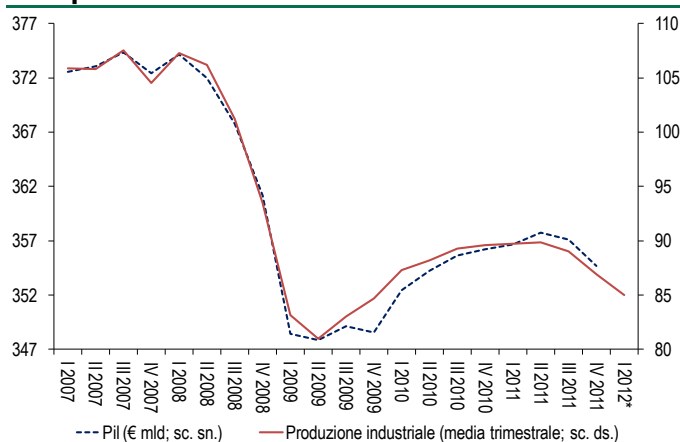


La produzione industriale e il Pil reale in Italia



*: I 2012 media gennaio-febbraio

Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat.

Il 2011 si è chiuso con l'Italia nuovamente in **recessione**. Il 2012 si è aperto con un'ulteriore contrazione dell'attività industriale. La produzione è scesa di oltre il 2% nei primi due mesi dell'anno. Il ritardo rispetto ai valori precedenti l'avvio della passata recessione si è nuovamente ampliato, superando i 20 punti percentuali. A livello settoriale, soffrono prevalentemente quei comparti che stanno sperimentando un più intenso rallentamento delle esportazioni.

Con il termine **sistema bancario ombra** si fa riferimento al processo di intermediazione creditizia perfezionato da istituzioni finanziarie non bancarie. Le istituzioni appartenenti a questa parte del circuito finanziario sono esenti da molti degli obblighi normativi cui invece sono sottoposte le banche. Lo sviluppo del sistema ombra è stato il fattore trainante dell'intensa crescita dell'attività finanziaria nella prima parte degli anni duemila; le sue difficoltà hanno poi sensibilmente amplificato la crisi del 2007-09. Si stima che attualmente rappresenti il 25-30% dell'intermediazione finanziaria globale e abbia una dimensione analoga a quella del sistema bancario tradizionale.

16

20 aprile

2012

Direttore responsabile:
Giovanni Ajassa
tel. 0647028414
giovanni.ajassa@bnlmail.com

Banca Nazionale del Lavoro – Gruppo BNP Paribas
Via Vittorio Veneto 119 - 00187 Roma
Autorizzazione del Tribunale di Roma n. 159/2002 del 9/4/2002

Le opinioni espresse non impegnano la responsabilità della banca.



BNL
GRUPPO BNP PARIBAS

Produzione e settori nella nuova recessione in Italia

P. Ciocca ☎ 06-47028431 – paolo.ciocca@bnlmail.com

Il 2011 si è chiuso con l'Italia nuovamente in recessione. Il 2012 si è aperto con un'ulteriore contrazione dell'attività industriale. Nella media dei primi due mesi del 2012, la produzione è scesa di oltre il 2% nel confronto con l'ultimo trimestre del 2011. Il ritardo rispetto ai livelli precedenti l'avvio della passata recessione si è nuovamente ampliato, superando i 20 punti percentuali.

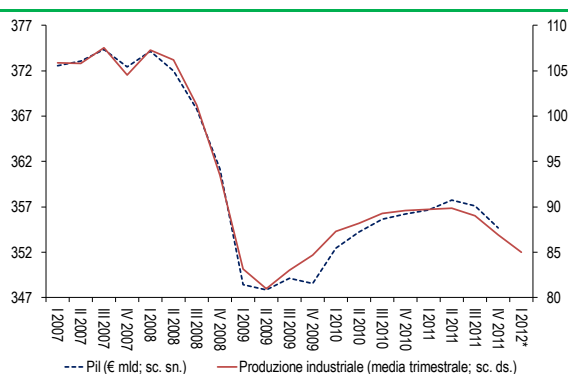
La flessione attuale risulta meno ampia di quella registrata nella fase iniziale della precedente crisi. Nel 2008, nei primi tre trimestri di calo, la produzione scese complessivamente di 12,9 punti percentuali, più del doppio di quanto accaduto tra il II trimestre 2011 e i primi due mesi del 2012.

Il peggioramento delle condizioni del sistema industriale sta interessando quasi tutti i settori del manifatturiero italiano. Data la persistente debolezza della domanda interna, l'andamento della produzione risulta influenzato dalla tenuta della domanda estera. Tra i settori che maggiormente stanno soffrendo da un punto di vista produttivo, il comparto delle apparecchiature elettriche, quello del legno, carta e stampa, quello della gomma, materie plastiche e minerali non metalliferi e quello delle altre industrie manifatturiere sono tra quelli che negli ultimi mesi hanno sperimentato un più intenso indebolimento delle esportazioni. Al contrario, settori come la farmaceutica, i macchinari e l'alimentare hanno continuato a trarre beneficio da una domanda estera nel complesso ancora sostenuta.

Peggiora ulteriormente la situazione del sistema industriale italiano

Il 2011 si è chiuso con l'Italia nuovamente in recessione. Il 2012 si è aperto con un'ulteriore contrazione dell'attività industriale.

La produzione industriale e il Pil reale in Italia

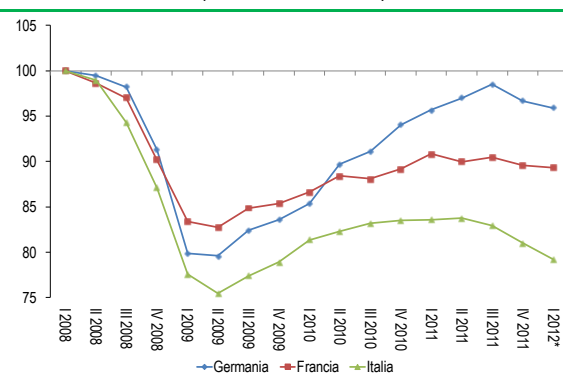


*: I 2012 media gennaio-febbraio

Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

La produzione industriale in Italia, Francia e Germania

(I trim. 2008=100)



*: I 2012 media gennaio-febbraio

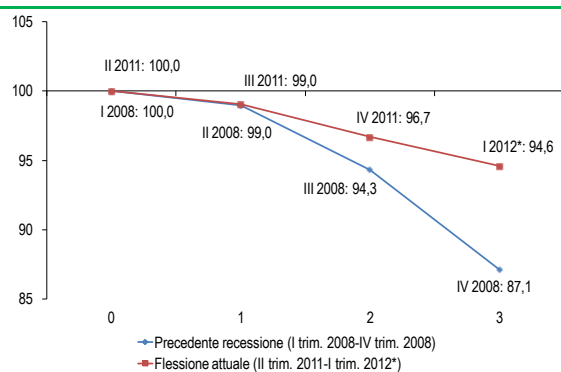
Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Eurostat

A febbraio, la produzione ha registrato un calo dello 0,7% nel confronto con il mese precedente, dopo il -2,6% di gennaio. Su base annuale, la flessione si è avvicinata ai 7 punti percentuali, risultando la più ampia dalla fine del 2009. Il dato di febbraio è stato influenzato dalle rigide condizioni atmosferiche, oltre che da altri fattori straordinari, come gli scioperi nel settore dei trasporti. L'andamento della produzione per raggruppamenti principali di industrie mostra, però, come le ingenti nevicate abbiano avuto un effetto sostanzialmente neutro sull'attività industriale. Mentre la produzione di beni di consumo e quella di beni strumentali è scesa di circa il 2%, le temperature più basse delle medie stagionali hanno sospinto la produzione di energia, con una crescita di quasi il 6%. Nella media dei primi due mesi del 2012 la produzione ha registrato un calo superiore al 2% nel confronto con l'ultimo trimestre del 2011. Si tratta della terza contrazione consecutiva.

Collocando quanto sta accadendo in questi mesi su un arco temporale più lungo emerge come il peggioramento della congiuntura economica, manifestatosi alla metà dello scorso anno ed accentuatosi dopo l'estate, allontani nuovamente il ritorno dell'economia italiana verso i livelli precedenti l'avvio della crisi economico-finanziaria. Durante la passata recessione, tra il I trimestre 2008 e il II trimestre 2009, la produzione si era ridotta di quasi un quarto. Nei successivi due anni di debole ripresa erano stati recuperati 8 dei 25 punti percentuali persi. Negli ultimi tre trimestri è stata erosa oltre la metà della ripresa precedentemente conseguita. Nel confronto tra la media dei primi due mesi del 2012 e il I trimestre 2008, l'industria italiana mostra un ritardo superiore ai 20 punti percentuali.

Il calo della produzione in Italia nella fase attuale di flessione e durante la recessione 2008-09

(indice destagionalizzato; trimestre precedente l'inizio della flessione della produzione uguale a 100)

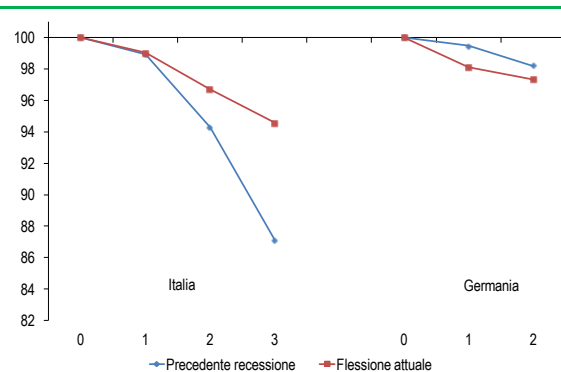


*: I 2012 media gennaio-febbraio

Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

Il calo della produzione in Italia e Germania nella fase attuale di flessione e durante la recessione 2008-09

(indice destagionalizzato; trimestre precedente l'inizio della flessione della produzione uguale a 100; I 2012: media gennaio-febbraio)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Eurostat

Nel confronto con le altre principali economie dell'area euro emerge la criticità della situazione italiana. La Germania alla fine del 2011 aveva recuperato quasi interamente i livelli produttivi dell'inizio del 2008. Negli ultimi due trimestri, l'attività industriale ha subito una flessione, risultando nella media di gennaio e febbraio circa 4 punti percentuali al di sotto dei valori precedenti la crisi economico-finanziaria. In Francia, il

calo dell'attività produttiva è iniziato prima che in Italia, ma il ritardo rispetto all'inizio del 2008 risulta pari a circa la metà di quello registrato nel nostro paese.

Per comprendere la reale dimensione della flessione in corso nell'attività produttiva appare utile confrontare quanto sta accadendo con quanto verificatosi nella prima parte della precedente recessione. Nel 2008, nei primi tre trimestri di calo della produzione, la flessione risultò complessivamente pari a 12,9 punti percentuali, più del doppio di quanto registrato tra il II trimestre 2011 e i primi due mesi del 2012, i primi tre trimestri dell'attuale fase di caduta dell'attività produttiva. La flessione risulta, dunque, meno intensa e più graduale di quella sperimentata nel 2008. Effettuando la stessa analisi per le principali economie dell'area euro, emerge la particolarità del caso tedesco. Sebbene il calo della produzione sia iniziato da soli due trimestri, e risulti inferiore a quello italiano, in Germania la flessione attuale dell'attività industriale è più ampia di quella registrata nella prima parte della passata recessione.

I dati sulla produzione rafforzano le attese di un'ulteriore flessione del Pil in Italia. Nel I trimestre 2012, il calo potrebbe risultare di ampiezza simile a quella sperimentata negli ultimi tre mesi dello scorso anno, periodo nel quale l'economia italiana ha registrato una contrazione dello 0,7%. La minore intensità del calo dell'attività industriale, nel confronto con quanto accaduto nel 2008, conferma le attese di una flessione del Pil che nel complesso dell'anno in corso risulterebbe ampiamente inferiore di quella registrata nel 2009, posizionandosi, come segnalato anche nel Bollettino economico di gennaio della Banca d'Italia, nell'intorno di 1,5 punti percentuali.

Produzione e settori

Il peggioramento delle condizioni del sistema industriale italiano sta interessando quasi tutti i settori del manifatturiero. Nei primi due mesi del 2012 solo nel comparto dei prodotti alimentari, in quello dell'elettronica, in quello del coke e prodotti petroliferi raffinati e in quello dei mezzi di trasporto è stata registrata una moderata crescita dell'attività. Ampie flessioni hanno, invece, interessato il settore della farmaceutica, quello del tessile e quello delle apparecchiature elettriche.

Anche a livello settoriale risulta utile confrontare quanto sta accadendo in questa fase di contrazione dell'attività con quanto verificatosi nella precedente recessione. Emergono elementi di interesse.

Sono in parte cambiati i comparti che maggiormente stanno risentendo del peggioramento della congiuntura. Nella prima fase della recessione del 2008, le flessioni più ampie avevano interessato il settore della chimica, quello dei mezzi di trasporto, quello dei macchinari, quello dei metalli e quello delle apparecchiature elettriche, con cali compresi tra il 16% e il 24%. Nel 2011 e in questa prima parte del 2012, i comparti che stanno maggiormente soffrendo sono quelli delle apparecchiature elettriche, quello del legno, carta e stampa, quello del tessile, quello della chimica e quello della gomma, plastica e minerali non metalliferi, con cali che vanno dal 7% al 13%.

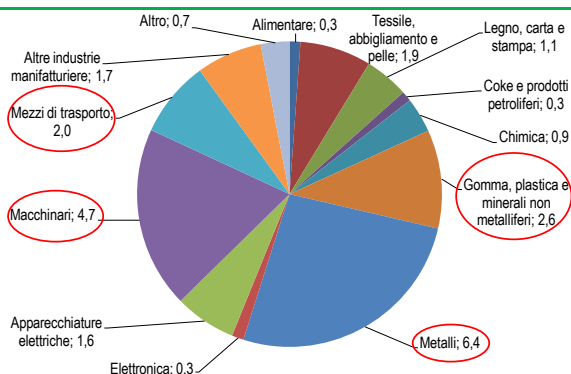
Nel confronto con la precedente flessione, la fase attuale si caratterizza per una distribuzione più omogenea del calo tra i diversi comparti del manifatturiero, con un grado di concentrazione minore di quello che aveva caratterizzato la contrazione del 2008-09. Negli ultimi tre trimestri, i primi quattro settori per ampiezza del contributo¹ al

¹ Il contributo alla flessione della produzione dipende sia dalla contrazione registrata da ciascun settore sia dal peso che il singolo comparto ha nel calcolo dell'indice della produzione.

calo totale della produzione spiegano poco più del 55% della flessione complessiva. Tra il I trimestre 2008 e il II 2009, i primi quattro comparti contribuivano, invece, per il 65% della riduzione totale della produzione. Tra i quattro comparti che spiegano in misura prevalente la flessione dell'attività troviamo, come nella recessione del 2008, i metalli e la gomma, plastica e minerali non metalliferi. Risulta, invece, meno rilevante il contributo negativo dei macchinari e dei mezzi di trasporto, settori che da soli spiegavano quasi un terzo del calo subito dalla produzione tra il I trimestre 2008 e il II trimestre 2009. Sul dato complessivo pesa, invece, in maniera rilevante la flessione nel comparto del tessile e in quello delle altre industrie manifatturiere.

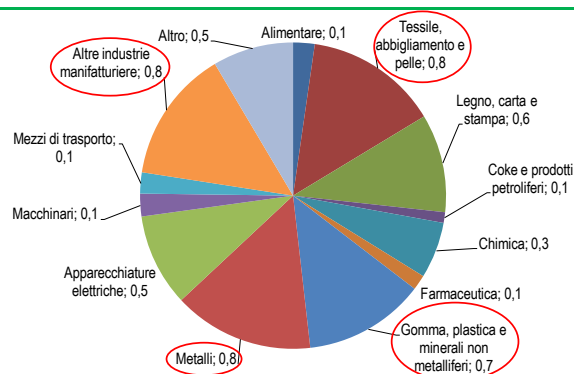
Il contributo dei singoli settori alla flessione dell'attività produttiva nella recessione 2008-09

(punti percentuali; II trim. 09-I trim. 08)



Il contributo dei singoli settori alla flessione dell'attività produttiva nella recessione 2011-12

(punti percentuali; I trim. 12*-II trim. 11)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

*: media gennaio-febbraio

Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

Guardando quanto sta accadendo a livello settoriale, alcune considerazioni meritano di essere sottolineate.

Nel confronto tra i primi due mesi del 2012 e il II trimestre 2011, periodo nel quale era stato raggiunto il picco di produzione nella fase di debole ripresa che era seguita alla passata recessione, solo il settore dell'elettronica presenta una crescita positiva. Nel valutare questa performance è, però, opportuno ricordare come durante la precedente recessione la produzione in questo settore si fosse ridotta del 14%. Nel confronto con i valori dell'inizio del 2008 il ritardo è prossimo ai 10 punti percentuali. Questo andamento deve, inoltre, essere collocato all'interno di un trend decennale di costante riduzione dell'attività, con la produzione di elettronica che ha perso circa 40 punti percentuali tra il 2000 e il 2011.

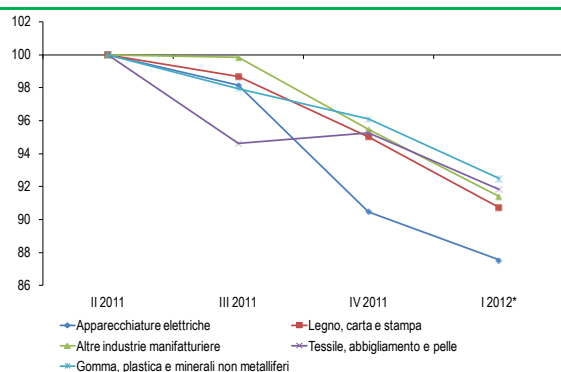
Particolarmente critica appare la situazione nel settore delle apparecchiature elettriche. Tra il II trimestre 2011 e i primi due mesi dell'anno in corso, la produzione è scesa complessivamente di oltre il 12%. Il ritardo rispetto all'inizio del 2008 è superiore a 30 punti percentuali. Anche per le apparecchiature elettriche, come per l'elettronica, l'andamento dell'ultimo periodo deve essere collocato all'interno di un orizzonte temporale più lungo. Negli ultimi dieci anni la produzione in questo settore ha perso oltre 40 punti percentuali.

La situazione si presenta complessa anche nel settore del tessile, in quello del legno, carta e stampa, in quello della gomma, plastica e minerali non metalliferi e in quello

della chimica. Durante l'attuale fase di flessione, l'attività produttiva in questi comparti ha registrato cali compresi tra il 7% e il 9%. Rispetto all'inizio del 2008, il ritardo varia tra i 20 e i 30 punti percentuali.

La produzione in alcuni settori del sistema manifatturiero italiano

(indice destagionalizzato; II trim. 2011=100)

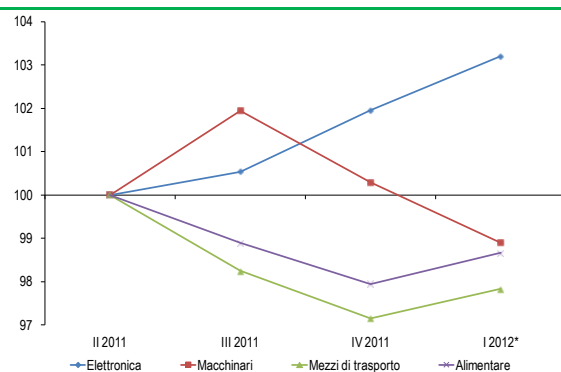


*: media gennaio-febbraio

Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

La produzione in alcuni settori del sistema manifatturiero italiano

(indice destagionalizzato; II trim. 2011=100)



*: media gennaio-febbraio

Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

Un miglioramento rispetto alla passata recessione può, invece, essere individuato nel settore dei mezzi di trasporto e in quello dei macchinari. Tra il II trimestre 2011 e i primi due mesi del 2012 la produzione è scesa rispettivamente del 2,2% e dell'1,1%. Nei primi tre trimestri di calo della precedente crisi, la caduta era risultata del 23,8% nel settore dei mezzi di trasporto e del 16,4% in quello dei macchinari.

Un'ultima considerazione merita il settore della farmaceutica, che continua ad essere caratterizzato da un andamento particolare. Nella passata recessione risultava essere l'unico comparto con un'attività in crescita, sebbene moderata. Nei primi due mesi del 2012 la produzione ha perso quasi 7 punti percentuali nel confronto con il trimestre precedente.

L'importanza delle esportazioni nell'andamento della produzione

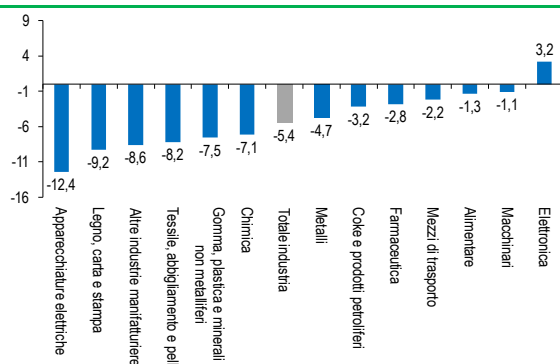
Dall'inizio dell'attuale recessione, la produzione in Italia ha perso 5,4 punti percentuali. A livello settoriale il calo si presenta con una certa eterogeneità. Si va dal -12,4% delle apparecchiature elettriche al +3,2% dell'elettronica, unico comparto in crescita. Il ritardo rispetto all'inizio del 2008 va da circa 2 punti percentuali dell'alimentare e della farmaceutica agli oltre 30 punti percentuali dei mezzi di trasporto e delle apparecchiature elettriche.

Come detto in precedenza, la fase attuale di flessione dell'attività produttiva presenta alcune particolarità che la differenziano dalla contrazione sperimentata durante la precedente recessione. Un carattere sembra, però, accomunare la situazione degli ultimi mesi agli andamenti registrati durante la crisi 2008-09. Data la persistente debolezza della domanda interna, l'andamento della produzione risulta influenzato dalla tenuta della domanda estera. Tra i settori che maggiormente stanno soffrendo da un punto di vista produttivo, il comparto delle apparecchiature elettriche, quello del legno, carta e stampa, quello della gomma, materie plastiche e minerali non metalliferi

e quello delle altre industrie manifatturiere sono tra i comparti che negli ultimi mesi hanno sperimentato un più intenso indebolimento delle esportazioni. Al contrario, la produzione nei settori della farmaceutica, dei macchinari e dell'alimentare ha continuato a trarre beneficio da una domanda estera nel complesso ancora sostenuta.

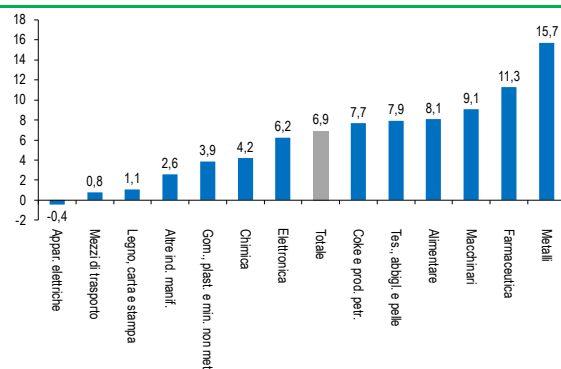
La produzione nei settori del manifatturiero italiano durante l'attuale fase di flessione

(valori destagionalizzati; punti percentuali; II trim. 2011=100; I trim. 2012*/II trim. 2011)



La esportazioni nei settori del manifatturiero italiano durante l'attuale fase di flessione

(punti percentuali; somme mobili a 12 mesi; aprile 2011=100; febbraio 2012/aprile 2011)



*: media gennaio-febbraio

Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

Sistema bancario ombra: una questione aperta

S. Carletti ☎ 06-47028440 – silvano.carletti@bnlmail.com

Con il termine “sistema bancario ombra” (*shadow banking system*) si fa riferimento al processo di intermediazione creditizia perfezionato da istituzioni finanziarie non bancarie. Poiché estranee al sistema bancario, le istituzioni del sistema ombra sono esenti da molti degli obblighi normativi cui invece sono sottoposte le banche.

Considerando l'insieme dei paesi sviluppati, il sistema bancario ombra rappresenta il 25-30% dell'intermediazione finanziaria complessiva e circa metà di quella bancaria totale, il che equivale a dire che il sistema bancario ombra e quello regolamentato hanno una dimensione analoga.

Il rilievo dello *shadow banking system* varia fortemente da paese a paese. In alcuni casi (gli Stati Uniti, ma non solo) costituisce da tempo una componente molto importante del circuito finanziario. Tra le economie avanzate l'Italia è tra quelle in cui più contenuta è la dimensione del fenomeno. Lo sviluppo di un sistema bancario ombra interessa anche i paesi di più recente sviluppo, con modalità tuttavia sensibilmente diverse.

L'attività del sistema bancario ombra propone rilevanti problemi di vigilanza nella percezione che la sua attività può divenire causa di instabilità per l'intero circuito finanziario. Quale approccio adottare è questione ancora aperta.

Un sintetico profilo dello *shadow banking system*

Nel ridisegno dell'architettura normativa del sistema finanziario internazionale una delle problematiche ancora relativamente poco considerata è quella del cosiddetto “sistema bancario ombra” (*shadow banking system*), espressione con la quale si fa riferimento al processo di intermediazione creditizia perfezionato da istituzioni finanziarie non bancarie.

È opinione condivisa che lo sviluppo del sistema ombra sia stato il fattore trainante dell'intensa crescita dell'attività finanziaria nella prima parte degli anni duemila e che le sue difficoltà abbiano poi sensibilmente amplificato la crisi del 2007-09. Questa esperienza ha rafforzato la convinzione che seri rischi di instabilità sistemica possono derivare dall'attività dello *shadow banking system*. Di qui la decisione assunta dal G20 nelle riunioni di Seul (2010) e di Cannes (2011) di richiedere al Financial Stability Board (FSB) uno studio del problema e la formulazione di proposte di soluzioni. Nell'ottobre 2011 il FSB ha redatto un documento divenuto un punto di riferimento sull'intera materia e a cui si richiama espressamente anche il *green paper* recentemente preparato dalla Commissione Europea¹.

Le istituzioni finanziarie che fanno parte del sistema bancario ombra sono quelle che svolgono almeno una di queste attività: a) utilizzano risorse raccolte attraverso strumenti finanziari in diretta concorrenza con depositi o titoli bancari (ad esempio, i fondi monetari); b) operano una trasformazione delle scadenze o modificano il grado di liquidità; c) determinano un trasferimento del rischio di credito.

¹ Financial Stability Board, *Shadow banking: Strengthening Oversight and Regulation*, 27 Ottobre 2011; Commissione Europea, *Green Paper – Shadow banking*, marzo 2012. Alcune direttive Ue già regolano aspetti delle attività e/o delle istituzioni che costituiscono il sistema bancario ombra. L'obiettivo del nuovo documento è quello di intervenire su questioni meno presidiate ma soprattutto affrontare l'intera materia in maniera più organica.

Sotto il profilo della tipologia le istituzioni che danno vita allo *shadow banking* sono molto diversificate: dai fondi monetari, agli *hedge fund*, alle società veicolo costituite nell'ambito dei processi di cartolarizzazione, ai fondi di *private equity* che operano tramite indebitamento, ai *monoline insurers*², etc. Essendo estranee al sistema bancario tradizionale, queste istituzioni sono esenti da molti degli obblighi normativi cui invece sono sottoposte le banche.

Il catalogo delle attività del sistema bancario ombra è altrettanto ampio, spaziando dalle operazioni di cartolarizzazione, al prestito titoli, alle operazioni pronti contro termine, etc. Il continuo evolvere dell'operatività finanziaria da un lato determina un continuo aggiornamento delle attività del sistema ombra, dall'altro lato fa sì che una stima della dimensione raggiunta dallo *shadow banking* abbia un valore prevalentemente indicativo.

Per arricchire di contenuto la descrizione di questo circuito finanziario è opportuno evidenziarne tre aspetti, il primo dei quali è che il sistema ombra opera senza la copertura di un "prestatore di ultima istanza", cioè di un'istituzione in grado di intervenire per contenere le conseguenze delle difficoltà di un operatore. Risultando non sterilizzate da tempestivi interventi di istituzioni centrali, le difficoltà di un mercato o di qualche operatore possono rapidamente determinare ripercussioni su un'ampia parte del sistema finanziario. Una seconda caratteristica del sistema bancario ombra è la scomposizione del processo di finanziamento in una molteplicità di attività distinte³. Ne deriva un'accresciuta complessità dell'intero processo che inevitabilmente determina "opacità" sotto il profilo dei rischi (a quali rischi ciascuna istituzione è esposta e quali comportamenti adotta per ridurne l'impatto). Il terzo aspetto da evidenziare è l'ampia interconnessione tra il sistema bancario ombra ed il circuito tradizionale, sia perché una parte delle istituzioni che vi operano sono emanazioni di gruppi bancari (soprattutto nei paesi anglosassoni) sia perché la segmentazione dell'attività di finanziamento operata dallo *shadow system* fa sì che le istituzioni dei due "sistemi" direttamente o indirettamente si interfaccino frequentemente. Si tratta di un aspetto critico considerato che le istituzioni del sistema ombra operano con una leva finanziaria molto elevata. Combinando questi tre aspetti risulta evidente che l'intero sistema finanziario è esposto a rischi di dimensione anche sistemica che traggono origine da attività esterne al sistema bancario regolamentato. La recente crisi finanziaria ha più volte mostrato quanto reale sia questo pericolo.

Anche se le modalità operative sono molto numerose e differenziate, il funzionamento del sistema bancario ombra fa perno spesso sui processi di cartolarizzazione e sulla raccolta di risorse sul mercato finanziario all'ingrosso. La banca "tradizionale" mantiene sui propri libri contabili i prestiti concessi e li finanzia con i fondi raccolti presso la sua clientela mediante depositi o titoli. Il sistema bancario ombra perfeziona analoghe operazioni di finanziamento segmentandole in più fasi nettamente distinte che finiscono per nascondere i rischi insiti nei tre tradizionali processi di trasformazione creditizia: quello delle scadenze, quella del grado di liquidità, quello della gestione del rischio di credito.

² Si tratta di compagnie di assicurazione impegnate esclusivamente nella *bond insurance*, vale a dire a garantire i sottoscrittori di obbligazioni sull'effettivo rimborso dei titoli.

³ Cfr. soprattutto lo studio della Federal Reserve Bank of New York pubblicato nel luglio 2010 e aggiornato nel febbraio del 2012: Z. Pozsar, T. Adrian, A. Ashcraft, H. Boesky, *Shadow Banking*, Federal Reserve Bank of New York, Staff Report No. 458.

Shadow banking system: qualche dato

Seppure in forma embrionale un sistema bancario ombra opera da molto tempo in molti paesi. Tra le prime istituzioni che hanno animato un circuito creditizio esterno alle banche figurano le due agenzie governative che dominano il mercato dei mutui statunitense (Fannie Mae e Freddie Mac costituite rispettivamente nel 1938 e nel 1970). Come le banche queste istituzioni hanno nel loro portafoglio prestiti e titoli; diversamente dalle banche, non si finanziano con la raccolta di depositi ma emettendo titoli a breve e a lungo termine destinati ad essere sottoscritti dai fondi monetari e da altri investitori istituzionali. In definitiva, queste istituzioni da molti decenni non danno origine ai prestiti che hanno in portafoglio ma si occupano di seguirne l'evoluzione (*processing*) e di trovare le risorse per finanziarli (*funding*).

È però soprattutto in quest'ultimo decennio che lo sviluppo dello *shadow banking system* ha registrato la più rilevante accelerazione, interessando molti paesi ma in misura largamente diversa. Secondo le stime del FSB alla fine del 2010 le attività del sistema ombra si aggiravano intorno a € 46mila miliardi, più del doppio di quanto stimato nel 2002 (€ 21mila miliardi) e livello sostanzialmente analogo a quanto rilevato nel 2007. Negli anni della crisi lo sviluppo del fenomeno ha risentito dell'azione di contrasto svolta dalle autorità che ha costretto gli operatori bancari a riportare nei loro bilanci molte delle istituzioni create in occasione di operazioni di cartolarizzazione, in precedenza posizionate al di fuori del perimetro contabile (*off-balance sheet transactions*).

Considerando l'insieme dei paesi sviluppati, il sistema bancario ombra (cioè l'insieme degli intermediari creditizi non bancari) rappresenta il 25-30% dell'intermediazione finanziaria complessiva e circa metà di quella bancaria totale, il che equivale a dire che il sistema bancario ombra e il circuito bancario regolamentato hanno una dimensione analoga. Nell'ambito di una crescita del fenomeno complessivamente sostenuta (orientativamente +40% nel periodo 2005-10), è importante sottolineare la ridefinizione del peso relativo dei sei principali paesi europei e degli Stati Uniti, con la quota congiunta dei primi salita dalla metà circa ai quattro quinti di quella degli Usa nell'arco dei cinque anni. A determinare la riduzione del divario ha sicuramente contribuito il mutato posizionamento delle operazioni bancarie *off-balance sheet*.

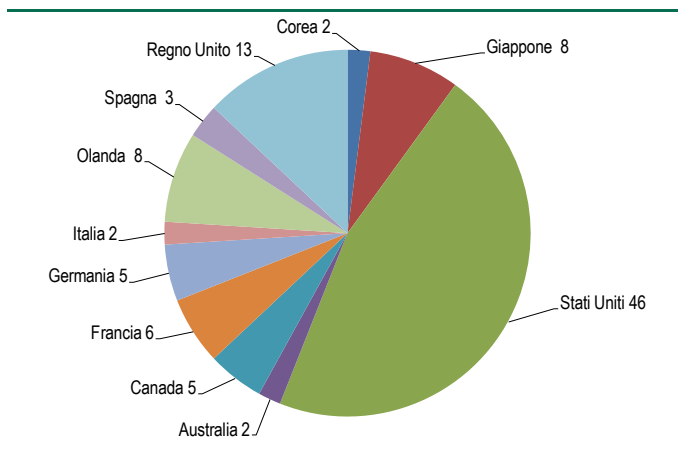
Posto pari a 100 il totale delle attività del sistema ombra nell'area dei paesi avanzati, gli Stati Uniti e il Regno Unito sono i due centri più importanti, contribuendo nel 2010 rispettivamente per 46 (54 nel 2005) e 13 (quota invariata); Giappone e Olanda partecipano per 8 ciascuno, Francia, Germania e Canada tra 5 e 6. Il coinvolgimento dell'Italia, così come quello della Spagna, appare ridotto (2 e 3 nel 2010, rispettivamente).

Dai dati appena proposti si ricava che il rapporto tra le attività del sistema ombra e quelle del sistema bancario tradizionale varia fortemente da paese a paese: da meno di un quarto in Italia, a poco al di sotto del 30% in Germania, intorno ad un terzo in Francia, al 40% in Spagna. In Olanda il sistema ombra eccede largamente la dimensione del sistema regolamentato, una situazione analoga a quella riscontrabile negli Stati Uniti.

Come anticipato, i dati sulla dimensione del sistema bancario ombra hanno una funzione prevalentemente indicativa. Problemi di definizione e la diversa granularità dell'informazione statistica rendono difficile una esatta e comparabile misurazione del fenomeno. A questo si deve aggiungere che il documento del FSB si concentra sui paesi a consolidato sviluppo economico, escludendo dall'analisi i paesi emergenti ove il fenomeno è ugualmente presente anche se con modalità ampiamente diverse.

Il sistema bancario ombra nei paesi a più avanzato sviluppo

(quote % su totale area; 2010)



Fonte: Financial Stability Board, *Shadow banking: Strengthening Oversight and Regulation*, 27 Ottobre 2011

Negli ultimi anni in Cina è stata più volte segnalata la presenza di un rilevante sistema bancario ombra a cui tra l'altro si addebita la limitata efficacia di molti interventi di politica monetaria. Secondo stime non ufficiali, il credito erogato dal sistema ombra ammonterebbe a circa un terzo del totale (o in altri termini, a circa metà di quello fornito dal sistema bancario nazionale), una valutazione che secondo alcuni analisti sarebbe largamente errata per difetto. Le attività attraverso cui opererebbe il sistema bancario meno regolamentato sarebbero soprattutto queste quattro⁴: a) prestiti concessi da società fiduciarie, istituzioni non autorizzate a raccogliere depositi ma impegnate a gestire risorse di privati e imprese; b) prestiti tra imprese perfezionati con l'intervento di società finanziarie specializzate che svolgono comunque solo una funzione di intermediazione; c) collocamento di titoli supportati da garanzia bancaria emessi da parte di imprese; d) prestiti tra soggetti non finanziari (individui e imprese) con la mediazione di operatori finanziari. Di queste quattro modalità di finanziamento le più importanti sembrano la seconda e la terza; la prima, probabilmente la meno rilevante, e la terza sono state recentemente oggetto di interventi restrittivi ad opera delle autorità monetarie nazionali; la quarta modalità è sicuramente quella meno trasparente e di più difficile stima sotto il profilo della diffusione.

Shadow banking system: che cosa fare?

L'attività del sistema bancario ombra propone certamente problemi di vigilanza nella percezione che la sua attività può divenire causa di instabilità per l'intero circuito finanziario. Accrescere le difese di una parte del sistema sottovalutando i rischi d'instabilità che possono insorgere altrove può portare a ripetere la vicenda della linea Maginot, un poderoso sistema di difesa facilmente aggirato.

Quale approccio adottare nell'affrontare il problema dello *shadow banking system* è questione aperta. In un suo recente intervento Adair Turner⁵ ha sottolineato

⁴ BBVA Research, *China's shadow bank lending: a threat to financial stability?*, novembre 2011.

⁵ Adair Turner, *Shadow Banking and Financial Instability*, Cass Business School, 14 marzo 2012.

l'opportunità di disegnare una regolazione del sistema bancario ombra che sia funzionale non solo ad un ordinato sviluppo del circuito finanziario ma anche alla crescita dell'intero sistema economico. La lettura del fenomeno proposta da Lord Turner è certamente interessante perché fa trasparire sia le preoccupazioni delle autorità di vigilanza (Lord Turner è il capo della Financial Services Authority, l'autorità indipendente che nel Regno Unito vigila sul funzionamento dei mercati finanziari), sia la cultura finanziaria anglosassone da tempo favorevole ad un'estesa disintermediazione bancaria (tra il 1980 e il 2008 negli Stati Uniti la quota di mutui residenziali rimasta nei bilanci bancari è scesa dall'80% al 35%).

Tre i nodi problematici che Lord Turner evidenzia:

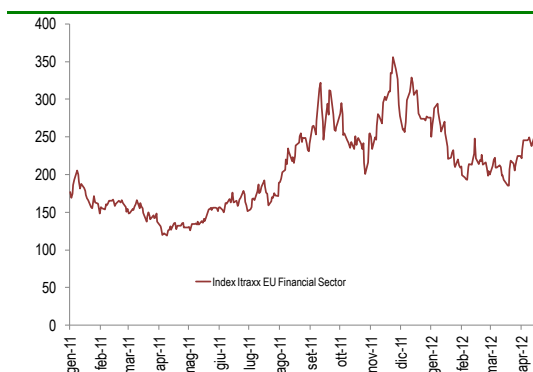
a) Quanta intermediazione non bancaria è necessaria per favorire lo sviluppo economico generale? In altri termini: considerato che cartolarizzazioni e intermediazione creditizia non bancaria sono realtà positive, invece che ad azioni di "contenimento" non è più opportuno pensare ad interventi correttivi? Si deve sottolineare che una valutazione non sfavorevole del ruolo dello *shadow banking system* è contenuta (seppure in modo sfumato) anche nel *green paper* della Commissione Europea.

b) Per ridurre le minacce alla stabilità del sistema finanziario è meglio evitare le occasioni di contagio tra i due sistemi o procedere ad interventi di riforma del sistema bancario ombra? Separare o regolare?

c) Come ridurre la forte pro-ciclicità dello *shadow banking system*, conseguenza di una leva finanziaria molto più alta di quella rilevabile nel circuito bancario tradizionale? Le ampie interconnessioni tra i due circuiti rendono il problema decisamente molto rilevante.

Un cruscotto della congiuntura: alcuni indicatori

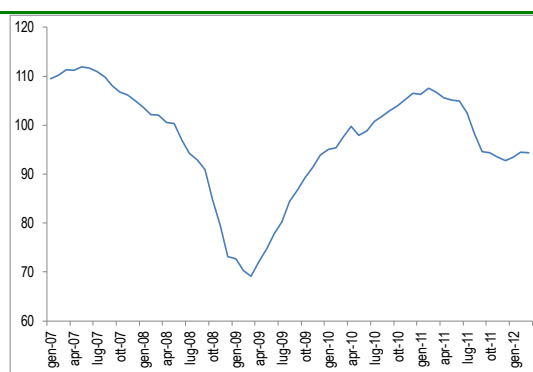
Indice Itraxx Eu Financial



Fonte: Thomson Reuters

I premi al rischio nell'ultima settimana salgono da 244 a 248.

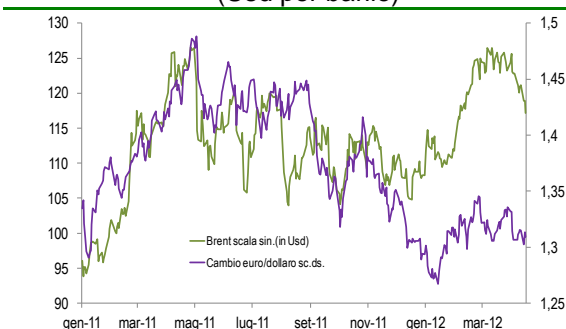
Europa: Indice di fiducia



Fonte: Thomson Reuters

A marzo 2012 la fiducia dell'eurozona scende leggermente, assestandosi a quota 94,4.

Cambio euro/dollaro e quotazioni Brent (Usd per barile)



Fonte: Thomson Reuters

Il tasso di cambio €/ \$ oscilla intorno a 1,31. Il petrolio qualità Brent quota 117\$ al barile.

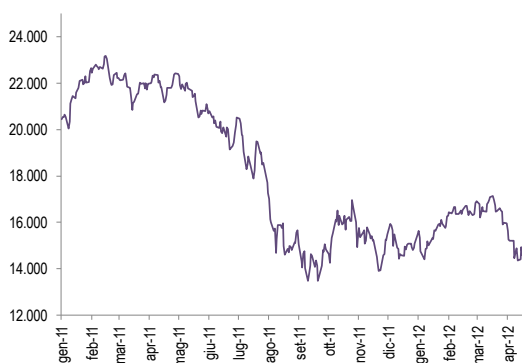
Prezzo dell'oro (Usd l'oncia)



Fonte: Thomson Reuters

Il prezzo dell'oro scende nell'ultima settimana da 1.658 a 1.644 Usd l'oncia.

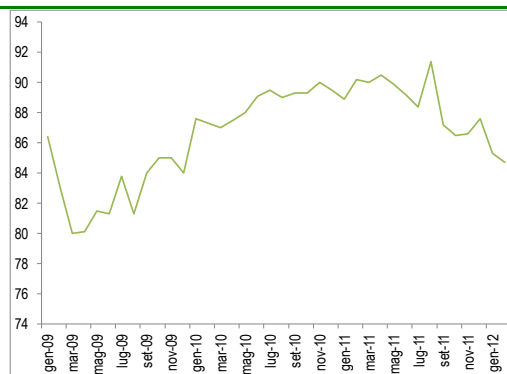
Borsa italiana: indice Ftse Mib



Fonte: Thomson Reuters

L'indice Mib passa da 14.690 a 14.580.

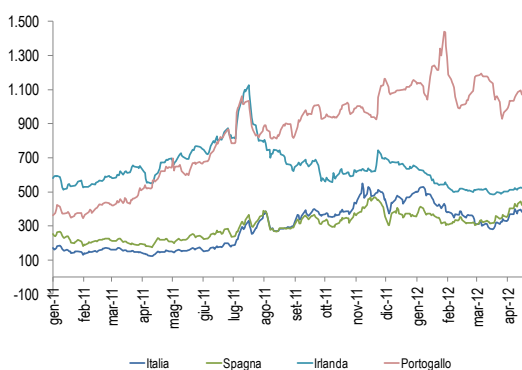
Italia: produzione industriale



Fonte: elab. Servizio Studi BNL su dati Istat.

L'indice di produzione industriale a febbraio 2012 scende a 84,7.

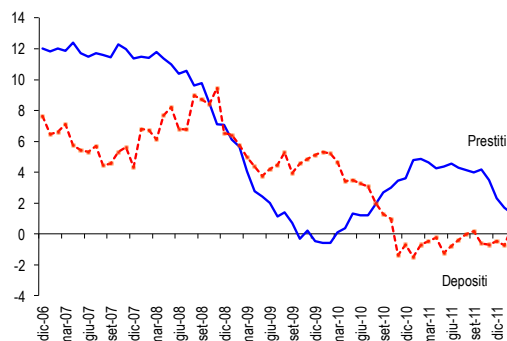
**Tassi dei benchmark decennali:
differenziale con la Germania
(punti base)**



Fonte: elab. Servizio Studi BNL su dati Datastream

I differenziali con il Bund, sono pari a 1.067 pb per il Portogallo, 527 pb per l'Irlanda, 386 pb per l'Italia e 418 pb per la Spagna.

**Italia: prestiti e depositi
(var. % a/a)**



Fonte: Banca d'Italia

A febbraio il trend di crescita dei prestiti si attenua ulteriormente (+1,3% a/a) mentre i depositi tornano marginalmente positivi.

Il presente documento è stato preparato nell'ambito della propria attività di ricerca economica da BNL-Gruppo Bnp Paribas. Le stime e le opinioni espresse sono riferibili al Servizio Studi di BNL-Gruppo BNP Paribas e possono essere soggette a cambiamenti senza preavviso. Le informazioni e le opinioni riportate in questo documento si basano su fonti ritenute affidabili ed in buona fede. Il presente documento è stato divulgato unicamente per fini informativi. Esso non costituisce parte e non può in nessun modo essere considerato come una sollecitazione alla vendita o alla sottoscrizione di strumenti finanziari ovvero come un'offerta di acquisto o di scambio di strumenti finanziari.