

## CRISI FINANZIARIA IN CORSO ED INSEGNAMENTI CHE SI POSSONO TRARRE

**Arnaldo MAURI**, Professor Ph.D.

Università degli Studi di Milano

**Claudia BAICU**, Lecturer Ph.D.

Università Spiru Haret Bucarest

### *Abstract*

#### *The current financial crisis and lessons which can be gained*

*Since the development of modern banking in Italian renaissance, financial crises have from time to time affected institutions and markets and have raised concern about stability of financial systems. Authorities and scholars around the world are investigating the matter discussing on the proximate and more distant causes of crises and gaining lessons from the experience of the past, on the steps that could be taken to minimize vulnerability of financial systems. The paper focuses on the analysis of the most important factors contributing to the triggering of the current financial crisis, the peculiarities and the lessons of the crisis.*

**Key-words:** *financial crisis, financial globalization, subprime, securitization, mortgage backed securities, financial regulation*

**JEL Classification:** G01

### 1. Introduzione

Le crisi che hanno colpito la finanza nei vari paesi nel corso dei secoli a partire dalla crisi delle banche fiorentine del XIV secolo ci hanno tutte insegnato qualcosa (Cipolla, 1980). Oggi sappiamo che tutte le crisi, sia con riferimento alle cause determinanti sia alle modalità di svolgimento, hanno mostrato almeno alcuni caratteri comuni. Tuttavia sappiamo inoltre che ogni crisi ha proprie specifiche caratteristiche, diverse da quelle delle crisi precedenti e che le crisi, pur essendo tutte sottoprodotti dell'economia di mercato e frutto di incompetenza e/o disonestà dei banchieri e di errori e manchevolezze da parte delle autorità di controllo (Fratianni, 2008), sono diverse l'una dall'altra anche per il fatto di essere inserite in contesti socio-economici e legislativi differenti. Proprio per questa circostanza, le misure studiate per prevenire, combattere, ridurre l'intensità e facilitare la ripresa fondate sulle esperienze passate, pur presentando indubbi elementi di validità, non si dimostrano compiutamente idonee ad evitare o fronteggiare le nuove crisi che si succedono nel tempo.

### 2. La crisi attuale

La presente crisi finanziaria che ha colpito l'economia globale è apparsa grave sin dall'inizio a causa dei suoi effetti profondi che si prospettano non brevi nel tempo e

diffusi su scala globale. La crisi, come è noto, è stata innescata nel 2007 dalle difficoltà incontrate dagli intermediari finanziari che avevano massicciamente investito in prodotti finanziari strutturati legati ai mutui ipotecari *subprime* americani.

Questi prestiti erano accordati per l'acquisto di abitazioni ai clienti con basso merito di credito e contrastavano fortemente con i prestiti accordati ai debitori di primo rango (*prime borrowers*). Nel periodo precedente lo scoppio della crisi, il volume ed il valore dei prestiti *subprime* sono aumentati notevolmente. Da sottolineare che questo aumento si è prodotto in condizioni di bassi tassi di interesse decisi dalla Fed a partire dal 2000 al fine di stimolare il credito e, implicitamente, la crescita economica.

Spinte dall'obiettivo di massimizzare i profitti e potendo trasferire il rischio di credito associato ai *subprime* agli investitori finali attraverso il processo di cartolarizzazione, le banche hanno promosso una politica di credito molto rilassata, che si è concretizzata nell'aumento del volume e del valore dei mutui *subprime*. In questo senso possono essere menzionate le seguenti condizioni:

- acconti per l'acquisto di abitazioni molto piccoli o inesistenti;
- concessione di crediti a clienti che non avevano né redditi, né lavoro, né garanzie (crediti nominati suggestivamente "Ninja");
- mutui per i quali le rate iniziali erano molto piccole, ma che in tempi successivi crescevano sensibilmente;
- mutui le cui rate iniziali consistevano solo negli interessi.

Una volta apparsi i primi cedimenti nei prezzi delle abitazioni anche in relazione all'aumento dei tassi di interesse, è cominciato a registrarsi anche l'aumento dei casi di morosità (specialmente di quelli che avevano ottenuto prestiti *subprime*) come pure dei casi di insolvenza.

In queste condizioni si è prodotta una serie di turbolenze sui mercati finanziari degli Stati Uniti e dei paesi che avevano legami con il mercato immobiliare americano. Si è registrata la riduzione drammatica delle attività finanziarie basate sulla cartolarizzazione dei mutui *subprime* (*mortgage backed securities* e *collateralized debt obligations*). La caduta di fiducia degli investitori si è estesa poi su tutti gli strumenti garantiti da prestiti (*asset backed securities*), indifferentemente dal tipo di *assets* alla base del processo di cartolarizzazione, e infine sugli altri settori del mercato del credito. Le tensioni apparse hanno condotto all'aumento generalizzato dei premi per il rischio, alla caduta del valore delle azioni, alla riduzione della liquidità e alla contrazione delle emissioni di obbligazioni e dei collocamenti di prestiti sindacati. Sono state anche colpite le operazioni di fusioni e acquisti, il numero delle entrate alla quotazione di borsa delle nuove società, i mercati interbancari dei depositi nelle principali valute ecc. (Banca d'Italia, 2007, p. 9-10).

La crisi partita dall'economia finanziaria si è propagata in un secondo tempo all'economia reale causando una recessione economica generalizzata.

Se guardiamo al recente passato possiamo notare fenomeni demografici e macroeconomici che, se opportunamente interpretati, in una fase di incubazione della crisi, avrebbero potuto forse mettere in guardia i *policy makers*. Grandi cambiamenti si erano manifestati negli ultimi due decenni in concomitanza con il processo di globalizzazione. Ci si riferisce anche alle innovazioni introdotte sia in campo tecnologico sia in campo finanziario, all'espansione dei volumi degli scambi

internazionali di beni e di servizi, agli investimenti diretti esteri. Basta pensare che dalle economie emergenti asiatiche proviene oggi più di un quarto del totale delle esportazioni mondiali. Anche gli investimenti diretti hanno fatto un grande balzo nell'ultimo decennio passando dal 10% del prodotto mondiale al 25%.

In campo finanziario erano emerse rilevanti trasformazioni ed innovazioni. Era cresciuta la cartolarizzazione nelle banche e con essa la creazione di strumenti finanziari strutturati complessi, poco trasparenti e difficile da valutare.

Si sono rilevate in particolare gravi carenze sia nell'operare delle agenzie di *rating* sia nella regolamentazione dei mercati e nei controlli, a diversi livelli, sul rispetto delle normative vigenti. Sono emersi inoltre macroscopici conflitti di interessi riguardanti i principali attori dei mercati finanziari e comportamenti opportunistici, e non improntati ai canoni tradizionali della *business ethics*, da parte dei *managers* delle istituzioni finanziarie. Comportamenti biasimevoli alimentati, a ben vedere, da insaziabile sete di guadagni combinata con schemi di remunerazione dei *manager* orientati ai risultati ottenibili in tempi brevi.

Si creava, sotto gli occhi indifferenti delle autorità di controllo, una situazione di opacità dei mercati e di evidente asimmetria informativa a danno dei risparmiatori clienti che venivano indotti ad acquistare strumenti finanziari senza conoscere pienamente i rischi dell'investimento che stavano facendo. I rischi procurati dai *manager* per aumentare i loro guadagni venivano scaricati sugli altri *stakeholder* (azionisti, risparmiatori-creditori, dipendenti). In più, l'instabilità sui mercati aumenta anche perchè c'è una pro-ciclicità del sistema finanziario che tende ad aumentare l'intensità delle alterne fasi dell'andamento dell'economia.

### **3. Ruolo della cartolarizzazione dei mutui ipotecari nello scoppio di crisi**

La crisi dei prestiti *subprime* che è scoppiata negli Stati Uniti nell'agosto 2007 propagatasi su altri segmenti del mercato finanziario che ha infine colpito l'economia reale anche a livello globale, ha avuto più cause, fra le quali ha avuto un ruolo fondamentale il processo di cartolarizzazione.

La cartolarizzazione dei crediti ipotecari si è sviluppata negli Stati Uniti ancora dagli anni 1970, ma si è estesa a partire dalla seconda metà degli anni 1990. È una forma di innovazione finanziaria che consta nella vendita dei crediti ipotecari da parte delle banche ad una entità esterna (società emittente o *special-purpose-vehicle*). Questa, per procurarsi le somme necessarie al pagamento, emette titoli finanziari garantiti con i rispettivi crediti. I titoli finanziari così risultati (*mortgage backed securities*) vengono comprati dagli investitori finali, che possono essere altre banche, investitori istituzionali ecc. dal mercato interno o dall'estero. I titoli cartolarizzati sono emessi in diverse classi, conformemente al rischio di credito afferente. A loro volta, gli investitori nei titoli cartolarizzati sono remunerati attraverso la raccolta delle rate scadenti dei crediti che hanno costituito il *pool* sottoposto alla cartolarizzazione.

Fra i fattori che all'epoca hanno promosso lo sviluppo di questa forma di innovazione finanziaria si annovera la possibilità di ridurre i rischi attraverso la loro redistribuzione fra una pluralità di investitori e di aumentare la capacità di concedere

credito da parte delle banche. Tuttavia molto importanti sono state le pressioni fatte dalle autorità di vigilanza con lo scopo di migliorare la capitalizzazione delle banche.

Tramite la cartolarizzazione dei mutui ipotecari gli investitori degli Stati Uniti, ma anche del mondo intero, avevano la possibilità di fare investimenti finanziari con un rendimento più elevato, visto che i tassi di interesse applicati ai depositi non erano molto attraenti.

Attraverso il processo di cartolarizzazione, il rischio di credito viene trasferito dalle banche agli investitori finali. Condizione necessaria per il trasferimento del rischio di credito è la vendita degli crediti senza garanzie rilasciate dalla banca che ha iniziato l'operazione, garanzie di coprire le eventuali perdite risultate dal mancato pagamento delle rate scadenti e degli interessi.

Così, con l'operazione di cartolarizzazione, le banche che inizialmente hanno accordato i mutui ipotecari non li mantengono più in bilancio, come nel caso delle modalità tradizionali di attività creditizia, ma li vendono ed i proventi incassati non assumono più la forma degli interessi, ma quella di commissioni afferenti all'iniziazione dell'operazione. In questo contesto, non mantenendo più i crediti nel bilancio e, dunque, non assumendosi il rischio di credito, le banche non sono più interessate di effettuare una analisi rigorosa della documentazione presentata dai clienti con la domanda del mutuo. Come conseguenza si ha il deterioramento del processo di concessione dei crediti, che implicitamente conduce alla crescita del rischio di morosità e di insolvenza.

Accanto alle politiche di erogazione del credito ed al processo di cartolarizzazione, nello scoppio della crisi un ruolo importante spetta anche le agenzie di *rating*. Queste sono accusate di aver accordato *rating* troppo generosi ai titoli cartolarizzati relativi ai prestiti *subprime* allettate dai proventi, sotto forma di commissioni, offerti dai clienti che sollecitavano i *rating* (banche di investimenti, società emittenti), in presenza quindi di palesi conflitti di interesse.

Su questo sfondo, sul piano internazionale si sono prese misure destinate a condurre alla stabilità dei mercati finanziari e alla crescita della capitalizzazione del sistema bancario. Una tappa importante in questo senso è stato l'incontro G7 di Washington del 10 ottobre 2008, dove è stata stabilita una serie di misure eccezionali per la stabilizzazione dei mercati finanziari ed il ripristino del processo di concedere crediti:

1. Sostegno delle istituzioni finanziarie importanti per evitare il fallimento e il rischio sistemico.

2. Adozione di misure necessarie per sbloccare il mercato del credito e del mercato monetario.

3. Rafforzamento dei programmi nazionali di garanzia e assicurazione dei depositi.

4. Quando necessario, adozione di misure idonee a riattivare il mercato secondario dei titoli cartolarizzati (*mortgage backed securities* e *asset backed securities*) (*G7 Finance Ministers and Central Bank Governors Plan of Action*, 2008).

Successivamente, il 12 ottobre 2008, vi è stato l'incontro dei capi di stato e di governo dei paesi della zona euro, che ha stabilito un piano di uscita dalla crisi basato sull'azione coordinata di tutti i paesi della zona euro. Anzi, i principi stabiliti in questa

occasione sono stati sostenuti dal Consiglio Europeo, nell'incontro del 15-16 ottobre 2008, che ha deciso che devono essere adottati da tutti i paesi membri dell'Unione Europea, indifferentemente dall'appartenenza alla zona euro.

#### **4. Gli squilibri internazionali**

Uno sguardo retrospettivo a livello globale ci mostrava un crescente squilibrio tra un tasso di risparmio negli Stati Uniti in continua discesa e con valori negativi per il risparmio del settore delle famiglie. Di contro il Giappone, la Cina ed altri paesi emergenti mostravano un elevato tasso di risparmio. Come conseguenza si avevano nel commercio internazionale disavanzi degli USA (in rosso ininterrottamente dal 1982) e surplus nei paesi ad alto tasso di risparmio che investivano acquistando *financial assets* americani (Targetti & Tamburini, 2009). Si era formato quindi un modello di sviluppo nel quale l'espansione della più grande economia nazionale del pianeta era finanziata con i capitali provenienti dal resto del mondo, inclusi paesi emergenti (in particolare Cina e India) e paesi in via di sviluppo.

Gli intermediari finanziari americani, infatti, si indebitavano all'estero e finanziavano gran parte delle famiglie in patria, consentendo loro di mantenere un tenore di vita che i loro redditi non avrebbero consentito (a causa di una tendenza in corso da tempo verso la concentrazione dei redditi, fenomeno che penalizzava le classi medie). Le famiglie americane erano eccessivamente indebitate anche a causa dell'acquisto di immobili (per lungo tempo sopravvalutati), che, a loro volta, costituivano la garanzia di strumenti finanziari. La possibilità che questi macroscopici squilibri dessero luogo ad aggiustamenti repentini e disordinati come cadute del valore esterno del dollaro e brusche frenate nella domanda interna americana non era da escludere. La crisi poi è esplosa non a seguito di una fuga dal dollaro, ma come inversione di tendenza dei prezzi immobiliari e conseguentemente perdita di valore degli strumenti della finanza strutturata fondati sulle garanzie immobiliari di dubbia solidità. I consumi americani si sono fortemente ridotti con conseguenze anche sulle importazioni.

#### **5. La crisi manageriale**

Sarebbe tuttavia errato soffermarci solo sugli squilibri macroeconomici, perché, a ben vedere, anche le carenze manageriali individuabili nel settore finanziario hanno concorso a scatenare e ad alimentare la crisi. E non solo a causa di diffuse ed accertate carenze di professionalità e di valori etici in una classe di *manager* autoreferenti super-retribuiti, ma anche per un disallineamento negli incentivi nei sistemi retributivi. Per esempio, nel mercato dei mutui *subprime* americano il meccanismo delle commissioni creava un forte incentivo ad assegnare i mutui senza un serio controllo preventivo della capacità di rimborso di chi li otteneva e della dinamica di valore delle garanzie reali.

Anche nello stadio successivo, quello della vendita ai clienti, la struttura delle ricompense spingeva le reti commerciali a collocare a tutti i costi, sulla base delle istruzioni ricevute dai vertici delle banche, i prodotti finanziari poco trasparenti senza preoccuparsi di illustrare ai clienti il grado di rischio (talora assai elevato) a cui andavano incontro e senza valutare la propensione al rischio dei singoli

clienti-risparmiatori. Anche la retribuzione del top *management* era incentrata nel premiare i risultati di breve termine (talora gonfiati ad arte) invece che i risultati, ben più attendibili, di medio e lungo termine.

## **6. L'eccesso di liquidità**

Negli ultimi decenni, in assenza di gravi spinte inflazionistiche, nelle economie avanzate hanno prevalso politiche monetarie espansive caratterizzate da basso livello di tassi di interesse sia nominali che reali e da una forte crescita degli aggregati monetari e finanziari. Questa crescita si è combinata con un aumento del grado di liquidità dei mercati finanziari e con una forte e non giustificata riduzione dei premi di rischio. Si creavano perciò le condizioni per rapide correzioni dei mercati a seguito di possibili mutamenti nella percezione dei rischi e nella propensione ad assumerli. All'aumento della liquidità e quindi dell'offerta di credito è corrisposto un forte aumento della leva finanziaria, favorito da nuovi modelli di intermediazione (di cui si è già detto in precedenza). L'aumento dell'indebitamento, anche con finalità speculative (specie nel settore immobiliare) ha aumentato notevolmente il rischio di collasso del sistema (Fornasari, 2009).

## **7. Mancanze ed inadeguatezze nella regolamentazione e nel controllo delle istituzioni e dei mercati finanziari nelle economie avanzate**

Questa crisi finanziaria presenta connotazioni nuove rispetto alle crisi del passato. Gli effetti della crisi non si sono manifestati nelle forme tipiche delle esperienze passate, come ad esempio il panico dei depositanti e la conseguente corsa agli sportelli bancari per il prelievo dei depositi da parte del pubblico (Kindleberger, 1978; Wicker, 1996). Queste esperienze del passato tuttavia stavano alla base delle legislazioni emesse nei vari paesi per disciplinare l'attività bancaria ed ancora vigenti. Le difficoltà, questa volta, sono emerse invece con riferimento ad innovazioni finanziarie come la cartolarizzazione dei crediti. I primi gravi problemi si sono manifestati nei mercati interbancari, che erano cresciuti notevolmente nelle economie più avanzate (tipicamente USA e UK) negli ultimi decenni (Brescia Morra, 2009). Tale aumento, soprattutto alimentato da fonti estere, consentiva un aumento della massa dei prestiti bancari nettamente superiore rispetto quello della raccolta di depositi all'interno di ogni paese. Non a caso le maggiori difficoltà e i dissesti, soprattutto negli Stati Uniti, non hanno riguardato, come nelle crisi del passato, le tradizionali banche di deposito che raccolgono depositi dalla gente, ma le *investment bank*, cioè intermediari finanziari che non raccolgono depositi dal pubblico ma che operano in titoli.

Negli Stati Uniti, sin dagli inizi, le banche di investimento hanno potuto beneficiare di una legislazione meno vincolante anche in base al presupposto che la loro operatività nei mercati finanziari non avrebbe potuto avere effetti devastanti sul piano sistemico come per le banche che raccoglievano depositi tra il pubblico e che svolgevano anche funzioni monetarie. Il quadro legislativo appare articolato e farraginoso. Vi sono più autorità di controllo con compiti non sempre ben definiti dal momento che le loro sfere di competenza ed i loro compiti sono stati tracciati in tempi

diversi e con interventi episodici. I controlli sono distribuiti fra le varie autorità federali e statali non sempre in modo coerente (Brescia Morra, 2009).

Oggi si ritiene che l'intero sistema di controllo e di vigilanza sulla finanza debba essere ripensato con una visione unitaria abbandonando le precedenti visioni parziali e soggettive incentrate su singole tipologie di intermediari finanziari e di operazioni. Si deve cioè instaurare un sistema efficiente ed efficace di controllo dei rischi di varia natura che gravano sugli attori dei mercati finanziari e sugli investimenti finanziari capace non solo di scoraggiare comportamenti scorretti e disonesti a mezzo di sanzioni severe ex post, ma di individuare e bloccare in anticipo questi comportamenti anche ricorrendo alla rimozione tempestiva di *managers* coinvolti.

In conformità con il FMI (2009) gli iniziali insegnamenti della attuale crisi finanziaria hanno tre dimensioni che riguardano:

- (1) *la regolamentazione finanziaria*, che non è stata adeguata e che deve essere migliorata e correlata con le innovazioni finanziarie;
- (2) *le politiche macroeconomiche*, che non hanno considerato il rischio sistemico nel sistema finanziario e nel mercato immobiliare;
- (3) *l'architettura globale per la stabilità*.

## 8. Guardando il futuro

Oggi si guarda la crisi forse con meno ansia. I mercati finanziari, e in particolar modo quelli azionari, dopo aver toccato il fondo sembrano in fase di ripresa anche se non sono da escludere cadute e incidenti di percorso nella fase di ascesa (es. Dubai). I tassi di interesse, superata la fase di panico ed il clima di sfiducia tra le banche che avevano generato impennate per qualche mese, sono scesi a livelli inconsueti e nulla fa pensare ad un loro rialzo in tempi brevi. Nel medio andare i tassi di interesse potrebbero gradualmente risalire, soprattutto se la ripresa alimentasse spinte inflazionistiche in relazione anche con movimenti ascensionali dei prezzi delle materie prime ed in particolar modo delle fonti di energia. Non dobbiamo poi dimenticare che il forte aumento del debito pubblico in numerosi paesi potrebbe spingere i governi e le autorità monetarie a non contrastare con decisione l'inflazione al fine di alleggerire il rapporto fra debito pubblico e PIL.

Nei prossimi mesi la disoccupazione in molti paesi potrebbe continuare ad aumentare così come il numero di dissesti di imprese, soprattutto di piccole e medie dimensioni, tutto ciò avviene per un normale sfasamento temporale. In seguito la disoccupazione, in presenza di una decisa crescita dell'economia reale, verrebbe gradualmente riassorbita. Ma indubbiamente certe classi di età, soprattutto dove vi è presenza di abbondante offerta di lavoro da parte degli immigrati, troverebbero serie difficoltà a reinserirsi soddisfacentemente nell'apparato produttivo.

In ogni caso, traendo esperienza da questa crisi, i vari stati dovrebbero riformare il sistema dei controlli, riconsiderare il mito dell'innovazione finanziaria cessando di vederla come un fenomeno sempre e solo positivo da incoraggiare ad ogni costo e senza le dovute cautele.

## 9. Conclusioni

Le crisi finanziarie che si sono succedute nel tempo e che, inizialmente, hanno avuto in passato un carattere locale mentre oggi, grazie alla globalizzazione, hanno assunto carattere mondiale, hanno palesato una serie di lacune nel processo di regolamentazione e di vigilanza. Tuttavia le evoluzioni e i mutamenti in corso sul piano economico, sociale, politico, tecnologico ecc. rendono impossibile l'evitare in futuro altre crisi finanziarie.

La più recente crisi, ancora in corso, ha avuto effetti devastanti inizialmente sul piano finanziario per propagarsi poi all'economia reale provocando una recessione economica generalizzata. Le cause della crisi sono molteplici e variano dalla diminuzione del prezzo delle abitazioni fino allo sviluppo del processo di cartolarizzazione, alla politica di remunerazione dei *manager* finanziari, all'attività delle agenzie di *rating*, all'eccesso di liquidità ed infine alla mancanza di una regolamentazione adeguata.

L'intensificazione dei legami tra le banche statunitensi e gli istituti finanziari di altri paesi che hanno acquistato i prodotti strutturati risultati dopo la cartolarizzazione dei crediti ipotecari *subprime* ha condotto alla propagazione della crisi sul piano globale.

In questo contesto le autorità di molti paesi del mondo si sono mosse in modo coordinato e hanno preso misure idonee a ristabilire la fiducia sui mercati finanziari ed a rafforzare la capitalizzazione del sistema bancario.

Gli insegnamenti che possono essere tratte dalla attuale crisi finanziaria sono molteplici. Innanzitutto, com'è successo anche in seguito ad altre crisi finanziarie internazionali, è evidente la necessità di migliorare la regolamentazione finanziaria, che deve essere molto più estesa sino a comprendere tutte le istituzioni finanziarie. Molto importante al fine di evitare lo scoppio di una futura crisi finanziaria è anche l'instaurazione di una politica di remunerazione sana nel campo finanziario. I dipendenti del settore finanziario non devono avere incentivi ad assumere maggiori rischi che possano minacciare la stabilità dell'istituzione finanziaria in cui lavorano, con effetti a largo raggio sui sistemi finanziari.

Infine, molto importante per la costruzione della futura regolamentazione finanziaria internazionale è la necessità di aumentare la cooperazione fra le autorità di supervisione dei diversi paesi e fra gli organismi internazionali che hanno compiti in tema di regolamentazione finanziaria.

## BIBLIOGRAFIA

- Alesina, A. & Giavazzi, F., *La crisi*, Il Saggiatore, Milano, 2008.
- Baicu, C., „Criza împrumuturilor subprime și securitizarea creanțelor”, in *The role of the university in the analysis of current economic crisis*, Proceedings of the annual scientific conference of Faculty of Marketing and International Business, Faculty of Finance and Banking, Faculty of Financial and Accounting Management, *Spiru Haret* University, Bucharest, 2009.

- Baicu, C.G. & Mauri, A., *De ce și cum trebuie protejați investitorii în instrumente financiare*, “Analele Universitatii Spiru Haret, Seria Economie”, vol. III, n. 8, 2008.
- Banca d’Italia, *Bollettino Economico* n. 50, Ottobre 2007.
- Barucci, E. & Messori, M., *Oltre lo shock. Quale stabilità per i mercati finanziari*, Egea, Milano, 2009.
- Bini, Smaghi L., “Riflessioni sulla crisi finanziaria internazionale”, *Notiziario della Banca Popolare di Sondrio*, n. 108, dicembre 2008.
- Borio, C., “The Financial Turmoil of 2007: a Preliminary Assessment and Some Policy Considerations”, Bank for International Settlements, *Working Papers*, n. 251, 2008.
- Brescia, Morra C., “Le carenze della regolamentazione”, in E. Barucci & M. Messori, *Oltre lo shock. Quale stabilità per i mercati finanziari*, Egea, Milano, 2009.
- Cipolla, C.M., *Storia economica dell’Europa pre-industriale*, Il Mulino, Bologna, 1980.
- Criado, S.; van Rixtel, A., “Structured Finance and the Financial Turmoil of 2007-2008: an Introductory Overview”, Banco de España, *Documentos Ocasionales*, n. 0808, 2008.
- Falk, R., “The Most Recent Global Financial Crisis: From Market Turmoil to Credit Crunch”, *World Economy & Development In Brief (WDEV)*, issue 5/Sep-Oct 2007, Luxembourg (www.wdev.eu).
- Fornasari, F., “I dati e gli insegnamenti della crisi finanziaria USA”, *Economia Italiana*, n. 1, 2009.
- Fratianni, M., “Financial Crises, Safety Nets and Regulation”, *Rivista Italiana degli Economisti*, n. 2, 2008.
- Fratianni, M. & Marchionne, F., “Il ruolo delle banche nella crisi finanziaria dei subprime”, *Economia Italiana*, n. 1, 2009.
- Frydman, R., & Goldberg, M.D., “Financial Markets and the State: Long Swings, Risk, and the Scope of Regulation”, *Capitalism and Society*, vol. 4, n. 2, 2009.
- *G7 Finance Ministers and Central Bank Governors Plan of Action*, October 10, 2008, Washington DC. Source United States Department of Treasury.
- IMF, *Initial Lessons of the Crisis*, 6 February, 2009.
- Keys B.J.; Mukherjee T.K.; Seru A., *Did Securitization Lead to Lax Screening? Evidence from Subprime Loans*, SSRN, 2008.
- Kindleberger, C.P., *Manias, Panics and Crashes. A History of Financial Crisis*, Wiley, New York, 1978.
- La Torre, M., *Securitisazione e banche*, il Mulino, Bologna, 1995.
- Martin, John, *A Primer on the Role of Securitization in the Credit Market Crisis of 2007*, SSRN, 2009.
- Murphy, A., *An Analysis of the Financial Crisis of 2008*, SSRN n. 1295344, novembre 2008.
- Negrus, M., *Produse și servicii bancare. Marketing bancar*, Editura Fundației România de Măine, București, 2008.
- Onado, M., “Imprese, banche e agenzie di rating nella crisi del terzo millennio”, Centro Nazionale di Prevenzione e Difesa Sociale,  *Mercati finanziari e sistema dei controlli*, Giuffrè, Milano, 2005.
- Stone, Charles; Zissu, Anne; Lenderman, Jess (ed.), *Asset Securitization: Theory & Practice in Europe*, Euromoney Publications PLC, 1991.
- Targetti, F. & Tamborini, R., “Globalizzazione, squilibri e crisi” in E. Barucci & M. Messori, *Oltre lo shock. Quale stabilità per i mercati finanziari*, Egea, Milano, 2009.

- Wallison, P., “The True Origins of this Financial Crisis”, *American Enterprise Institute of Public Policy Research*, February 2009.
- Wicker, E., *The Banking Panics of the Great Depression*, Cambridge University Press, Cambridge, 1996.
- [http://en.wikipedia.org/wiki/Subprime mortgage crisis](http://en.wikipedia.org/wiki/Subprime_mortgage_crisis) (*Subprime mortgage crisis*, Wikipedia, the free encyclopedia)
- [http://www.weltwirtschaft-und-entwicklung.org/cms\\_en/wearchiv/042ae699af0b75901.php](http://www.weltwirtschaft-und-entwicklung.org/cms_en/wearchiv/042ae699af0b75901.php)