

Crisi Finanziarie — Storia, teoria e lezioni per il futuro

Giorgio Ricchiuti

www.grarchive.net

Corso di Politica Economica, UniFirenze

Cos'è una crisi finanziaria?

Una crisi finanziaria è un evento in cui il sistema bancario subisce un grado di **distress finanziario** sufficiente a ridurre la sua capacità di svolgere intermediazione finanziaria.

Il sistema bancario va inteso in senso ampio:

- ▶ banche commerciali tradizionali
- ▶ istituzioni non bancarie che facilitano l'intermediazione
- ▶ mercati del credito (es. shadow banking)

Cosa NON è una crisi finanziaria da sola:

- ▶ Un crollo di borsa senza distress bancario (es. bolla dot-com 2000)
- ▶ Un default sul debito estero
- ▶ Una svalutazione del tasso di cambio

Crisi con panico e crisi senza panico

La visione tradizionale: le crisi cominciano con un *banking panic* — corse agli sportelli diffuse che si propagano per “contagio della paura”.

La ricerca recente (Baron, Verner & Xiong, 2021) mostra che:

- ▶ il panico **non è un elemento necessario** di una crisi finanziaria
- ▶ molte crisi gravi si sono sviluppate *senza* corse agli sportelli, attraverso perdite lente sui crediti che erodono il capitale bancario
- ▶ le perdite nelle crisi non dipendono tanto dal panico, quanto dal **deterioramento degli standard creditizi** durante i boom precedenti

Implicazione pratica

La presenza di garanzie sui depositi ha eliminato i panici nei sistemi bancari dei paesi ad alto reddito — ma **non** ha eliminato le crisi.

Crisi negli USA: panics e crisi vere

Non tutti i *banking panics* storici erano vere crisi finanziarie.

Indicatori indiretti di panico (National Banking Era 1863–1914):

- ▶ Emissione di *clearinghouse loan certificates* dalla NYCH: 1873, 1884, 1890, 1893, 1907, 1914
- ▶ Sospensione della convertibilità dei depositi: 1873, 1893, 1907

Criteri per identificare una vera crisi:

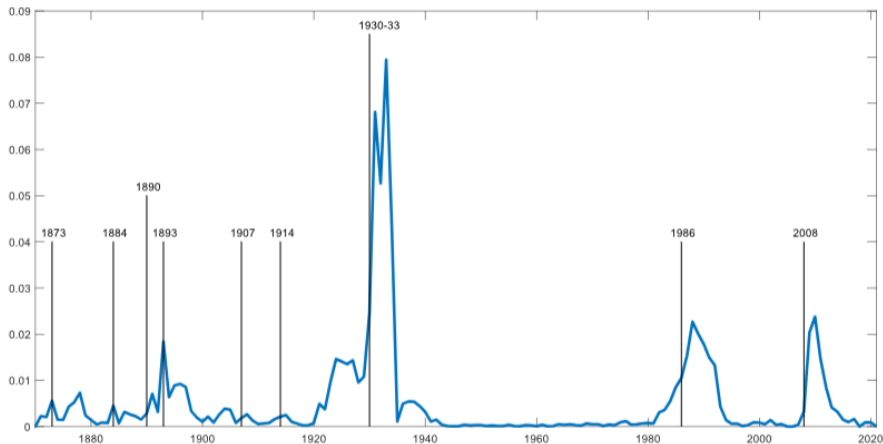
1. Elevato tasso di fallimento bancario
2. Perdite significative sull'equity delle grandi banche

Risultato

1884 e 1890 erano probabilmente *incipient panics*, non crisi vere. Le crisi vere: **1873, 1893, 1907, 1930–33, 2008.**

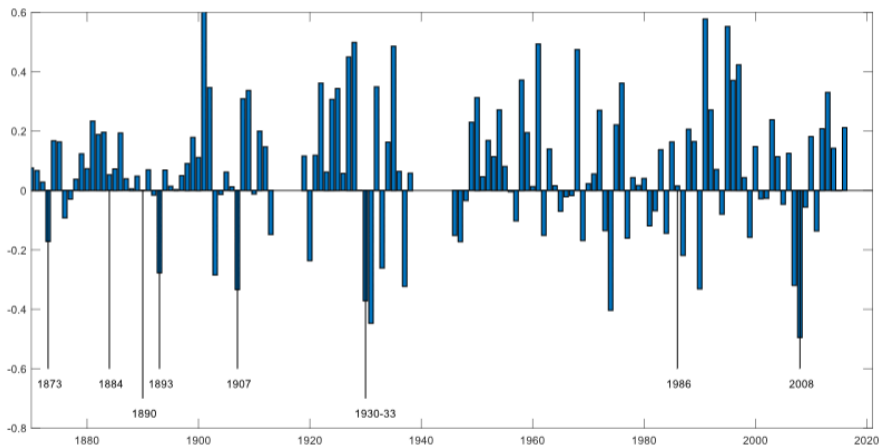
Fonte: Hilt (2026); dati da Correia et al. (2024) e Baron et al. (2021, 2025)

Bank Failure Rates USA (1870–2021)



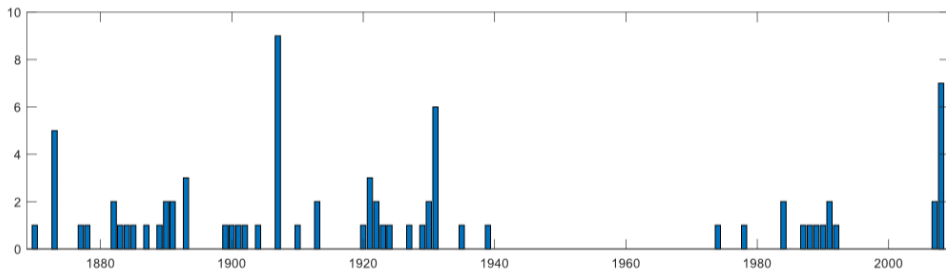
Fonte: Correia et al. (2024) — pre-1933: solo national banks. Linee verticali: date di emissione clearinghouse loan certificates + crisi

Real Equity Returns, Large U.S. Banks



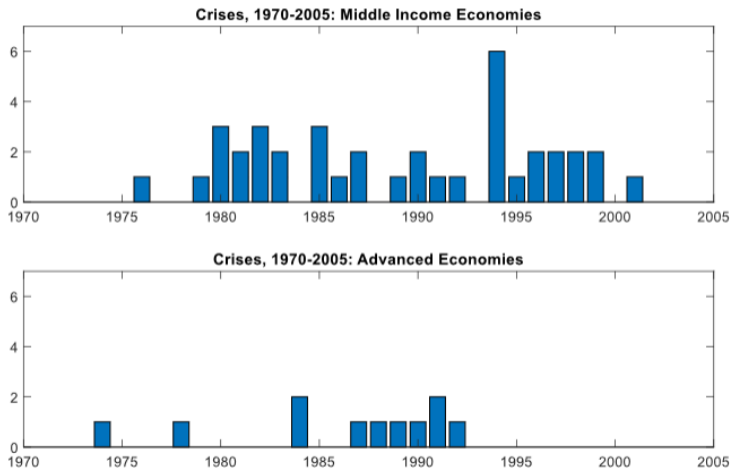
Fonte: Baron et al. (2025) — rendimenti reali equity delle 10 maggiori banche USA. Anni WWI (1914–19) e WWII (1939–45) esclusi

Numero di crisi per anno: 14 paesi avanzati (1870–2008)



Fonte: Schularick & Taylor (2012) — 14 paesi: AUS, CAN, DNK, FRA, DEU, ITA, JPN, NLD, NOR, ESP, SWE, CHE, GBR, USA.

Crisi: paesi avanzati vs. paesi a reddito medio (1970–2005)



Il grande silenzio: 1940–1973

Per oltre trent'anni, **nessuno** dei 14 paesi avanzati registra una crisi.

Perché? Il periodo è caratterizzato da:

- ▶ **Repressione finanziaria:** regolamentazione rigida delle banche, tassi controllati, limiti alla mobilità dei capitali
- ▶ **Sistema di Bretton Woods:** tassi di cambio fissi, niente shock valutari
- ▶ **Garanzie sui depositi:** eliminano le corse agli sportelli nei sistemi bancari dei paesi ad alto reddito

La lezione

Le crisi **non sono** una caratteristica inevitabile delle economie di mercato: dipendono dalle scelte di regolamentazione.

Le liberalizzazioni degli anni '70 hanno fatto riemergere le crisi.

A World Crisis

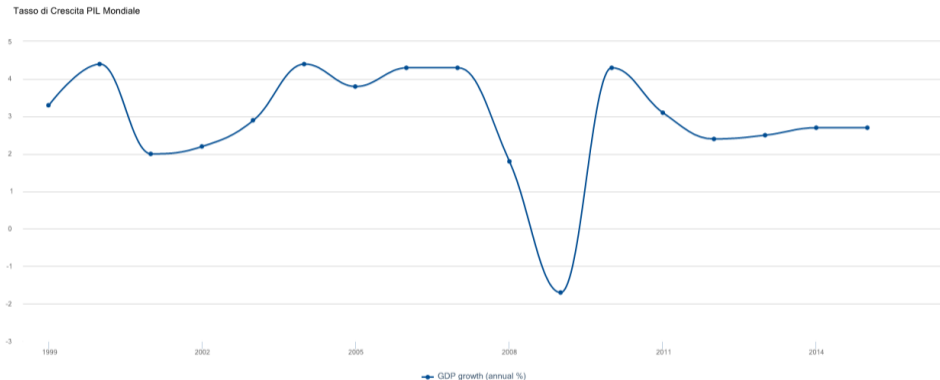
Settembre 2008:

Lehman Brothers dichiara bancarotta

Il più grande fallimento nella storia degli USA
(asset: \$639 miliardi)

Il segnale che trasforma una crisi del credito
in una crisi finanziaria globale

Tasso di Crescita PIL Mondiale



Country : World

Source: World Development Indicators

Created on: 05/14/2017

Country: World — Source: World Development Indicators

Tasso di Crescita PIL per Aree



Series : GDP growth (annual %)

Source : World Development Indicators

Created on: 05/14/2017

Source: World Development Indicators

Le origini della Crisi: la deregolamentazione

- ▶ **1971**: crollo di Bretton Woods — si apre un periodo di mobilità dei capitali e instabilità sui mercati dei cambi
- ▶ **1986**: liberalizzazione del sistema finanziario britannico
- ▶ **1994**: *Banking and Branching Efficiency Act* americano — eliminate restrizioni alle attività bancarie da uno Stato all'altro
- ▶ **1999**: abolizione del *Glass-Steagall Act* del 1933, che aveva separato banche commerciali da quelle di investimento
- ▶ **Washington Consensus**: FMI e Banca Mondiale spingono all'apertura del conto di capitale

Le liberalizzazioni finanziarie dagli anni '70 sono associate al **ritorno delle crisi finanziarie** nei paesi avanzati (Hilt, 2026).

Il meccanismo: Originate and Distribute



Gli acronimi:

- MBS** *Mortgage Backed Security* — titolo garantito da mutui ipotecari
- SPV** *Special Purpose Vehicle* — società veicolo fuori bilancio
- CDO** *Collateralized Debt Obligation* — titolo garantito da pool di debiti
- Tranche** Porzioni del CDO con diverso profilo rischio/rendimento

Il rischio viene **trasferito** dalla banca che eroga il mutuo agli investitori finali — spesso senza che questi ne comprendano la natura.

Il meccanismo: dove si nasconde il rischio

Attore	Ruolo
Rating Agency CDO ²	Valuta il rischio dei CDO — conflitto di interesse strutturale CDO di CDO — rischio amplificato e opaco
Hedge Fund	Acquista le tranche più rischiose in cerca di rendimento

Perché il sistema è fragile?

- ▶ Le agenzie assegnano **AAA** a strumenti ad alto rischio (pagati dalle stesse banche che emettono i CDO)
- ▶ Il rischio diventa **invisibile** — nessuno sa dove si trova
- ▶ Quando i prezzi delle case scendono, l'intero castello crolla
- ▶ Il panico si diffonde perché **nessuno si fida più** di nessuno

"We thought we were spreading risk. We were spreading ignorance."

— commento attribuito a operatori di mercato dopo il 2008

Le origini della Crisi: i tre fattori di liquidità

Tre fattori, a cavallo del secolo, generano grande liquidità internazionale:

1. Le **politiche monetarie espansive** dei paesi occidentali, incoraggiate dalla “grande moderazione” nei tassi d’inflazione
2. I **crescenti surplus commerciali** dei paesi emergenti (BRICS) che generano riserve ufficiali e crescita dei fondi sovrani
3. La **crescita della disuguaglianza** di reddito e, ancor più, di ricchezza

Eccesso di risparmi e innovazioni finanziarie (*modello originate-and-distribute*) alimentano dinamiche speculative.

La grande moderazione (1985–2007)

Cos'è? Un lungo periodo di stabilità macroeconomica nei paesi occidentali:

- ▶ Inflazione bassa e stabile
- ▶ Crescita moderata ma continua
- ▶ Volatilità del PIL ridotta rispetto ai decenni precedenti

Perché conta? Le banche centrali rispondono con tassi d'interesse **molto bassi** — il denaro costa poco, il credito abbonda.

Il paradosso

La stabilità stessa genera instabilità: bassa volatilità \Rightarrow sottostima del rischio \Rightarrow eccesso di leva finanziaria.

(Minsky, 1986: *“La stabilità è destabilizzante”*)

Politiche monetarie espansive e liquidità globale

Il meccanismo:

1. Inflazione bassa \Rightarrow le banche centrali mantengono tassi d'interesse ridotti
2. Tassi bassi \Rightarrow costo del denaro ridotto per banche e investitori
3. Investitori cercano **rendimenti più alti** \Rightarrow si spostano verso attivi più rischiosi (*search for yield*)
4. Domanda di attivi rischiosi \Rightarrow boom dei mercati immobiliari e finanziari

Negli USA il tasso Fed funds scende dall'6.5% nel 2000 all'1% nel 2003 — e vi rimane fino al 2004.

Questo alimenta direttamente la bolla immobiliare.

I paesi emergenti e i surplus commerciali

Dagli anni '90, i grandi paesi emergenti accumulano enormi **surplus commerciali**:

- ▶ **Cina**: surplus trainato dalle esportazioni manifatturiere
- ▶ **Russia e paesi del Golfo**: surplus trainato dal petrolio
- ▶ **Brasile, India**: crescita delle riserve ufficiali

Cosa fanno con questi surplus?

- ▶ Accumulano **riserve valutarie** — soprattutto in dollari
- ▶ Investono attraverso **fondi sovrani** nei mercati finanziari occidentali
- ▶ Acquistano titoli del Tesoro USA \Rightarrow tassi lunghi restano bassi nonostante la Fed alzi i tassi corti

Il *global saving glut*

Bernanke (2005): il vero problema non è la Fed — è un eccesso globale di risparmio (*saving glut*) che comprime i tassi d'interesse a livello mondiale.

Il circolo vizioso:

1. Paesi emergenti risparmiano molto e investono nei mercati occidentali
2. Afflusso di capitali \Rightarrow tassi bassi in USA ed Europa
3. Tassi bassi \Rightarrow boom del credito e delle attività rischiose
4. Il sistema finanziario occidentale **assorbe** e **amplifica** questa liquidità attraverso MBS e CDO

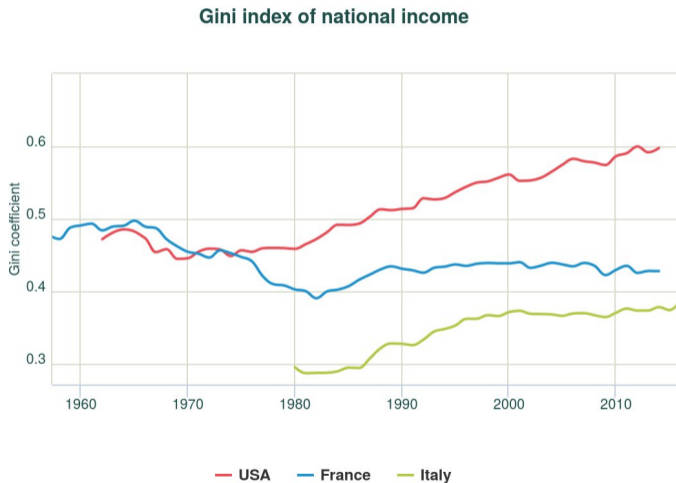
La sintesi

Eccesso di risparmio globale + innovazione finanziaria opaca + deregolamentazione = miscela esplosiva.

La disuguaglianza: diverse dimensioni

Dimensione	Cosa misura
Reddito vs. ricchezza	Reddito = flusso; ricchezza = stock. La disuguaglianza di ricchezza è sempre più estrema.
Orizzontale vs. verticale	Orizzontale: differenze tra gruppi (genere, etnia, regione). Verticale: differenze lungo la distribuzione individuale.
Individuale vs. familiare	A livello familiare contano economie di scala e numero di percettori di reddito nel nucleo.
Funzionale vs. personale	Funzionale: divisione tra lavoro e capitale. Personale: distribuzione tra individui indipendentemente dalla fonte.

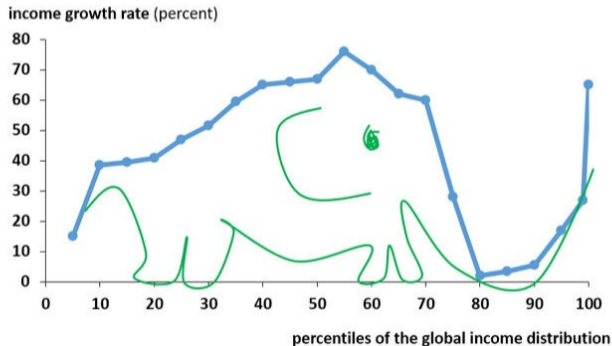
Gini Index of National Income



Graph provided by www.wid.world

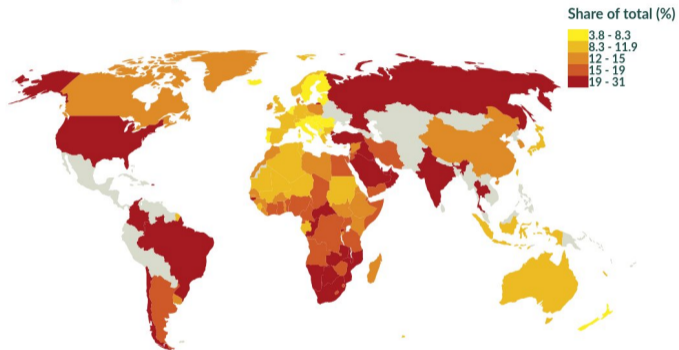
La curva dell'elefante (Milanovic, 2016)

Global inequality has declined: Growth incidence curve, 1988-2008



Top 1% National Income Share

Top 1% national income share



Graph provided by www.wid.world

Disuguaglianza e crisi dei subprime: il collegamento

Come la disuguaglianza ha alimentato la crisi?

1. **Stagnazione dei salari:** la classe media americana vede il proprio reddito reale fermarsi dagli anni '80 — ma vuole mantenere i propri standard di vita
2. **Il credito come sostituto del reddito:** le famiglie si indebitano per consumare — i mutui subprime diventano l'unica porta d'accesso alla casa per i più poveri

La disuguaglianza non è solo una conseguenza della crisi — ne è anche una **causa strutturale**.

Rajan (2010), *Fault Lines*; Kumhof & Rancière (2010), IMF WP

Perché le banche sono vulnerabili alle corse?

La struttura fondamentale di una banca crea una vulnerabilità intrinseca:

Passivo

Depositi **a breve** termine,
rimborsabili *on demand*

≠

Attivo

Prestiti **a lungo** termine,
illiquidi

Se molti depositanti ritirano *allo stesso tempo*, la banca deve **vendere attivi a prezzi di saldo** (*fire sales*), potenzialmente travolgendo anche banche sane.

Diamond & Dybvig (1983)

Una corsa agli sportelli è un **equilibrio cattivo**: può verificarsi anche per una banca completamente solvibile, se i depositanti si aspettano che altri ritireranno.

Runs fondamentali vs. runs da aspettative

Run da aspettative (DD 1983)

- ▶ Trigger: evento casuale che coordina le aspettative
- ▶ La banca può essere perfettamente sana
- ▶ “Profezia che si auto-avvera”
- ▶ *Rimedio*: garanzia sui depositi, sospensione convertibilità

Run fondamentale (Gorton, 1985)

- ▶ Trigger: segnale negativo sulla qualità degli attivi
- ▶ I depositanti *razionalmente* fuggono da banche deboli
- ▶ La corsa può essere *efficiente*
- ▶ *Rimedio*: trasparenza, supervisione

L'evidenza empirica (Correia et al., 2024): la maggior parte delle banche fallite negli USA erano **fondamentalmente insolventi** — i panici amplificano, ma raramente *causano* i fallimenti.

Il contagio: il caso Knickerbocker (1907)

Ottobre 1907: la sospensione di *Knickerbocker Trust* scatena il panico che si diffonde alle altre *trust companies* di New York.

Perché si diffonde il panico?

- ▶ I depositanti non sanno quali banche siano esposte
- ▶ Informazione **asimmetrica**: corrono su tutte le istituzioni simili
- ▶ Il panico premia chi arriva *primo* allo sportello (*sequential service constraint*)

Come si ferma?

- ▶ Le clearinghouse sospendono la convertibilità e emettono *clearinghouse loan certificates*
- ▶ J.P. Morgan organizza un salvataggio privato
- ▶ La crisi porta alla creazione della **Federal Reserve** (1913)

Il Panico del 1907 è il precursore della crisi del 2008: stessa struttura di shadow banks, stessa dinamica di run (Frydman et al., 2015).

Come le crisi si trasmettono all'economia reale

Due grandi canali, identificati nella letteratura:

Canale monetario

Friedman & Schwartz (1963)

- ▶ Il ritiro dei depositi contrae la base monetaria
- ▶ La Fed non compensa \Rightarrow stretta creditizia
- ▶ Applicato alla Grande Depressione

Canale creditizio

Bernanke (1983)

- ▶ Le banche razionano il credito ai borrower più rischiosi
- ▶ Spostano il portafoglio verso titoli sicuri
- ▶ La crisi danneggia anche **senza** riduzione M

Come perdono soldi le banche in una crisi?

Fire Sales

vendite forzate durante il panico

- ▶ Panico \Rightarrow vendita immediata degli attivi
- ▶ Prezzi molto sotto il valore reale
- ▶ La perdita è **causata dal panico**
- ▶ Tipico delle crisi **pre-WWII**

Write-down

svalutazione contabile degli attivi

- ▶ I prestiti in portafoglio non vengono rimborsati
- ▶ La banca riconosce contabilmente la perdita
- ▶ La perdita era **già lì** durante il boom
- ▶ Tipico delle crisi **post-WWII**

Baron et al. (2025)

Il problema nasce durante il boom creditizio, non durante il panico. Il panico **amplifica**, ma non **causa**.

Crisi e recessioni: quanto durano?

1871–1945

Tipo	Mesi
Tutte le recessioni	21.8
Crisi finanziarie	34.5
Panico senza perdite	23.7
Perdite senza panico	18.0

1945–2020

Tipo	Mesi
Tutte le recessioni	10.2
Crisi finanziarie	18.0
Panico senza perdite	—
Perdite senza panico	12.0

Due lezioni

- ▶ Le recessioni associate a **vere crisi** durano oltre il 50% in più rispetto alla media — in entrambi i periodi
- ▶ I panici **senza** perdite equity non prolungano significativamente le recessioni

Fonte: Hilt (2026), Tabella 1 — elaborazione su NBER business cycle dates

Isolare l'effetto delle crisi: la sfida metodologica

Il problema: le crisi sono *causate* da shock negativi — come separare l'effetto della crisi dall'effetto dello shock che l'ha generata?

La soluzione: trovare situazioni in cui unità diverse (imprese, banche, regioni) sono esposte allo **stesso shock** ma in misura diversa alla **crisi finanziaria**.

Tre strategie principali:

- ▶ **Trasmissione internazionale:** seguire i legami finanziari tra paesi per isolare l'effetto della crisi da quello dei fondamentali domestici
- ▶ **Esposizione differenziale:** confrontare soggetti con diversa esposizione a istituzioni in crisi — stessa economia, diverso impatto
- ▶ **Variabili pre-determinate:** usare caratteristiche fissate prima della crisi (es. scadenza del debito) come fonte di variazione esogena

Conclusioni

- ▶ Le crisi finanziarie sono eventi **ricorrenti** ma non inevitabili: la scelta del modello di regolamentazione conta
- ▶ Un panico **non è necessario** per avere una crisi grave; il canale creditizio opera anche senza corse agli sportelli
- ▶ La crisi del 2008 ha radici profonde: deregolamentazione, eccesso di liquidità, innovazione finanziaria opaca (CDO, MBS), e disuguaglianza crescente
- ▶ Le recessioni associate a vere crisi finanziarie durano **molto più a lungo** delle recessioni ordinarie
- ▶ La storia delle crisi è la migliore guida per i policy makers — a condizione di saperla leggere