

# Nuvole all'orizzonte dell'economia mondiale: l'importanza di una veduta lunga

Claudio Borio

Lectio Magistralis, Laurea Honoris Causa in Relazioni Internazionali  
Università di Genova, 25 Novembre 2025

## Introduzione

Vorrei innanzitutto ringraziare il Magnifico Rettore e il Dipartimento di Scienze Politiche ed Internazionali dell'Università di Genova per il conferimento di questa laurea honoris causa. È per me un grande onore essere assieme a voi oggi in questo antico e prestigioso Ateneo. Per qualcuno che, come me, ha passato quasi tutta la sua vita all'estero, il tutto ha una valenza ancora maggiore ed un sapore particolare.

In questo intervento, vorrei condividere con voi alcune riflessioni personali sulle sfide che l'economia mondiale sta affrontando, soffermandomi in particolare su quelle attinenti al nesso fra macroeconomia e finanza. Si tratta di sfide epocali con origini lontane. E vorrei farlo basandomi sulla mia lunga esperienza professionale, passata fra lo studio dell'economia e l'analisi di *policy*, prima presso l'OCSE a Parigi e poi, per quasi quarant'anni, presso la Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI) a Basilea.

Il filo conduttore di questo intervento – e qui mi ispiro anche al compianto collega Tommaso Padoa-Schioppa – è la necessità di avere una “veduta lunga”. Una veduta lunga che sarebbe illusorio pretendere dagli operatori di mercato, ma che è doveroso pretendere sia dagli economisti sia, soprattutto, dai responsabili delle politiche economiche. In fondo, cos'è la politica, come già si chiedeva Jean Monnet, se non l'arte di rendere possibile ciò che è necessario?

In un'ottica macro-finanziaria, si stanno addensando nuvole all'orizzonte dell'economia mondiale per la confluenza di due potenti forze. Da una parte, la fase ascendente del ciclo finanziario ha perso slancio e pare essere giunta ad una svolta proprio quando il ciclo regolamentare spinge ad indebolire le difese del sistema finanziario. Tutto ciò comporta un maggior rischio di instabilità finanziaria nei prossimi anni. Dall'altra parte – come già osservato da Carlo Cottarelli nella sua Lectio Magistralis in questo Ateneo ormai quasi dieci anni fa – un inesorabile deterioramento dei conti pubblici ne mina la sostenibilità. Nel medio e lungo termine, ciò rappresenta il maggior rischio per la stabilità monetaria, finanziaria e macroeconomica dell'economia globale.

E tutto ciò sta avvenendo in un contesto politico e geo-politico che non fa che incoraggiare ulteriormente questi sviluppi e che complica la capacità di trovare soluzioni adeguate.

Nel resto del mio intervento, vorrei approfondire l'analisi degli aspetti prettamente economici senza però tralasciare del tutto quelli più politici e geo-politici.

## Le forze economiche

Cominciamo dalle forze economiche, in primis il nesso fra ciclo finanziario e ciclo regolamentare e secondariamente la sostenibilità dei conti pubblici.

### Il ciclo finanziario e quello regolamentare

Ho dedicato gran parte della mia vita professionale a studiare l'instabilità finanziaria e, segnatamente, il suo legame con il ciclo finanziario. Per ciclo finanziario intendo quell'interazione fra credito, assunzione del rischio e prezzi delle attività (in particolare immobiliari), che genera espansioni (o *boom*) seguite da contrazioni (o *bust*). Il ciclo finanziario ha una durata ben maggiore del ciclo economico ("*business cycle*"). Di norma, la sua durata viene stimata mediamente fra i sedici e i vent'anni, rispetto agli otto o dieci di quella del ciclo economico.

Il ciclo finanziario scandisce il tempo degli episodi più significativi di instabilità finanziaria – quelli con maggior impatto sull'attività economica. Si pensi, per esempio, alle crisi bancarie nei paesi nordici e nel Giappone agli inizi degli anni Novanta, o alla Grande Crisi del 2008 or, andando più in là nel tempo, alla Grande Depressione degli anni Trenta. Queste crisi tendono a verificarsi qualche anno dopo il picco del ciclo, quando i prezzi delle attività crollano e la crescita del credito rallenta fortemente o si contrae.

Certo, una cosa è esaminare questo legame col senno di poi; un'altra è coglierlo in tempo reale. Abbiamo oggi a disposizione tutta una serie di indicatori, aggregati e non, per rilevarlo. Ma questi indicatori rimangono inevitabilmente imperfetti. E il nesso fra ciclo e crisi, e l'intensità di quest'ultima, sono variabili. Ciò di certo non sminuisce il valore epistemologico del concetto di ciclo finanziario, come strumento per capire meglio i processi economici, ma ne limita in parte l'utilità a scopo previsionale.

Comunque, se guardiamo al quadro economico-finanziario in quest'ottica, i segnali sono ben poco rassicuranti. Dopo una lunga fase caratterizzata da una forte assunzione di rischio, il ciclo finanziario sta perdendo slancio o sembra entrato nella fase discendente in molti paesi, specialmente in quelli avanzati e fra tutti gli Stati Uniti – l'epicentro della finanza mondiale. A seguito di un lunghissimo periodo di tassi d'interesse estremamente bassi, sono già emerse forti tensioni finanziarie. Basti pensare ai fallimenti tra le banche regionali statunitensi nel marzo del 2023 – che non si sono tramutati in una crisi maggiore solo grazie all'intervento, tempestivo e massiccio, delle autorità – o al fallimento di Credit Suisse – una banca ritenuta sistemica a livello globale. E se queste tensioni hanno essenzialmente rispecchiato il rischio del tasso d'interesse – cioè, la perdita di valore delle attività legata ad un aumento dei tassi – il ben più pericoloso rischio di credito ha cominciato ad emergere in modo significativo soltanto di recente. Ciò spiega il fallimento di First Brands e i problemi di alcune banche regionali negli USA.

L'aspetto positivo è che il sistema bancario ha una maggior capacità di far fronte a perdite, in gran parte grazie al rafforzamento della regolamentazione e supervisione dopo la Grande Crisi del 2008. I rischi maggiori oggi si nascondono fra gli intermediari finanziari non-bancari ("*non-bank financial intermediaries*", NBFIs), che sono cresciuti a dismisura a seguito della crisi – in parte proprio a causa del giro di vite sul sistema bancario. Basti pensare ai rischi, spesso molto opachi, derivanti dal nesso fra il *private credit* e la *private equity* e, più genericamente, a quelli nel settore della gestione del risparmio. O al trasferimento dei rischi dal settore bancario a quello dei mercati privati attraverso strumenti strutturati che ricordano quelli nati prima della crisi del 2008. O,

ancora, al legame fra il settore delle assicurazioni e ri-assicurazioni, da una parte, e gli operatori nei mercati privati, dall'altra, che a livello di sistema implica meno capitale a fronte di attività più illiquide e rischiose. Più in generale, il nesso fra sistema bancario e sistema non-bancario è molto stretto ma poco trasparente. Quindi, anche se il quadro generale non è certo così preoccupante come quello prima della crisi del 2008, dobbiamo attenderci nuovi episodi di instabilità finanziaria.

È qui che entra in gioco il ciclo regolamentare. La regolamentazione non è riuscita a tenere il passo dell'evoluzione del sistema finanziario. Le autorità hanno intenzionalmente spostato parte dei rischi al di fuori del sistema bancario – cosa peraltro inevitabile. Ma a questo spostamento non si è accompagnato un rafforzamento adeguato dei controlli sul sistema non-bancario. E oggi crescono a livello globale le pressioni per allentare i vincoli regolamentari e di vigilanza anche sul sistema bancario, nell'illusoria convinzione che ciò porti una maggiore crescita economica. La grande crisi è soltanto un lontano ricordo che si affievolisce sempre più, mentre le pressioni politiche e dell'industria finanziaria si fanno sempre più sentire. L'imperativo è deregolamentare, a volte sotto il pretesto di "semplificare". Ma semplificare non vuol dire diluire. Nel lungo periodo non c'è alcuna tensione fra crescita economica e regolamentazione, anzi. Come ci insegna la storia, è in momenti come questo che occorre aumentare, e non diminuire, la vigilanza.

### La sostenibilità dei conti pubblici

Passiamo ora ai conti pubblici.

Pur avendo dedicato gran parte della mia vita professionale ai problemicollegati, per così dire, agli "eccessi" derivanti dal comportamento del settore privato – il ciclo finanziario su tutti – col tempo sono diventato più preoccupato da quelli derivanti dal settore pubblico. L'insostenibilità dei conti pubblici può provocare veri e propri sconvolgimenti nell'economia, per effetto dell'inflazione o dell'instabilità finanziaria, e il più delle volte per effetto di entrambe.

I meccanismi sono ben noti.

Per quanto riguarda l'inflazione, la storia ci insegna che, anche tralasciando le pressioni politiche, un forte indebitamento pubblico può restringere notevolmente il margine di manovra della politica monetaria. Ciò avviene quando vengono messe fortemente in dubbio la credibilità della politica di bilancio o il merito di credito dello Stato. In una tale situazione, un inasprimento della politica monetaria non farebbe che accentuare le preoccupazioni e alimentare l'inflazione, tipicamente attraverso un deprezzamento incontrollato del tasso di cambio – una manifestazione della cosiddetta "*fiscal dominance*".

Per quanto riguarda l'instabilità finanziaria, i meccanismi sono sia diretti che indiretti. Quelli diretti riguardano l'esposizione del settore privato alle perdite sul debito pubblico. Molti di voi ricorderanno il circolo vizioso, o "*diabolic loop*", innescato dalle esposizioni delle banche al debito sovrano durante la crisi del debito nella zona euro nel 2011. Quelli indiretti attengono al fatto che, quando l'instabilità finanziaria irrompe sulla scena, è la solidità dei conti pubblici che garantisce in ultima istanza la solvibilità del sistema finanziario. La banca centrale può agire come prestatore di ultima istanza, ma non può rimediare all'insolvibilità degli operatori. Come visto e rivisto nelle crisi del passato, solo lo Stato può farlo. Se la fiducia dei mercati nella solvibilità dello Stato viene meno, il sistema finanziario perde la sua rete di protezione.

Tutto ciò mette in evidenza lo stretto legame, troppo spesso dimenticato, fra politica monetaria e politica di bilancio. Non solo perché entrambe operano mediante bilanci "intrecciati" – quelli della banca centrale e dello Stato. Non solo perché i loro meccanismi di trasmissione si sovrappongono, in particolare attraverso le condizioni finanziarie. O ancora perché, ovviamente, entrambe queste politiche hanno un impatto significativo sull'economia. Ma soprattutto perché, fondamentalmente, entrambe garantiscono allo Stato un accesso privilegiato alle risorse – rispettivamente attraverso l'emissione di moneta e il potere di tassazione. E perché si sostengono a vicenda: la politica monetaria può evitare il default *tecnico* dello Stato, mentre il potere di tassazione sostiene in ultima analisi il valore della moneta.

Ora, se guardiamo alla situazione del debito pubblico a livello mondiale, i segnali sono allarmanti. In media, dopo un aumento tendenzialmente costante a partire dagli anni ottanta, il rapporto debito-PIL ha raggiunto massimi storici, analoghi se non addirittura superiori a quelli toccati durante la seconda guerra mondiale. E le prospettive non sono per niente tranquillizzanti. Proiezioni stilizzate effettuate dai miei ex-colleghi della BRI indicano che, in assenza di un risanamento, i rapporti debito/PIL sono destinati a salire ulteriormente nel lungo periodo, anche qualora i tassi di interesse rimangano inferiori ai tassi di crescita. E questo aumento risulta ben più consistente se si considera l'impatto dell'invecchiamento demografico, della transizione verde e dell'aumento della spesa per la difesa a seguito delle tensioni geopolitiche.

Inoltre, laddove i tassi di interesse superassero nuovamente i tassi di crescita, questa dinamica di autoalimentazione sarebbe molto più forte. Per avere un'idea del possibile impatto, basti pensare che l'onere per il servizio del debito, oggi non lontano dai minimi storici per effetto dei bassi tassi di interesse, finirebbe per superare il suo picco storico se – a parità di altre condizioni – i tassi di interesse si collocassero ai livelli – normali – della metà degli anni novanta.

Certo, magari c'è chi punta sull'effetto dell'ondata di innovazione tecnologica in corso — soprattutto quella legata all'intelligenza artificiale — per rilanciare la crescita. E anch'io, devo ammettere, sono sempre stato ottimista per quanto riguarda lo sviluppo tecnologico in generale. Ma la speranza non può essere una strategia. E, in ogni caso, l'impatto dell'ultima ondata non sembra tale da poter cambiare in modo significativo il quadro appena presentato.

Come siamo arrivati a questa situazione? In sintesi, a causa dell'incapacità politica di prendere decisioni difficili ma lungimiranti. Un'incapacità, questa, alimentata da una certa "illusione della crescita". Mi riferisco all'idea che la crescita possa essere resa più elevata e duratura tramite politiche di bilancio e monetarie espansive, anche a costo di ridurre quei "margini di sicurezza" che solo un uso prudente di tali politiche può garantire.

Le responsabilità sono molteplici. Sono dei mercati finanziari, incapaci ancor oggi di dare segnali d'allarme in tempo. Sono delle agenzie di rating, troppo restie a declassare il debito, o comunque disposte a farlo soltanto in ritardo. Oserei dire anche delle organizzazioni internazionali, come l'OCSE o addirittura, anche se in misura minore, il Fondo Monetario Internazionale, che solo di recente ha cominciato a sollevare forti preoccupazioni. E, ancora, di quegli accademici che, di fronte ad una fase eccezionalmente lunga di tassi reali eccezionalmente bassi, tassi addirittura *negativi* in termini nominali, parlavano di una "nuova normalità" ("*New Normal*") di cui non si vedeva la fine, che avrebbe a tutti gli effetti eliminato il vincolo di bilancio.

E non mi sento di escludere nemmeno le banche centrali da una parte di responsabilità. I miei studi indicano che, contrariamente a quella che è un'opinione molto diffusa, le banche centrali possono avere un effetto assai duraturo sul tasso d'interesse reale. Inoltre, la compresenza di

un'inflazione bassa e stabile con un tasso di disoccupazione basso non rappresenta un segnale inequivocabile che il livello del tasso d'interesse sia quello d'equilibrio – il cosiddetto “tasso d'interesse naturale”. Anzi, prima della crisi del 2008, con ogni probabilità i livelli bassi dei tassi hanno alla lunga favorito l'instabilità, alimentando gli squilibri finanziari che conosciamo. E una volta passata la crisi, anche a ripresa già avviata, mantenerli bassi o addirittura ridurli ulteriormente, persino su livelli nominali negativi, attraverso l'espansione dei bilanci delle banche centrali – il “*quantitative easing*” – non ha sortito gli effetti sperati. L'inflazione è rimasta sotto l'obiettivo desiderato e la politica monetaria, così come già quella di bilancio, ha perso margini di sicurezza preziosi, favorendo l'improvvisa fiammata inflazionistica post-Covid.

Questa ricerca dei responsabili mi ricorda un po' il giallo di Agatha Christie, *Assassinio sull'Orient Express*, quando Poirot scopre che tutti i passeggeri sono colpevoli. Ecco, lo siamo un po' tutti.

## Il da farsi ed il contesto politico e geo-politico

Alla luce di queste considerazioni, cosa dovrebbero fare le politiche economiche per limitare i rischi che si stagliano all'orizzonte? Prima di tutto mantenere una veduta lunga, non lasciarsi distrarre dall'andamento di breve termine dell'economia, a volte “drogato” da politiche fiscali, monetarie e di regolamentazione finanziaria troppo miopi.

Ciò implica abbandonare l'illusione della crescita, cioè l'idea che politiche monetarie e di bilancio espansive possano essere la chiave di una crescita robusta e sostenibile. Implica riconoscere l'importanza di mantenere margini di sicurezza, o “buffer”, nell'operato di queste politiche per far fronte sia a recessioni future, che prima o poi arriveranno, sia a “shock” più difficilmente prevedibili ed esogeni rispetto all'economia, come ad esempio il Covid. Ciò implica, inoltre, politiche di bilancio e monetarie che rimangano chiaramente all'interno di una “zona” o “corridoio” di stabilità per sostenere l'economia, politiche di regolamentazione che rafforzino le difese del sistema finanziario, e la riscoperta di politiche strutturali incisive, che permettano alle forze di mercato di dare slancio all'economia.

In primis, la politica di bilancio deve ritrovare sostenibilità. Troppo spesso nella mia carriera ho assistito a quello che definirei un atteggiamento santagostiniano nei confronti del risanamento dei conti pubblici. Del tipo: “O signore, dammi la castità e la continenza, ma non ora”. Anche laddove si riconosca la necessità di un risanamento – e questo non avviene spesso – è difficile trovare il coraggio di metterlo in atto e la capacità di farlo accettare dall'elettorato. Come ammise Jean-Claude Juncker, all'epoca Presidente della Commissione europea: “Sappiamo tutti cosa fare; quello che non sappiamo è come farci rieleggere dopo che l'abbiamo fatto”.

Da parte sua, la politica monetaria non deve abbassare la guardia di fronte ai rischi d'inflazione e, nel contempo, deve guadagnare una maggiore consapevolezza del proprio impatto sulla stabilità finanziaria nel medio termine. Tale consapevolezza è necessaria per non cedere alla tentazione di abbassare eccessivamente i tassi d'interesse e perdere, così, preziosi margini di manovra. Ciò è ancora più importante nell'attuale quadro macro-finanziario, data l'esuberanza dei mercati e l'andamento del ciclo finanziario.

Infine, le politiche di regolamentazione finanziaria non devono mai perdere di vista l'intrinseca instabilità del sistema finanziario. In qualsiasi settore dell'economia reale, un aumento dell'offerta implica una riduzione dei prezzi, che a sua volta stabilizza l'offerta. Lo stesso non avviene in

ambito finanziario, nel senso che un aumento dell'offerta, sotto forma di un'espansione del credito e della capacità di finanziamento, comporta al contrario un aumento dei prezzi delle attività finanziarie e immobiliari, in un processo che si autoalimenta e può generare squilibri finanziari. Ben venga, quindi, la deregolamentazione nei settori dell'economia reale, ma si salvaguardino gli indispensabili vincoli applicati al sistema finanziario.

L'attuale contesto politico e geopolitico non favorisce gli aggiustamenti necessari. Stiamo assistendo a una ritirata della globalizzazione e all'acuirsi delle tensioni geopolitiche. In parte proprio a causa dell'incapacità di gestire l'impatto dei flussi commerciali e migratori, il centro di gravità dello spettro politico si è spostato e sta esercitando pressione sui margini di sicurezza del tritico di politiche fin qui analizzate. Ne è un esempio lampante la crescente messa in discussione del principio dell'autonomia delle banche centrali – principio che ritengo un elemento essenziale d'igiene istituzionale. L'attuale contesto sta mettendo alla prova anche i meccanismi di cooperazione internazionale necessari per dare una risposta adeguata alle sfide economiche di un mondo che, malgrado i cambiamenti in atto, rimane ancora profondamente integrato.

## Conclusione

In conclusione, l'economia mondiale ha dato prova di sorprendente resilienza di fronte agli scossoni politici e geo-politici dell'ultimo anno, in particolare alla guerra dei dazi in atto. Ma se vogliamo capire le sfide economiche più importanti che ci aspettano, dobbiamo guardare più in là del nostro naso. E allora sarà inevitabile vedere all'orizzonte, e non solo, l'addensarsi di nuvoloni minacciosi in grado di minare la stabilità macroeconomica e finanziaria a livello mondiale. I margini di sicurezza essenziali per mettere in atto una risposta adeguata a tale instabilità si stanno assottigliando pericolosamente. In ogni campo d'attività, la necessità di mantenere margini di sicurezza è una considerazione fondamentale nell'elaborare strategie, perché non dovrebbe esserlo anche per le politiche di stabilizzazione macroeconomica?

Occorre un cambiamento di rotta. La vera domanda è se la classe politica mondiale ne sia all'altezza – se abbia consapevolezza e capacità sufficienti per farlo. A volte mi pare di sentire Don Abbondio: "Il coraggio, uno, se non ce l'ha, mica se lo può dare!".

Forse penserete che il quadro che ho tracciato sia troppo pessimista. Può darsi. Ma ho sempre creduto che Gramsci avesse ragione quando notava che per raggiungere obiettivi ambiziosi ci fosse bisogno "del pessimismo dell'intelligenza, e l'ottimismo della volontà". Oggi, così come durante tutta la mia carriera, penso che il miglior contributo che possa dare al cambiamento della realtà sia quello di apportare un'analisi, mi auguro lucida, ma sicuramente onesta e disincantata. Spetta alla classe politica il compito ben più arduo di tramutare quest'analisi in un vero cambiamento, attraverso scelte concrete e determinate.

Grazie.