

BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI

BRI – BIS

Annual Economic Report

Giugno 2025

NS. SINTESI

La **Banca Centrale delle Banche Centrali** punta i suoi fari sui seguenti aspetti/fenomeni:

- **Frammentazione del commercio mondiale.** Potenziali impatti negativi su: imprese (riduzione investimenti e ridimensionamento piani di assunzione del personale); famiglie (aumento risparmio precauzionale); inflazione (shock da offerta e shock da domanda).
- **Vulnerabilità reali.** Bassa crescita del prodotto potenziale; diminuzione della flessibilità delle economie.

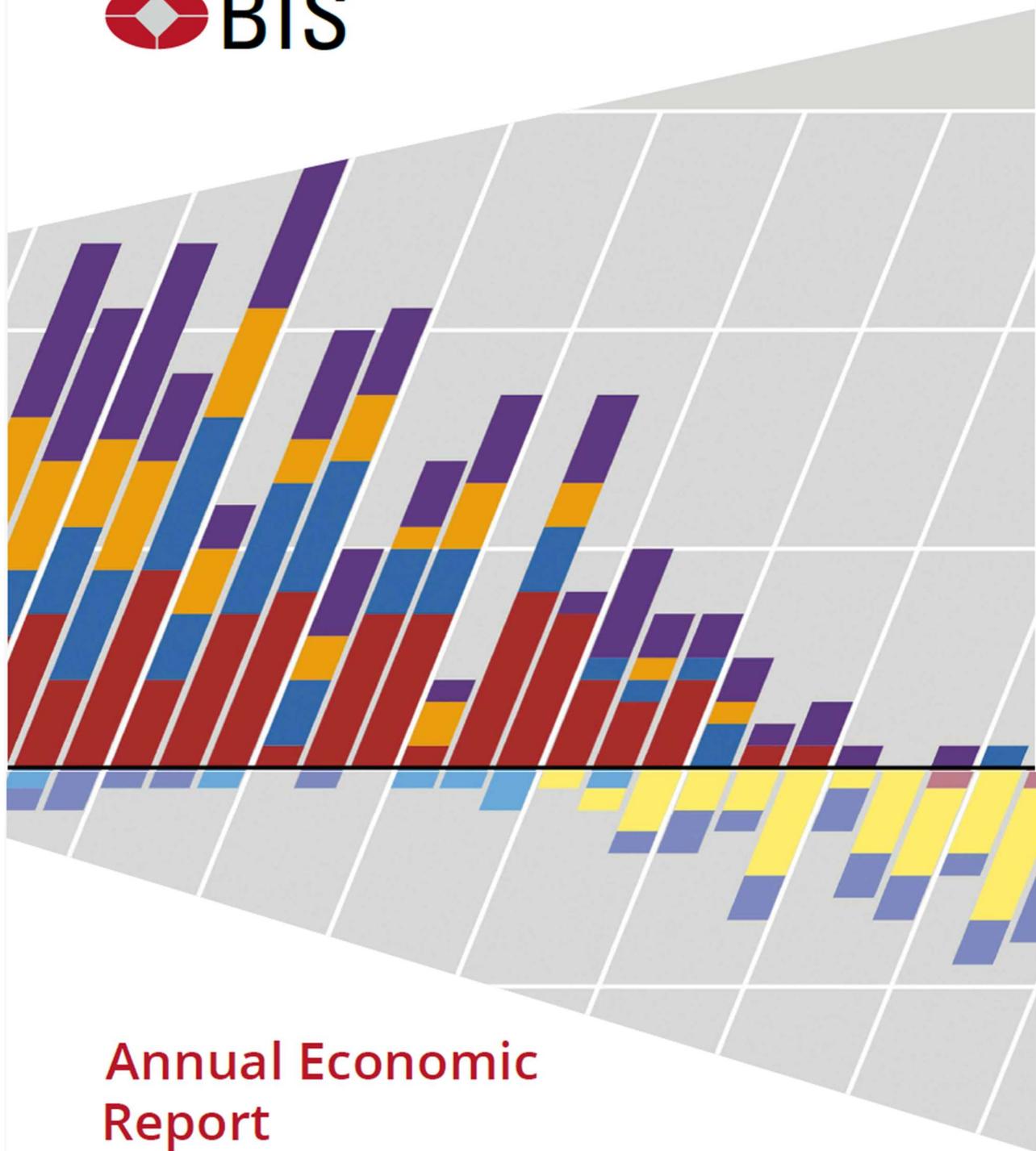
- **Crescenti vulnerabilità delle finanze pubbliche (Disavanzi e Debiti)**. Impatti su: servizio del debito (interessi); possibilità di rifinanziamento; equilibri economico-finanziari delle banche (in caso di riprezzamenti del debito).
- **Alti livelli del debito privato**. Rischi di: amplificazione del ciclo recessivo; ampliamento degli spread creditizi; aumento delle insolvenze; razionamento del credito.
- **Vulnerabilità macrofinanziarie**. Cambiamenti strutturali nel sistema finanziario globale: espansione dei mercati del credito privato (NBFI - Istituzioni finanziarie non bancarie); aumento delle dimensioni dei mercati dei derivati.
- **Rischio inflazione**. Necessità di una risposta tempestiva e decisa delle politiche monetarie delle Banche Centrali in caso di shock inflazionistici (*“La fiducia nelle istituzioni pubbliche – compresa la fiducia nel denaro – deve*

fungere da punto fisso attorno al quale gli altri possano radunarsi”. – “La politica monetaria consiste nel preservare la fiducia nel valore della moneta, che è essenziale per il sistema monetario stesso”).

- **Sistema monetario e finanziario di prossima generazione.** La nuova frontiera della *tokenizzazione* (rappresentazione dei crediti finanziari in una piattaforma tecnologica programmabile) deve superare i test integrati dell'unicità del denaro, dell'elasticità e dell'integrità.

CONCLUSIONE

La somma delle criticità emergenti a livello globale sta diventando sempre più grande



Annual Economic Report

June 2025

SOMMARIO

A un bivio: le sfide politiche in un mondo che cambia

- 1. Sostenere la stabilità in un contesto di incertezza e frammentazione**
- 2. Condizioni finanziarie in un sistema finanziario globale in evoluzione**
- 3. Il sistema monetario e finanziario di prossima generazione**

A un bivio: le sfide politiche in un mondo che cambia

L'anno in rassegna
Perseguire la stabilità e la crescita
in un mondo che cambia
Priorità di politica monetaria
Costruire un sistema monetario e finanziario
per il futuro

L'atterraggio morbido per l'economia globale che si stava profilando sembra improvvisamente più sfuggente. Le relazioni commerciali consolidate da tempo hanno iniziato a sfilacciarsi quando un'ondata di **annunci tariffari** più grandi del previsto all'inizio di aprile ha colpito l'economia globale. Le **previsioni di crescita** sono state tagliate e i mercati finanziari sono stati scossi dall'aumento dell'**incertezza politica**.

Anche se parte dello shock iniziale si è dissipato, un **senso di apprensione** aleggia nell'aria.

Le relazioni economiche di lunga data che hanno sostenuto la prosperità globale per decenni sono ora sotto pressione. Eppure non dovremmo guardare indietro con gli occhiali rosa.

L'economia mondiale era già alle prese con una **crescita della produttività strutturalmente bassa**, **posizioni di bilancio persistentemente deboli** e **l'accumulo di posizioni finanziarie non bancarie ampie e spesso opache**. I cambiamenti tecnologici rapidi e dirompenti pongono sfide significative.

Le **banche centrali** devono affrontare le **ricadute immediate**, tenendo conto delle **debolezze strutturali** più profonde che minacciano la **resilienza dell'economia globale**.

Il successo dipenderà dal **mantenimento della fiducia del pubblico, fiducia nella capacità delle banche centrali di agire e di farlo nell'interesse pubblico**. La fiducia nel loro **impegno per una bassa inflazione** è stata decisiva per sedare l'**inflazione dell'era pandemica**. Ora, **la fiducia nelle istituzioni pubbliche – compresa la fiducia nel denaro – deve fungere da punto fisso attorno al quale gli altri possano radunarsi**.

Il Rapporto economico annuale di quest'anno valuta lo **stato dell'economia globale** e discute le **principali sfide politiche**. Inoltre, offre un'analisi approfondita di **due importanti questioni**. Il primo è rappresentato dai **cambiamenti nel sistema finanziario e dalle loro implicazioni per la trasmissione globale delle condizioni finanziarie**. Il secondo è la **progettazione di un futuro sistema monetario e finanziario, che abbracci l'innovazione per sbloccare nuove possibilità, preservando al contempo la fiducia nella moneta, che è fondamentale per la stabilità economica**.

L'anno in rassegna

Fino all'**inizio del 2025**, l'economia globale sembrava saldamente sulla buona strada per un **atterraggio morbido**. Nella maggior parte dei paesi l'**inflazione** era già in linea con gli obiettivi o convergeva verso di essa e la **crescita globale** nel 2024, pari a poco più del 3%, ha eguagliato il ritmo dell'anno precedente. I **mercati del lavoro** si sono sostanzialmente normalizzati, con **tassi di disoccupazione** ancora al di sotto dei livelli pre-pandemia. I **mercati finanziari** hanno fatto eco a questo ottimismo, con le **azioni** che hanno registrato un rally grazie a solide prospettive di crescita e aspettative di deregolamentazione, mentre gli **spread creditizi** sono rimasti stretti.

Ma **le prospettive per l'economia globale si sono rapidamente oscurate nel secondo trimestre del 2025 in seguito agli annunci di dazi statunitensi su larga scala più grandi del previsto**.

Ad aumentare l'incertezza sono stati i crescenti **dubbi sul ritorno della politica di bilancio su un percorso prudente** e gli **interrogativi sull'impegno a favore dell'indipendenza della banca centrale**.

I **mercati finanziari** si sono ribellati, con la **volatilità** che è salita a livelli mai visti dalla pandemia, mentre i **mercati azionari** di tutto il mondo sono crollati e gli **spread del credito societario** si sono ampliati. Insolitamente, **il dollaro USA si è deprezzato anche se i rendimenti dei titoli di Stato statunitensi sono aumentati**. I mercati azionari hanno

registrato una ripresa dopo che alcuni degli annunci sono stati invertiti, ma i **mercati obbligazionari e valutari** riflettono un senso di continua apprensione per ciò che accadrà dopo. **Una**

volta stabilite, si prevede che le tariffe saranno a livelli mai visti nei decenni, esercitando un impatto significativo sia sulla produzione che sull'inflazione nei mesi successivi. Gli effetti da manuale dei dazi per i paesi che impongono i dazi assomigliano a uno shock dell'offerta, che aumenta i prezzi e i costi e frena la crescita. Per le economie che ne sono state colpite, gli effetti sono più simili a uno shock negativo della domanda, con effetti negativi sia sulla crescita che sull'inflazione. Le ritorsioni imporrebbero shock all'offerta ai paesi riceventi.

Ma le dinamiche potrebbero rivelarsi **molto più complesse** di questi semplici effetti da manuale. L'**economia globale** non è un insieme di isole; consiste in una **fitta rete di interconnessioni tra fornitori, clienti, consumatori e gli intermediari finanziari che le uniscono**. L'attività si trova a cavallo del confine, in modo che i beni scambiati subiscano molti cicli di valore aggiunto prima di trovare i loro eventuali clienti. Come ha dimostrato chiaramente l'esperienza dell'inflazione dell'era pandemica, **l'interruzione delle catene di approvvigionamento potrebbe portare ancora una volta a sorprese al rialzo dell'inflazione**. Un tale scossone all'inflazione potrebbe

riaccendere le **aspettative di inflazione** che rimangono sensibili dopo l'esperienza inflazionistica legata al Covid-19.

Ancor prima che i dazi abbiano effetto completo, si prevede che **le economie risentiranno dell'elevata incertezza, in quanto le imprese ritardano gli investimenti e i piani di assunzione e le famiglie aumentano il risparmio precauzionale**. Il rallentamento non si è ancora manifestato nei dati concreti, ma le **elevate misure di incertezza** e l'**indebolimento degli indicatori di fiducia dei consumatori e delle imprese** segnalano chiaramente un **deterioramento dell'attività economica in futuro**. Proiezioni di crescita per il 2025 sono in calo, e in modo significativo per diversi paesi.

Le **previsioni di inflazione** mostrano un quadro più diffuso. Sebbene siano state riviste al rialzo negli Stati Uniti, le aspettative di inflazione rimangono invariate nella maggior parte delle altre economie. Riflettendo questa divergenza, alcune banche centrali hanno sospeso i tagli dei **tassi di interesse** in attesa di **segnali più chiari su come i recenti sviluppi influenzeranno l'inflazione**, mentre altre hanno continuato ad allentare, citando i **rischi di crescita derivanti dal commercio e l'incertezza**.

Perseguire la stabilità e la crescita in un mondo che cambia

Al di là della **volatilità derivante dalla politica commerciale**, le prospettive per l'economia globale sono offuscate da **significative vulnerabilità reali e macrofinanziarie**. Queste vulnerabilità non sono nuove, ma le recenti turbolenze ne hanno aumentato la rilevanza. Hanno il potenziale di amplificare gli effetti degli shock attuali e, in alcuni casi, potrebbero anche generare shock a loro volta. Come discusso nel capitolo I, **le vulnerabilità si dividono in tre grandi categorie: vulnerabilità reali, come la bassa crescita del prodotto potenziale e le economie meno flessibili; crescenti vulnerabilità fiscali; e le relative vulnerabilità macrofinanziarie associate a cambiamenti strutturali più profondi nel sistema finanziario globale.**

La crescente frammentazione del commercio si aggiunge alle vulnerabilità reali

L'economia globale si trova ad affrontare una **combinazione di sfide strutturali di lunga data ed emergenti**. La **crescita della produttività** è in calo da decenni in molte economie avanzate e, più recentemente, anche in diverse economie emergenti, frenando la crescita complessiva.

L'**imposizione di tariffe su larga scala** rappresenta un ulteriore passo verso una **maggiore frammentazione degli scambi**. Questi dazi potrebbero accentuare il calo della crescita della produttività man mano che le catene di approvvigionamento subiscono ulteriori pressioni. L'**invecchiamento della popolazione** e la **minore migrazione** ridurranno la capacità di approvvigionamento. La **curva di Phillips** potrebbe diventare più ripida, il che significa che **l'inflazione potrebbe rialzare la testa anche con aumenti moderati dell'attività**.

Per le **aspettative di inflazione**, è una storia di "una volta morso, due volte timido". Essendo state sorprese dall'impennata e dalla persistenza dell'inflazione, le famiglie e le imprese rispondono in modo più sensibile agli esiti dell'inflazione. Un recente sondaggio della BRI condotto tra le famiglie di diversi paesi rivela che le loro percezioni dell'inflazione sono state profondamente segnate dall'esperienza dell'inflazione dell'era pandemica.

A queste sfide si aggiunge il timore che gli **shock dell'offerta** possano essere più frequenti e persistenti in futuro, dovuti a **tensioni geopolitiche** ed **eventi meteorologici** estremi. Questi sviluppi pongono **ulteriori sfide alla politica monetaria**.

Le **riforme strutturali** sono più importanti che mai. Di fronte a shock dell'offerta, riallocare le risorse in modo efficiente è di primaria importanza. **Il rafforzamento dell'offerta rafforza la resilienza e il rilancio del potenziale di crescita è fondamentale per la sostenibilità del debito**.

Debito pubblico storicamente elevato

I **livelli del debito pubblico** sono saliti al di sopra dei massimi del tempo di pace in molti paesi. Sebbene l'elevato debito possa essere **sostenibile con una crescita robusta e bassi tassi d'interesse**, le condizioni attuali e attese sembrano meno favorevoli. Il servizio del debito può essere troppo elevato anche se il debito è sostenibile; **in molte economie, il servizio del debito è pari alla spesa per l'istruzione, la difesa o le pensioni pubbliche.**

Un debito pubblico elevato aumenta la vulnerabilità dell'economia a scenari avversi che potrebbero far salire l'inflazione o portare a tensioni nel sistema finanziario. La mancanza di risanamento di bilancio e le preoccupazioni per la sostenibilità di bilancio potrebbero portare a difficoltà di rifinanziamento e a forti aumenti dei tassi di interesse. Le banche centrali potrebbero essere costrette a mantenere politiche monetarie eccessivamente accomodanti, anche mantenendo ampi margini di bilancio. Saranno importanti **istituzioni forti** che proteggano l'**indipendenza della banca centrale.**

Un debito pubblico elevato aumenta anche la vulnerabilità del sistema finanziario a ridurre i valori degli asset quando i tassi di interesse aumentano, soprattutto quando la leva

finanziaria all'interno del sistema è elevata. Il riprezzamento del debito pubblico può comportare perdite per le banche e le istituzioni finanziarie non bancarie (NBFI) con ingenti partecipazioni in debito sovrano. Inoltre, nei mercati delle obbligazioni sovrane sempre più dominati da hedge fund ad alta leva finanziaria, un repricing potrebbe anche innescare una brusca riduzione dell'indebitamento e una stretta di liquidità, portando a un inasprimento delle condizioni finanziarie per l'economia in generale.

Mantenere la **sostenibilità di bilancio** è fondamentale per mitigare tali rischi. Per molti paesi, ciò significa **ridurre gli ampi disavanzi** e **ricostituire le riserve di bilancio in modo favorevole alla crescita**. Ciò aumenta la capacità dei governi di condurre una **politica di bilancio anticiclica** e crea spazio per far fronte a **futuri aumenti della spesa essenziale, anche per le infrastrutture e la difesa**. Ma i benefici sono più ampi. **Premi di rischio più bassi riducono anche i costi medi di finanziamento per l'economia in generale**.

Spostamento dell'intermediazione finanziaria

Mentre la **Grande Crisi Finanziaria (GFC)** è stata principalmente una **crisi bancaria**, con i **mercati dei mutui al centro**, il **panorama post-GFC** ha al centro i **mercati dei titoli di Stato** e i **gestori patrimoniali di vario tipo come intermediari chiave**. Di conseguenza, **oggi un rischio fondamentale è rappresentato dalle tensioni di liquidità nei mercati dei titoli di Stato**. Gli hedge fund, in particolare, sono diventati fornitori chiave di liquidità prociclica nei mercati dei titoli di Stato, spesso impiegando strategie di trading relative value ad alta leva finanziaria. Utilizzando i titoli di Stato come garanzia nel mercato dei pronti contro termine per prendere in prestito liquidità per ulteriori titoli, queste strategie aumentano i rendimenti, ma sono anche vulnerabili a shock avversi nei mercati dei finanziamenti, della liquidità o dei derivati. Questa vulnerabilità è ulteriormente aumentata con l'aumento delle condizioni di finanziamento. Gli scarti di garanzia sono scesi a zero o addirittura negativi in ampie sezioni del mercato dei pronti contro termine, il che significa che **i creditori hanno smesso di imporre qualsiasi restrizione significativa sulla leva finanziaria degli hedge fund**. Questa **leva finanziaria più elevata** rende il **mercato più ampio più vulnerabile alle perturbazioni**, in quanto anche lievi aumenti degli scarti di garanzia possono **innescare vendite forzate e amplificare l'instabilità finanziaria**. Tali dinamiche avverse si sono manifestate, ad esempio, durante le turbolenze di mercato di marzo 2020 e hanno contribuito all'impennata della volatilità nei mercati dei Treasury all'inizio di aprile 2025.

Le NBFi hanno inoltre ampliato in modo significativo il loro ruolo nelle transazioni transfrontaliere, principalmente attraverso l'investimento in portafogli obbligazionari. Molte di queste entità, tra cui **fondi pensione** e **compagnie assicurative**, gestiscono portafogli diversificati a livello globale in più valute, mantenendo al contempo le obbligazioni nei confronti dei loro beneficiari in valuta nazionale. Per coprire il rischio valutario associato, fanno molto affidamento sui **mercati dei derivati (swap in valuta, forward e swap su valute)**, che alla fine del 2024 erano cresciuti fino a **111 trilioni di dollari a livello globale**, per lo più **denominati in dollari USA**.

Se da un lato questi strumenti sostengono le posizioni transfrontaliere, dall'altro **espongono le NBFi a significativi rischi di rollover a breve termine e a pressioni sui finanziamenti**. Inoltre, hanno amplificato il ruolo degli investitori di portafoglio globali nella trasmissione degli shock finanziari oltre confine, anche tra i principali AE. Come discusso nel capitolo II, **le condizioni finanziarie sono diventate più sensibili ai fattori di rischio globali**. Ciò richiede una **comprensione più approfondita delle sfide transfrontaliere inerenti a un sistema finanziario più basato sul mercato e sottolinea il valore della cooperazione tra le banche centrali**. La condivisione periodica delle informazioni e gli scambi di opinioni migliorano la valutazione degli sviluppi macroeconomici e finanziari globali, aiutando le banche centrali ad anticipare meglio le ricadute internazionali e a calibrare le loro politiche per ridurre al minimo le conseguenze indesiderate.

Mentre le tensioni nei mercati dei titoli di Stato sono state al centro delle recenti tensioni

finanziarie, anche il debito del settore privato rimane fonte di preoccupazione. Gli elevati livelli di debito amplificano le recessioni economiche attraverso l'ampliamento degli spread creditizi, l'aumento delle insolvenze e la ridotta disponibilità di credito. Un'area da tenere d'occhio è il credito privato. I mercati del credito privato forniscono una quota crescente di finanziamenti alle imprese più piccole e fortemente indebitate. Nel frattempo, le banche rimangono indirettamente esposte ai rischi di credito concedendo prestiti a società di credito private.

Questi cambiamenti strutturali nel sistema finanziario richiedono un approccio olistico da parte delle autorità di vigilanza e delle autorità di regolamentazione. Per il settore bancario, l'adozione tempestiva e coerente di Basilea III in tutte le regioni è un must. Per le NBFIs, ciò significa allineare la regolamentazione in modo che le attività che presentano rischi simili per la stabilità finanziaria siano regolamentate con lo stesso rigore.

Priorità di politica monetaria

Una lezione dell'era pandemica è che l'inflazione può emergere all'improvviso e a causa delle restrizioni dell'offerta, non solo della forte domanda aggregata. I cambiamenti strutturali e la crescente rigidità dal lato dell'offerta aumentano il rischio di un potenziale ritorno dell'inflazione. L'inflazione dell'era pandemica ha reso le aspettative di inflazione più sensibili.

Le **tensioni commerciali** esemplificano le sfide attuali che le banche centrali devono affrontare. Le banche centrali devono bilanciare attentamente il sostegno alla crescita con la prevenzione che gli aumenti temporanei dei prezzi si trasformino in inflazione persistente. Se emergono prove di **disancoraggio**, le banche centrali **devono rispondere rapidamente e con forza agli shock inflazionistici.**

Le revisioni periodiche, già intraprese da alcune importanti banche centrali, contribuiscono a garantire che i quadri di politica monetaria rimangano adeguati allo scopo. Emergono **tre lezioni chiave dall'esperienza degli ultimi anni.** In primo luogo, **l'obiettivo di inflazione deve affrontare sia i picchi di inflazione che gli obiettivi di riduzione dell'inflazione.** In secondo luogo, **le banche centrali devono rimanere agili, dando priorità a strumenti flessibili e a chiare strategie di uscita per gestire i bruschi cambiamenti economici.** Infine, l'umiltà è vitale. Le banche

centrali devono evitare di fare eccessivo affidamento sulle prospettive di base. A questo proposito, l'uso di scenari alternativi può aiutare a comunicare l'entità dell'incertezza e chiarire la funzione di reazione della banca centrale.

Costruire un sistema monetario e finanziario per il futuro

La politica monetaria consiste nel preservare la fiducia nel valore della moneta, che è essenziale per il sistema monetario stesso. L'**innovazione digitale** non cambia la **premessa fondamentale della fiducia nella moneta sostenuta dalle banche centrali**. Ma apre un **nuovo enorme potenziale per il funzionamento del sistema monetario e finanziario**. Le **innovazioni tecnologiche** promettono di migliorare i servizi finanziari esistenti e di consentire possibilità contrattuali completamente nuove. Ma devono essere costruiti su **basi solide**.

Le banche centrali devono affrontare la sfida e gettare le basi per il sistema monetario e finanziario di prossima generazione.

Il sistema monetario di nuova generazione si basa sulla **tokenizzazione**. **Tokenizzazione significa rappresentare crediti finanziari in una piattaforma programmabile**. Ciò integra i crediti stessi con le regole e le logiche che regolano i trasferimenti, per consentire l'esecuzione contingente delle azioni (es. "se", "allora" e "altro"). Avere moneta di banca centrale, forme private di moneta e altri crediti nella stessa sede apre nuove disposizioni economiche. Abbiamo delineato questa visione nel nostro Rapporto economico annuale 2023 in termini di "libro mastro unificato". Da allora, **l'innovazione ha fatto passi da gigante**. Nei mercati mobiliari, la tokenizzazione su un registro unificato migliora il vecchio e abilita il nuovo.

L'applicazione al correspondent banking è particolarmente promettente. Il Progetto Agorá prevede un registro unificato per le banche corrispondenti in cui le sequenze di aggiornamento dei conti e i relativi controlli di messaggistica e conformità possono essere eseguiti in un'unica soluzione. La tradizionale separazione tra messaggistica, compensazione e regolamento lascia il posto alle operazioni senza soluzione di continuità di un libro mastro unificato, preservando al contempo la moneta sana e l'integrità del sistema monetario.

Questi esempi danno solo un'idea di ciò che si può ottenere. **Le possibilità sono limitate solo dall'immaginazione e dall'ingegnosità degli sviluppatori.**

Le alternative costruite su **valute emesse privatamente** che circolano su **blockchain pubbliche**, come le **stablecoin**, non sono all'altezza se confrontate con i **tre test chiave** che il denaro deve soddisfare per servire la società. Il primo test è l'**unicità del denaro**, che si riferisce alla proprietà che il denaro sia accettato alla pari senza fare domande, qualunque forma assuma. Il secondo test è **l'elasticità**, che si riferisce alla capacità di fornire denaro in modo flessibile in modo che le obbligazioni vengano adempiute in modo tempestivo senza attendere i fondi in arrivo ed evitando così lo stallo. Ultimo ma non meno importante, il terzo test è **l'integrità** del sistema monetario contro le attività illecite. **Le stablecoin si comportano male in base a tutti e tre i criteri**, e quindi non possono fungere da pilastro del sistema monetario. Resta da vedere se in futuro riusciranno a svolgere un ruolo secondario oltre ad essere la porta d'accesso all'ecosistema delle criptovalute.

La tokenizzazione può offrire il meglio dell'innovazione digitale se si basa sull'indispensabile fiducia nel denaro fornita

dalle banche centrali. Le piattaforme tokenizzate con al centro la moneta della banca centrale possono sbloccare nuove possibilità mantenendo stabilità e fiducia. Per iniziare, dovrebbero integrare le riserve della banca centrale, la moneta delle banche commerciali e i titoli di Stato, forme chiave di moneta e attività finanziarie che costituiscono la pietra angolare del sistema finanziario. Con queste basi, c'è spazio per i settori pubblico e privato per sbloccare nuove efficienze e capacità.

Le banche centrali devono svolgere un ruolo catalizzatore. In quanto **guardiani del sistema monetario**, hanno il mandato e la capacità di guidare il cambiamento. In questo, possono lavorare con il settore privato e unire gli sforzi attorno a una visione condivisa del sistema monetario e finanziario del futuro. Svolgendo questo ruolo, possono contribuire a servire la società e a mantenere la **fiducia cruciale nel denaro** per la prossima generazione.

1. Sostenere la stabilità in un contesto di incertezza e frammentazione

(...)

2. Condizioni finanziarie in un sistema finanziario globale in evoluzione

(...)

3. Il sistema monetario e finanziario di prossima generazione

(...)