

Euro e relazioni internazionali



Euro e relazioni internazionali

marzo 2026

Autori del presente rapporto sono: Angelo Baglioni (Coordinatore),
Umberto Cherubini, Rony Hamaui, Marco Lossani.



Associazione per Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa

Università Cattolica del Sacro Cuore

Comitato Scientifico del Laboratorio di Analisi Monetaria:

Marco Lossani (Direttore LAM), Angelo Baglioni, Andrea Boitani,
Massimo Bordignon, Domenico Delli Gatti, Piero Giarda, Vittorio
Emanuele Parsi

Laboratorio di Analisi Monetaria – Università Cattolica del Sacro Cuore:

Segreteria: Barbara Caprara

Via Necchi, 5 - 20123 Milano

tel. 02-7234.2487 - laboratorio.monetario@unicatt.it - [LAM](#)

Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa:

Sede: presso Università Cattolica del Sacro Cuore – Largo A. Gemelli, 1 - Milano

Segreteria: Via Necchi, 5 - Milano – tel. 02-72342472 - www.assbb.it

INDICE

INTRODUZIONE	pag. 1
1. DE-DOLLARIZZAZIONE: TRA MITO E REALTA' – Marco Lossani	pag.3
1. La dominanza del Dollaro: cause	3
2. La spinta verso la De-Dollarizzazione	6
3. La de-dollarizzazione e il ruolo dei BRICS+	8
4. La de-dollarizzazione e il ruolo della Cina	10
5. La de-dollarizzazione e il ruolo dell'Euro	12
6. La de-dollarizzazione e il ruolo delle digital currencies	14
7. Conclusioni	15
2. QUANDO LA SUPREMAZIA VALUTARIA DIVENTA UN FILM DI FANTASCIENZA – Rony Hamaui	18
1. L'innovazione tecnologica nel divenire dell'ordine valutario internazionale	18
2. Il ruolo del settore privato e pubblico	20
3. Le speranze e le illusioni dei crypto-assets	22
4. La rischiosa scommessa delle stablecoin	23
5. La nuova frontiera della finanza tokenizzata	29
6. Il modello europeo d'intervento pubblico: CBDC,...	34
7. ... e le iniziative sul fronte dei pagamenti all'ingrosso e transfrontalieri	37
8. Conclusioni	37
Appendice	39
3. EUROBOND, TRA REGOLE E MERCATO – Angelo Baglioni e Umberto Cherubini	43
1. Introduzione	43
2. L'assetto istituzionale del debito europeo	45
3. Garanzia pro-quota o in solido? L'impatto sui rendimenti	48
4. Implicazioni di policy	51
5. Conclusioni	52



INTRODUZIONE

Angelo Baglioni ♦

Il panorama monetario mondiale è in rapida trasformazione, sotto la spinta dell'innovazione tecnologica. Assistiamo ad una crescente diffusione delle stablecoin e a progetti innovativi relativi alla tokenizzazione di alcuni settori della finanza, compresi i depositi bancari. In prospettiva, l'introduzione della moneta digitale di banca centrale porterà ad un salto ulteriore sul fronte della tecnologia dei pagamenti. Ai fattori tecnologici, alla base dell'evoluzione della moneta, si sommano quelli di natura geopolitica. Uno dei primi atti della seconda amministrazione Trump è stato l'aperto sostegno alle crypto-attività, tra cui le stablecoin, viste come mezzo per promuovere il ruolo internazionale del dollaro. La Bce pianifica l'introduzione dell'euro digitale anche in vista di una difesa della sovranità monetaria della zona euro. La Cina vede nello e-yuan un veicolo per promuovere l'uso della moneta cinese nei paesi sotto la sua influenza. In questo contesto, la competizione tra valute va oltre i puri aspetti monetari e finanziari, e si intreccia con gli sconvolgimenti politici e militari in atto a livello internazionale. Da qui il titolo del numero 1/2026 di *Osservatorio Monetario*: "Euro e relazioni internazionali".

Nel primo capitolo del rapporto, parleremo del ruolo internazionale del dollaro e delle potenzialità di altre valute, tra cui l'euro, nel contendere alla moneta americana la sua posizione dominante. Va riconosciuto che, nonostante un relativo declino negli anni recenti, il dollaro mantiene per ora saldamente il suo primato. Nonostante gli USA contribuiscano per meno del 25% alla formazione del Pil mondiale e a poco di più

dell'8,5% del commercio internazionale, più della metà delle esportazioni mondiali di merci sono denominate in dollari, e oltre il 70% delle emissioni di obbligazioni internazionali sono denominate nella valuta statunitense. Inoltre, il 60% delle riserve ufficiali, detenute dalle banche centrali, sono costituite da dollari, così come i prestiti bancari internazionali. Nel complesso, quasi il 90% delle transazioni bilaterali svolte sui mercati dei cambi coinvolgono il dollaro. La dipendenza dalla moneta americana è sempre stata un problema rilevante per le economie dei paesi emergenti, e lo sta diventando sempre di più a fronte dell'uso disinvolto che l'attuale amministrazione USA fa della supremazia del dollaro come arma di pressione e sanzione internazionale. Da qui nascono i tentativi dei paesi del gruppo BRICS+ di ridurre la loro dipendenza dal dollaro. Tuttavia, questi tentativi si scontrano con numerose difficoltà, prima tra tutte le rivalità tra questi stessi paesi. In quest'area, la prospettiva più concreta è che la Cina riesca a imporre lo yuan come moneta accettata nel commercio internazionale, seppure non come valuta di riserva (stante la sua non completa convertibilità). Questa evoluzione si basa sia su nuove piattaforme tecnologiche sia sulla spinta verso la moneta digitale di banca centrale: lo e-yuan. Uno scenario di relativa de-dollarizzazione potrebbe favorire l'ascesa dell'euro nel ruolo di moneta internazionale, anche sfruttando i flussi di capitali in uscita dagli USA, dovuti alla perdita di fiducia nella stabilità finanziaria di quel paese. Tuttavia, perché l'euro possa "approfittare" di questo contesto occorre soddisfare diverse condizioni, tra cui l'introduzione di un safe asset europeo:

♦ Università Cattolica del Sacro Cuore



problema approfondito nel terzo capitolo del rapporto.

Il secondo capitolo analizza gli sviluppi recenti della tecnologia in campo monetario, con particolare attenzione alle stablecoin e ai depositi tokenizzati. Questi sviluppi contribuiscono ad accrescere l'incertezza sul futuro del sistema finanziario internazionale, già scosso dagli eventi geo-politici. Se la digitalizzazione è data per acquisita, lo stesso non vale per un futuro in cui i registri pubblici e privati vengano sostituiti da registri distribuiti (blockchain/DLT) e gli strumenti finanziari siano tokenizzati. Sul fronte monetario si confrontano due visioni contrapposte. Da un lato quella statunitense, che vuole affidare al settore privato — e in particolare alle grandi imprese tecnologiche — la gestione degli strumenti e del sistema dei pagamenti internazionali. Dall'altro quella europea, secondo cui la moneta è un bene pubblico nel quale le banche centrali, insieme alle banche commerciali, devono continuare a svolgere un ruolo fondamentale. In prospettiva, le stablecoin, le valute pubbliche digitali e gli altri strumenti tokenizzati sono destinati a confrontarsi in una competizione ancora aperta, il cui esito dipenderà, oltre che dalle iniziative private, dalla regolamentazione prudenziale. In un mondo multipolare, nel quale non esiste ancora una tecnologia dominante, è plausibile che due o più valute possano assumere un ruolo internazionale, ciascuna nella propria area di influenza. Tuttavia, non si tratta di un equilibrio destinato a durare a lungo: la moneta è un settore a rete, in cui le forze monopolistiche tendono, alla fine, a prevalere.

Nel terzo capitolo analizziamo il mercato degli Eurobond, partendo dal quadro istituzionale e mostrando che la garanzia fornita dagli Stati

membri è di tipo pro-quota, nonostante la percezione di mercato secondo cui tale garanzia sarebbe in solido (o equivalente ad essa). Poi passiamo ad una analisi empirica del mercato primario degli EU bond emessi tra il 2020 e il 2025. Sfruttando le informazioni raccolte sul mercato dei CDS, mostriamo che il credit spread pro-quota è in media superiore di 15 punti base rispetto a quello basato sulla garanzia solidale. Inoltre, il primo reagisce alle variazioni dei CDS spread dei singoli paesi, mentre il secondo è assai meno sensibile ai rischi di credito individuali, grazie all'effetto di diversificazione. Passando ai rendimenti all'emissione effettivi degli EU bond, rileviamo che essi pagano un premio significativo rispetto ai titoli di Stato tedeschi: in media 42 punti base. La nostra analisi presenta una chiara implicazione di policy: il quadro istituzionale del debito UE dovrebbe essere reso più trasparente e il profilo creditizio dei bond UE dovrebbe essere rafforzato. A tal fine, proponiamo di sfruttare il margine di flessibilità lasciato dalla no-bailout clause del Trattato UE e di introdurre una responsabilità solidale per le emissioni di debito UE destinate a specifici programmi comuni. Tali programmi dovrebbero concentrarsi sulla fornitura di alcuni beni pubblici europei, per i quali l'Unione dovrebbe essere dotata di una propria capacità fiscale. Trasformando il debito UE in un debito federale (e quindi in debito sovrano anziché sovranazionale) una simile riforma consentirebbe all'Unione di raccogliere fondi sui mercati a tassi di interesse inferiori rispetto a quelli attualmente pagati e, soprattutto, meno sensibili a eventi negativi che possano incidere sull'affidabilità creditizia dei singoli Stati membri.

1. LA DE-DOLLARIZZAZIONE: TRA MITO E REALTÀ

“Distress over the recklessness of Trump’s policies is warranted. Treasuries could be dumped en masse by investors worldwide fearful of ever-increasing federal borrowing and a pliant Fed. Such a crisis, if it happens, will be all the worse because of the dollar’s centrality. But that is not the same as the dollar losing its centrality”. Blustein (2026)

Marco Lossani ♦

- *Lo status di moneta dominante goduta dal Dollaro è il riflesso di una condizione di egemonia economico-finanziaria e politico-militare che mette gli USA nella condizione di godere di un esorbitante privilegio (la possibilità di emettere debito denominato nella propria valuta con tassi di interesse bassi) e di esercitare un efficace potere sanzionatorio (il ricorso alla weaponization del Dollaro) nei confronti degli altri paesi.*
- *Il combinato disposto di un maggior peso assunto dalle economie emergenti nell’economia globale, di un crescente ricorso alla weaponization del Dollaro da parte dell’Amministrazione USA per conseguire obiettivi di politica estera e il deterioramento di alcuni fondamentali USA – quali la posizione debitoria del governo federale e del sistema paese verso il resto del mondo – rendono probabile uno scenario di de-dollarizzazione in cui si assisterà a progressiva perdita di rilevanza sofferta dal Dollaro a vantaggio di monete alternative come Euro e Renmimbi.*
- *La fase di transizione sarà decisamente lunga e incerta. Lo scenario più probabile è quello di una progressiva, ma lenta diversificazione del sistema che tenderà a utilizzare sempre di più valute alternative, anche in una forma digitale (CBDCs o Stablecoins). Il conseguente equilibrio multipolare unito alla diffusione di tecnologie sempre più sofisticate – e per questo sempre più difficili da regolare e supervisionare – può condurre a un aumento del rischio di instabilità finanziaria globale; soprattutto all’interno di uno scenario geo-politico sempre più frammentato in blocchi.*

Introduzione

Gli USA contribuiscono per meno del 25% alla formazione del Pil mondiale e a poco di più dell’8,5% al commercio internazionale. Nonostante ciò, il 54% delle esportazioni mondiali di merci sono denominate in Dollari. Le emissioni di obbligazioni internazionali sono denominate in Dollari per più del 70%. Quasi il 60% delle riserve ufficiali detenute dalle Banche Centrali sono costituite da Dollari, così come i prestiti bancari

internazionali. Nel complesso quasi 90% delle transazioni bilaterali svolte sui mercati valutari coinvolgono il Dollaro.

Lo status di moneta dominante è il riflesso di una condizione di egemonia economico-finanziaria e politico-militare che mette gli USA nella condizione di godere di un esorbitante privilegio: la possibilità di emettere debito denominato nella propria valuta con tassi di interesse bassi. Oltre a questo privilegio, lo status di moneta di riserva goduta dal

♦ Università Cattolica del Sacro Cuore



Dollaro mette gli USA nella condizione di esercitare un efficace potere sanzionatorio nei confronti degli altri paesi. Il dollaro – e le infrastrutture sottostanti che ne consentono l'utilizzo diffuso su scala internazionale – diventano infatti strumenti fondamentali dell'*economic and financial statecraft* degli USA, l'insieme di interventi (di natura economico-finanziaria) utilizzati per perseguire obiettivi di politica estera. I Dollari diventano i "soldati di carta" con cui l'Amministrazione USA può esercitare il suo potere di coercizione al di fuori dei confini nazionali (Mohsin, 2024).

Il potere di "sabotare" il sistema economico-finanziario altrui – attraverso azioni di coercizione che limitano l'uso del biglietto verde – è diventato sempre più evidente negli ultimi anni, in particolare dopo l'invasione dell'Ucraina. Pochi giorni dopo il 24 Febbraio 2022, l'Amministrazione Biden decide di escludere buona parte degli intermediari russi dal sistema di messagistica internazionale SWIFT, che costituisce l'infrastruttura fondamentale su cui poggia il sistema internazionale di trasferimento di fondi (per lo più in Dollari). Dopo qualche settimana, decreta il congelamento di attività in Dollari possedute da alcune banche commerciali russe oltre che dalla stessa Banca Centrale russa, detenute all'interno della giurisdizione USA (e l'Unione Europea dispone analogamente all'interno della sua giurisdizione): *de facto* vengono confiscate risorse per 300 miliardi di Dollari.

La reazione del governo di Mosca non si è fatta attendere. Ha annunciato una battaglia legale,

ritenendo l'operazione di confisca una violazione del diritto internazionale. Soprattutto in considerazione del fatto che le riserve ufficiali godono normalmente della immunità sovrana al più alto livello. Peraltro, la posizione di Mosca non è rimasta isolata. Ha catalizzato l'attenzione di molti altri paesi del Sud Globale, richiamando l'opportunità di una loro de-dollarizzazione. In poco tempo ha così ripreso vigore il dibattito sulla centralità del Dollaro nel sistema globale e su una sua possibile conclusione¹. In effetti, si era iniziato a parlare di de-dollarizzazione all'indomani della caduta del regime di Bretton Woods (1971); si era ripreso a discuterne in occasione dell'introduzione dell'Euro (2002); da ultimo, si era dibattuto dell'inevitabile fine della dominanza del Dollaro all'indomani della Crisi Finanziaria Globale (2008)². In realtà, nonostante i timori più volte espressi il Dollaro ha sempre mantenuto una condizione di assoluta dominanza.

Viene quindi da chiedersi perché mai questa volta dovrebbe essere diverso, rispetto ai casi precedenti. Rogoff (2025) sostiene che la novità questa volta sia costituita non tanto dalle mutate condizioni economico-finanziarie, quanto piuttosto da nuovi elementi di natura geo-politica. Per la prima volta nel corso della storia dell'ordine economico internazionale la perdita di leadership finanziaria potrebbe essere dovuta a una serie di decisioni – economiche e politiche – assunte dal paese egemone che – minando la fiducia nell'ordine economico internazionale liberale costituito all'indomani del secondo conflitto

¹ Come si evince dall'ultimo World EconomicForum (2026) "*some countries are seeking to hedge against exchange-rate volatility and geopolitical risk by decreasing their dependence on the dollar, while others are exploring redollarization to stabilize their economies and address hyperinflation. As financial nationalism gains momentum, are these dynamics a cyclical*

rebalancing or the emergence of a truly multi-currency era?".

² Paradossalmente la stessa GFC viene risolta anche grazie alle *swap lines* in Dollari messe a disposizione dalla Fed: un elemento che rafforza l'egemonia finanziaria USA.

mondiale – andrebbero a ledere l’attrattività del Dollaro³.

Ovviamente ciò non significa necessariamente che vi sarà una conclusione rapida della dominanza del dollaro, contemporanea all’ascesa di un’altra valuta nello svolgimento della funzione di moneta internazionale. Il processo sarà – nel migliore dei casi – lungo e potrà anche condurre verso un equilibrio multipolare, in cui co-esisteranno più valute internazionali al centro di ecosistemi che agiranno parallelamente gli uni agli altri. L’ennesima dimostrazione di come la iper-globalizzazione dominante sino allo scoppio della GFC possa tradursi nei prossimi decenni in una globalizzazione frantumata tra blocchi. Con qualche rischio per la stabilità dello stesso ordine economico-finanziario internazionale.

1. La dominanza del Dollaro: cause

La storia delle “*international monies*” dimostra come una valuta assuma la condizione di dominanza attraverso lo svolgimento sui mercati internazionali delle tre tipiche funzioni monetarie: mezzo di pagamento, unità di conto e riserva di valore⁴ (Gopinath e Stein, 2021). Il fatto che più della metà del commercio internazionale venga fatturato in Dollari (nonostante che il peso degli USA sul commercio internazionale sia relativamente modesto) richiede lo svolgimento di transazioni che implicano una elevata domanda di dollari sul mercato delle valute e l’utilizzo di sistemi di telecomunicazioni come SWIFT e di pagamento come CHIPS che rinforzano la

condizione di preminenza della moneta USA. L’utilizzo diffuso del Dollaro come mezzo di pagamento – unito alla scelta attuata da numerose economie di ancorare il tasso di cambio della propria moneta alla valuta USA – spiega la cospicua presenza di Dollari all’interno delle riserve ufficiali detenute dalle Banche Centrali. Gli ultimi dati diffusi dal FMI mostrano come le riserve ufficiali detenute sottoforma di assets denominati in Dollari corrispondano al 58% del totale. Un *bias* simile è espresso anche dagli investitori esteri (sia privati che pubblici) che detengono oltre un terzo dei titoli del Tesoro USA sul mercato. Da ultimo, lo stesso sistema bancario internazionale è dominato dall’uso di Dollari. L’uso del biglietto verde per consentire il regolamento di transazioni reali e finanziarie, si accompagna a un ammontare considerevole sia di depositi bancari che di flussi di credito denominati in dollari.

La dominanza del Dollaro è quindi il risultato delle profonde interdipendenze tra le diverse funzioni svolte dalla “moneta internazionale” che vengono amplificate da diffuse esternalità di rete. Un risultato reso possibile anche dalla condizione di piena convertibilità e di adeguata protezione legale normalmente goduta dagli attivi denominati in Dollari, che conferma come la dominanza del Dollaro non sia semplicemente dovuta a un insieme di fattori legati alle modalità di fatturazione e regolamento degli scambi. Ma sia indissolubilmente legata anche a fattori di natura legale e politica, dipendenti dalla leadership USA all’interno dell’ordine liberale internazionale

³ Come nota Pforr (2025): “*Trump administration is eroding trust by effectively rewriting the liberal order, both domestically and internationally. The imposition of widespread tariffs, the acceptance of growing public debt/deficits, and attacks on institutions such as the Fed reflect a willingness of the US administration to make political choices that upend the existing global order and, by challenging liberal norms and institutions, undermine all three dimensions of dollar dominance*”.

Una posizione analoga è espressa da Prasad (2026) “*Trump has now declared open war on the US institutional framework, which underpins the dollar’s dominance in global finance*.”

⁴ Nel caso di una moneta che assume una centralità internazionale queste tre funzioni vengono sviluppate sia nelle transazioni che riguardano il pubblico che in quelle che coinvolgono operatori ufficiali come le Banche Centrali. Sul tema si rinvia a Krugman (1980).

costituito nel 1944 a Bretton Woods. Non a caso diversi economisti ritengono che l'ampia detenzione di Dollari nello stock di riserve ufficiali di numerosi paesi possa essere considerata l'espressione di una precisa scelta di campo nell'ambito del sistema di alleanze politico-militari, che conduce ad aumentare ulteriormente la domanda di titoli denominati in Dollari - rispetto a quanto sarebbe in assenza di tali alleanze (Eichengreen, 2025a)⁵.

2. La spinta verso la De-Dollarizzazione

Una condizione di *Dollar-dominance* comporta non solo benefici ma anche costi, soprattutto in quei (numerosi) paesi emergenti che si trovano a subire le conseguenze negative indotte da una diffusa presenza di passività dollarizzate e di beni (importati) i cui prezzi risentono fortemente (per effetto di un elevato coefficiente di *pass-through*) del deprezzamento del tasso di cambio della loro valuta nei confronti del dollaro. Il combinato disposto di cospicua dollarizzazione delle passività finanziaria e di elevato *pass-through* del prezzo dei beni importati comporta inevitabilmente un processo di aggiustamento fortemente asimmetrico, che comporta costi ragguardevoli per molti paesi emergenti nelle fasi di deprezzamento delle loro valute nei confronti del Dollaro.

Per questi motivi, nel corso degli ultimi anni, diversi emergenti – in particolare quelli del cosiddetto Sud Globale – hanno avviato un processo di de-dollarizzazione, attuando una strategia di *de-risking* per limitare la loro eccessiva dipendenza dal Dollaro USA.

La vulnerabilità dei loro sistemi finanziari dollarizzati è apparsa evidente soprattutto in occasione delle fasi di restrizione monetaria da parte della Fed, quando la politica monetaria all'interno di sistemi emergenti fortemente dollarizzati (dal lato delle passività) diventa inevitabilmente pro-ciclica. Per impedire/limitare un eccessivo deprezzamento della propria moneta nei confronti del Dollaro – che comporterebbe una caduta della domanda interna causata dagli effetti ricchezza negativi indotti dal deprezzamento del tasso di cambio delle monete emergenti – diventa infatti necessario aumentare i tassi di interesse – con inevitabili conseguenze negative per l'andamento della produzione interna. Al fine di limitare la materializzazione di questi costi sono stati avviati processi di riforma volti a rendere più stabili i sistemi macroeconomici, sviluppando i mercati dei titoli del debito (soprattutto sovrano) denominati in valuta domestica. I risultati sinora conseguiti sono stati degni di nota, come provato dal peso crescente assunto dalle emissioni di titoli sovrani denominati in moneta domestica rispetto a quelli denominati in Dollari.

La riduzione della dipendenza dal Dollaro da parte di numerosi paesi del Global South è diventata decisamente più intensa man mano che è cresciuto il ricorso alla *Dollar weaponization* da parte dell'Amministrazione USA. Il sempre maggior utilizzo di sanzioni (primarie e secondarie) – comminate dall'Amministrazione USA, e in particolare dall'Office of Foreign Assets Control's (OFAC), nei confronti di paesi considerati responsabili di violazioni di diversa natura – ha spinto molti di questi paesi ad avviare un processo di riduzione delle riserve ufficiali in Dollari. In altre

⁵ Eichengreen (2025a) ricorda come negli anni '60, Germania e Giappone abbiano accumulato riserve in dollari anche per sancire la loro partecipazione al sistema di difesa fornito dagli USA. Al giorno d'oggi, una posizione simile è assunta da paesi quali Taiwan e Corea

del Sud. Per un'analisi dettagliata delle diverse motivazioni economiche e politiche che spiegano la detenzione di riserve ufficiali si rinvia a Eichengreen, Mehl, e Chitu (2019).

parole, al tentativo da parte di Washington di sfruttare la centralità del Dollaro nel sistema finanziario globale per conseguire obiettivi di natura geo-politica, i paesi del Sud Globale hanno risposto cercando di ridurre le loro scorte di Dollari! Inoltre, la de-dollarizzazione è stata ulteriormente rafforzata dalla percezione del progressivo indebolimento della leadership americana e della minor fiducia nel Dollaro come riserva di valore. Il piano di espansione fiscale annunciato da Trump ha portato il rapporto debito pubblico PIL USA su una traiettoria giudicata insostenibile. Le più recenti proiezioni (Febbraio 2026) del Congressional Budget Office (CBO) mostrano come il debito federale USA nelle mani del pubblico sfiorerà il 120% del Pil nel 2034, il 140% nel 2044 per arrivare a superare il 165% nel 2054. Ugualmente preoccupante è l'andamento della posizione netta verso l'estero che in rapporto al Pil ha ormai superato il 90% (IMF, 2025). Il combinato disposto di una elevata e crescente posizione debitoria del sovrano e del sistema economico USA verso il resto del mondo ha condotto a un mutamento del sentimento di mercato, che inizia a scontare la possibilità che il paese egemone non sia più in grado di fornire assets privi di rischio. Una condizione che Gourinchas, Rey e Sauzet (2019) hanno definito un "nuovo dilemma di Triffin". In modo simile a quanto Robert Triffin aveva evidenziato sin dai primi anni '60, gli USA si trovano di fronte a un bivio. Da un lato, possono evitare di accomodare la domanda di assets denominati in Dollari; ma così facendo farebbero emergere una carenza globale di *safe assets* con conseguenze destabilizzanti per l'intero sistema internazionale. Dall'altro, possono soddisfare la crescente domanda di assets in Dollari, ma in tal modo renderebbero ancora meno sostenibile la posizione di dominanza inducendo le condizioni per scatenare una crisi nei confronti del dollaro.

Gli elementi considerati in precedenza fanno capire che esistono delle condizioni che giustificano un ridimensionamento del ruolo degli USA e del Dollaro all'interno del sistema globale, a favore di altre potenze/valute che andrebbero a colmare il vuoto lasciato dalla moneta americana. Un processo che nel corso degli ultimi mesi potrebbe avere subito un'accelerazione innescata dalle decisioni dell'Amministrazione Trump. Il combinato disposto di guerre commerciali, sanzioni e interventi militari ha infatti rafforzato la percezione di un crescente disimpegno degli USA da una serie di responsabilità globali che avrebbe provocato una riduzione del *security premium* sinora goduto dal Dollaro. Operativamente, solo per citare alcune recenti stime elaborate da Eichengreen (2025b), ciò corrisponderebbe a una minor detenzione di riserve in Dollari pari al 30% degli stock attuali. La questione fondamentale riguarda il tipo di ribilanciamento che si verrà a realizzare in futuro. In altre parole, se il Dollaro vivrà un suo progressivo ridimensionamento, chi ne prenderà il ruolo di valuta dominante?

In quanto segue passeremo in rassegna alcune tra le diverse opzioni disponibili. Prima è però necessario chiarire due questioni fondamentali. La prima riguarda il tipo di equilibrio – unipolare o multipolare – che potrà manifestarsi in futuro. La storia delle monete internazionali ha sinora proposto una sequenza di equilibri unipolari, caratterizzati dalla successione di una condizione di dominanza goduta da una singola valuta/egemone alla volta. Le dinamiche attualmente in atto a livello globale non escludono la possibilità che alla condizione di dominanza del Dollaro si vada a sostituire un equilibrio multipolare composto da più blocchi economici/valute che godono di condizioni di relativa rilevanza (Farhi, Gourinchas e Rey, 2011). La seconda attiene alla diversa dimensione tra il mercato degli assets in Dollari (ampia) e quella degli assets alternativi al Dollari



(decisamente più contenuta). Lo squilibrio dimensionale è tale da lasciare facilmente prevedere un complicato processo di aggiustamento degli stock. In altre parole, non va trascurata la possibilità che l'eventuale fuoriuscita dal Dollaro si accompagnerà a tensioni sui prezzi degli assets causate da rilevanti squilibri tra domanda e offerta. Un tema importante soprattutto considerando che l'eventuale eccesso di offerta di Dollari potrebbe causare un consistente deprezzamento della moneta americana – con conseguente perdite in conto capitale sugli assets venduti – tale da frenare lo stesso processo di de-dollarizzazione e prolungare la durata della dominanza del Dollaro (Prasad, 2022).

3. La de-dollarizzazione e il ruolo dei BRICS+

Una decisa riduzione nell'utilizzo del dollaro come moneta internazionale non solo aumenterebbe i costi di finanziamento per il Tesoro USA; avrebbe anche l'effetto di rendere meno efficace il potere sanzionatorio del Governo di Washington. Un candidato naturale a sfruttare questa opportunità è costituito dal gruppo BRICS⁶. I BRICS+ rappresentano una vera e propria potenza geo-economica, di rilevanza non inferiore al gruppo del G7. Ospitano il 40% della popolazione mondiale, producono oltre un terzo del PIL mondiale (valutato a cambi di PPP) e contribuiscono per il 20% al commercio mondiale. Al netto delle profonde differenze strutturali esistenti al loro interno, un chiaro tratto comune li unisce: il tentativo di ridurre la loro esposizione alla dominanza economico-finanziaria USA.

In effetti, le Banche Centrali BRICS+ possono fare molto per raggiungere questo obiettivo, attraverso la vendita dei titoli sovrani USA in loro possesso e l'acquisto di riserve auree o di altre valute convertibili. Altri passi in avanti possono derivare da iniziative in campo bancario come la costituzione (nel 2015) della BRICS Bank, più nota come New Development Bank (NDB). La NDB raccoglie e mobilita risorse denominate in valute diverse dai Dollari per la realizzazione di infrastrutture e progetti di sviluppo – in campo sanitario, energetico, nella lotta al cambiamento climatico e nel sostegno al trasferimento tecnologico (nell'area BRICS+ e più in generale nelle economie emergenti) – ponendosi l'obiettivo di de-dollarizzare la finanza per lo sviluppo.

Tuttavia, il maggior sforzo da parte dei BRICS verte su una serie di interventi per favorire

- maggior utilizzo monete BRICS+ come valuta di regolamento di transazioni commerciali e finanziarie internazionali, soprattutto di quelle che si svolgono all'interno dell'area BRICS;
- sviluppo della cooperazione nelle procedure di regolamento delle transazioni commerciali e finanziarie internazionali;

con l'obiettivo ultimo di lanciare una vera e propria valuta BRICS+.

Una moneta comune consentirebbe di rafforzare l'integrazione economico-finanziaria tra questi paesi, anche grazie allo svolgimento efficiente di transazioni bancarie *cross-border*. In linea di principio, l'emissione dello Unit (il nome per ora attribuito alla moneta comune dei BRICS+) potrebbe costituire l'inizio di una vera e propria

⁶ Nel 2009 – in occasione del vertice di Yekaterinburg – Brasile, Cina, India e Russia costituiscono una vera e propria organizzazione intergovernativa chiamata BRIC. Nel 2010 ai 4 paesi fondatori si unisce il Sud Africa,

dando luogo ai BRICS che nel 2024 diventano BRICS+ con l'adesione di Egitto, Emirati Arabi Uniti, Etiopia e Iran. Nel gennaio 2025 al gruppo si unisce l'Indonesia.

rivoluzione per l'intero sistema finanziario globale. Ma in quale forma tecnica avverrebbe la sua emissione? Diverse le proposte sinora avanzate. Una prima possibilità è rappresentata da una valuta ancorata all'oro. Una soluzione ben vista da quei paesi BRICS+ – come Cina Russia e Sudafrica – produttori di oro, ma che viene osteggiata da coloro che non possono avvalersi di giacimenti aurei. Inoltre, l'ancoraggio di una valuta all'oro richiede la soluzione di problemi notevoli, come quelli sperimentati (e mai risolti) in occasione dell'abbandono del sistema di Bretton Woods nell'agosto 1971, legati alla difficoltà di mantenere un rapporto di cambio stabile tra singole monete nazionali e il prezzo dell'oro.

Una seconda possibilità è costituita dall'ascesa al ruolo di moneta comune di una valuta nazionale già esistente. Il naturale candidato ad assumere questa posizione è evidentemente il Renmimbi, espressione dell'economia più forte. Ma è altrettanto evidente che una soluzione di questo tipo scatenerebbe immediate tensioni geopolitiche all'interno della stessa area dei BRICS. Non è difficile immaginare la resistenza di paesi nazionalisti come l'India di Modi – divisa dalla Cina da anni di tensioni anche di tipo militare – o come la stessa Russia di Putin. Inoltre, non andrebbero dimenticate le resistenze da parte del mercato che difficilmente accetterebbe l'utilizzo di una moneta ancora oggi gravata da una convertibilità solo parziale in conto capitale.

Una terza via è invece costituita da una valuta in parte ancorata all'oro e in parte a un paniere di valute BRICS. In funzione del peso relativo attribuito alla componente aurea e alle singole monete nazionali che definiscono il paniere di valute, il rischio della presenza di una valuta egemone verrebbe drasticamente ridotto.

Tuttavia rimangono non pochi problemi da risolvere. Il primo è relativo alla generazione di infrastrutture utili a supportare lo sviluppo e l'uso

di una moneta comune. Esattamente ciò che il gruppo BRICS+ si è proposto di realizzare lanciando progetti come BRICS Pay, BRICS Clear e BRICS Bridge. Con BRICS Pay si consente l'interconnessione tra sistemi di pagamento domestici già esistenti nell'area BRICS (quali il russo MIR; l'indiano UPI; i cinesi WePay e AliPay....) sviluppando un proprio sistema di messaggistica che mette le banche locali nella condizione di comunicare direttamente scambiando le rispettive valute; con BRICS Clear si favoriscono sistemi alternativi di regolamento e deposito, rispetto a quelli già oggi offerti dai paesi del blocco occidentale (come Euroclear); infine, con BRICS Bridge si arriva a disegnare sistemi basati su una DLT (Distributed Ledger Technology), utile a supportare eventuali transazioni in moneta digitale di Banca Centrale (CBDC) – quali e-Yuan o e-Rupee. Il combinato disposto di questi progetti dovrebbe consentire la realizzazione di una rete di infrastrutture in grado di supportare adeguatamente l'internazionalizzazione delle principali monete BRICS+ già esistenti; e successivamente quella di una moneta comune emessa dai BRICS+. Il secondo problema ben più difficile da risolvere riguarda il modo in cui mantenere un valore relativamente costante dello Unit in presenza di variabilità dei cambi tra le singole monete che definiscono il paniere. In altre parole si verrebbero a riproporre – con intensità decisamente maggiore – i problemi già visti all'opera con l'ECU (European Currency Unit, antesignano dell'Euro) durante il funzionamento dello SME (Sistema Monetario Europeo). Ma la terza, vera questione fondamentale riguarda il modo in cui la moneta unica, una volta emessa, verrebbe gestita. Una questione sostanziale dal momento che le divergenze (soprattutto di carattere strutturale) tra le economie del BRICS+ sono tali e tante da rendere l'emissione di una moneta comune una scelta chiaramente



subottimale. Non casualmente, la proposta di una valuta comune BRICS+ è stata duramente criticata – sulla base di argomenti non dissimili da quelli a suo tempo usati per criticare l'Euro (e la subottimalità dell'Eurozona come area valutaria) – persino da Jim O'Neill, il padre dei BRIC⁷!

Ciò spiega il cambiamento di direzione annunciato da Putin in persona in occasione del vertice di Kazan dell'ottobre 2024. In quella sede Vladimir Putin auspicava una de-dollarizzazione basata su un radicale cambiamento dell'intero sistema monetario e finanziario internazionale. Motore del cambiamento non sarebbe più stato l'emissione di una valuta comune BRICS+, quanto piuttosto lo sviluppo di un sistema dei pagamenti basato sull'utilizzo di una DLT (*Distributed Ledger Technology*) che accompagnasse l'emissione di CBDCs (*Central Bank Digital Currencies*, valute digitali di Banca Centrale) da parte dei singoli stati. Il nuovo sistema di pagamenti sarebbe quindi il risultato dell'evoluzione di BRICS Bridge che fornirebbe l'infrastruttura tecnologica – supportata da una blockchain – per gestire strumenti innovativi quali le CBDCs.

In verità, a pochi giorni di distanza dall'annuncio di Putin emerge un altro problema. Il nuovo sistema BRICS Bridge avrebbe dovuto essere sviluppato sulla falsariga di *mBridge*, una piattaforma basata su DLT frutto della collaborazione tra le Banche Centrali di Cina, Hong Kong, Thailandia, Emirati Arabi Uniti e Arabia Saudita e la Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI). Quest'ultima si è però sfilata dal progetto adducendo un suo scarso coinvolgimento nel progetto stesso! Al di là di un ostentato atteggiamento contrario all'uso del dollaro, sembra chiaro come il gruppo dei BRICS+

non costituisca una coalizione credibile per sostenere una de-dollarizzazione efficace.

4. La de-dollarizzazione e il ruolo della Cina

Il governo di Pechino si è impegnato per favorire lo sviluppo dell'utilizzo internazionale del Renmimbi, cercando soprattutto di trarre vantaggio dal fatto che la Cina è il più importante partner commerciale per circa 120 paesi.

Il primo passo viene intrapreso nel 2007 con la costituzione di China Investment Corporation (CIC), il fondo sovrano che diventa il braccio operativo per attuare una strategia di diversificazione delle riserve ufficiali (allora per lo più detenute in Dollari). Successivamente la Banca Centrale cinese avvia una serie di iniziative specificamente rivolte alla internazionalizzare della moneta cinese: offre *swap lines* in Renmimbi ad altre Banche Centrali, favorisce lo sviluppo di mercati *off-shore* per obbligazioni denominate in Renmimbi, sostiene la fatturazione dei flussi commerciali che utilizzino il Renmimbi, costituisce istituzioni finanziarie come Asian Infrastructure Investment Bank (AIIB) per sostenere la creazione di infrastrutture cruciali per lo sviluppo.

Soprattutto, il governo di Pechino ha realizzato sostanziali progressi nello sviluppo di sistemi di pagamento alternativi a SWIFT. Il progetto CIPS (Cross-Border Interbank Payment System) – lanciato nel 2015 con l'obiettivo di dotarsi di un sistema di pagamento per regolare e compensare transazioni internazionali in Renmimbi al fine di favorirne l'internazionalizzazione e limitare l'esposizione a sanzioni su operazioni svolte in Dollari⁸ – ha avuto un notevole successo. Diversi i fattori in gioco: il miglioramento della tecnologia

⁷ Alla fine del 2001 Jim O'Neill (2001), capo economista di Goldman Sachs, scrive un breve ma significativo Rapporto: "Building Better Global Economic BRICS". Il messaggio contenuto è chiaro. Nei decenni successivi l'importanza di paesi come Brasile, Russia, India e (soprattutto) Cina andrà fortemente accrescendosi con

importanti implicazioni per l'economia mondiale e i suoi equilibri geo-politici. Da quel momento l'acronimo BRIC diventa di uso comune.

⁸ Non a caso, la costituzione di CIPS avviene dopo che Bank of Kunlun era stata sanzionata (nel 2012) da OFAC in quanto ritenuta responsabile di transazioni

utilizzata, che ne ha rafforzato sicurezza ed efficienza e il numero di transazioni generate dallo sviluppo delle iniziative collegate alla Belt and Road Initiative (BRI)⁹. Il successo di CIPS è andato – ovviamente – di pari passo con l'accresciuto utilizzo del Renmimbi sui mercati internazionali. La finanza per il commercio (*trade finance*) cinese ha registrato – dopo il Febbraio 2022 – una ricomposizione a favore della moneta cinese, passata dal 4 all'8% dei flussi totali per effetto di un sostanziale aumento dell'uso della moneta cinese con i paesi "allineati" alla Cina (Gopinath, 2024). Nel complesso la quota detenuta dal Renmimbi nello svolgimento di transazioni *cross-border* da imprese (non bancarie) cinesi e controparti straniere supera il 50%, un numero equivalente a quello relativo all'utilizzo del Dollaro (mentre 15 anni orsono la stessa statistica era rispettivamente pari a 0 e 80%).

Gli sforzi della Cina verso la de-dollarizzazione non finiscono qui. Il governo di Pechino ha in corso un esperimento singolare. Sviluppare una Central Bank Digital Currency (CBDC) come *e-Yuan* – supportata da una nuova architettura *cross-border* come *mBridge* – in grado di circolare sui mercati internazionali. L'elemento chiave in questo progetto è lo sviluppo di un'adeguata infrastruttura digitale (Benigno, 2026), che

consenta di gestire separatamente diverse funzioni della moneta¹⁰ (quali servizi di pagamento, servizi di gestione della liquidità) per facilitarne l'utilizzo. L'obiettivo di questa strategia non è quindi rappresentato da un Remimbi in grado di rivaleggiare con il Dollaro nello svolgimento della funzione di riserva di valore (obiettivo irraggiungibile fintanto che rimangono i controlli sui movimenti di capitale), quanto piuttosto da un Renmimbi che possa diventare un mezzo di pagamento internazionale ampiamente accettato grazie allo sviluppo di adeguate infrastrutture digitali. Lo sviluppo di *mBridge* (Multiple Central Bank Digital Currency Bridge) – una piattaforma sviluppata congiuntamente alle Banche Centrali di Arabia Saudita, Emirati Arabi Uniti, Hong Kong e Tailandia,) – consente di scambiare direttamente le varie monete digitali emesse dai paesi partner su una piattaforma comune, bypassando il Dollaro. Diventa così possibile che un compratore thailandese paghi in Thai Baht mentre il venditore cinese riceva direttamente Renmimbi, senza ricorrere al ruolo di valuta veicolo tipicamente svolto dal Dollaro; e senza utilizzare il sistema di *correspondent banking* incentrato sul Dollaro facilmente esposto al rischio di sanzioni¹¹.

riguardanti il pagamento di importazioni di petrolio iraniano.

⁹ Lungo direzioni analoghe si sono mossi i governi di paesi come India – che ha intensificato l'utilizzo della Rupia come moneta di regolamento negli scambi con Malesia, Russia e altre economie emergenti – Brasile e Argentina – che si sono impegnati nell'adottare il Renmimbi per regolare i loro scambi internazionali con il gigante asiatico. Nel 2023 l'Arabia Saudita ha annunciato di essere pronta a regolare le esportazioni di petrolio in monete diverse dal Dollaro; inoltre ha avviato un piano di fornitura di gas e petrolio all'India usando valute locali.

¹⁰ Per usare alcune tipiche espressioni gergali, lo sviluppo di sistemi di *digital settlement* permette di

spacchettare (*unbundling*) le tipiche funzioni monetarie (mezzo di pagamento e servizi di liquidità, proprietà degli assets e riserva di valore) che sono state storicamente gestite in modo unificato.

¹¹ Come ricordato in Chari, Converse et al., (2025) il sistema dei pagamenti *cross-border* ha giocato e continuerà a giocare un ruolo fondamentale nel sistema economico-finanziario globale. Un ruolo centrale per il suo funzionamento è giocato dal sistema di *correspondent banking* costituito dal blocco occidentale che per svariati decenni ha mantenuto una posizione geo-politica neutrale. A partire dagli anni '10 di questo secolo, il frequente ricorso a sanzioni – soprattutto da parte USA – ha eliminato questa condizione di neutralità, spingendo molti paesi del Sud Globale a



In questo modo diventa possibile riconciliare lo sviluppo del Renmimbi come mezzo di pagamento internazionale – compatibile con lo sviluppo di *e-yuan* e di *mBridge* – con il continuo mantenimento di controlli sui movimenti di capitale – incompatibile con lo sviluppo internazionale del Renmimbi come riserva di valore – con l’attuale acquisto di Dollari da parte del sistema cinese nel suo complesso – del tutto incoerente con l’obiettivo di de-dollarizzazione. Mentre la Banca Centrale cinese sta riducendo le proprie riserve ufficiali in Dollari¹², il resto del sistema cinese sta acquistando assets denominati nella valuta USA (Setser, 2026) – attraverso operazioni svolte dalle principali banche pubbliche: 170 miliardi di Dollari solo nel periodo Dicembre 2025-Gennaio 2026. Un’operazione necessaria per evitare l’apprezzamento della valuta cinese che limiterebbe la crescita della domanda estera – responsabile di un avanzo di parte corrente vicino a 1.200 miliardi nel 2025 – senza la quale la crescita del gigante asiatico sarebbe stata decisamente inferiore.

E’ abbastanza evidente che mentre nel breve-medio periodo l’obiettivo cinese sia quello di costituire un eco-sistema parallelo fondato sul Renmimbi come mezzo di pagamento internazionale in grado di competere con il Dollaro, nel lungo termine il vero obiettivo sia costituito da un uso diffuso del Renmimbi come riserva di valore internazionale, in grado di sostituirsi al Dollaro. La vera domanda riguarda quindi le modalità con cui sarebbe possibile ottenere questo risultato, dato il regime di inconvertibilità in conto capitale della moneta cinese. La risposta non può che essere una. Il

proseguimento della Belt & Road Initiative, mediante la continua attuazione di Investimenti Diretti Esteri¹³, che consentino di scambiare moneta cinese contro assets strategici – come la proprietà di attività minerarie in Africa volte a garantire il controllo di materie prime critiche (Lipschitz, 2026).

5. La de-dollarizzazione e il ruolo dell’Euro

Uno scenario di de-dollarizzazione potrebbe favorire l’ascesa dell’Euro nel ruolo di moneta internazionale alternativa al Dollaro. La realizzazione di ciò che è stato definito un “*global euro moment*” – che potrebbe portare ad un sensibile incremento della rilevanza dell’Euro sia nelle riserve ufficiali detenute dalle Banche Centrali (oggi pari al 20% circa) che nel suo utilizzo sui mercati internazionali – richiede la realizzazione di progressi sostanziali in almeno tre diversi ambiti (Lagarde, 2025a; 2025b).

- 1) Rafforzare il ruolo dell’Eurozona come partner non solo commerciale – per incentivare l’uso dell’Euro come moneta di regolamento degli scambi – ma anche politico-militare, per consolidare la posizione europea da un punto di vista geopolitico e per limitarne l’esposizione nei confronti di eventuali sanzioni (comminate non solo dagli USA).
- 2) Completare il progetto di unione del mercato dei capitali (*capital markets union*) - ancora oggi fortemente segmentato tra i diversi mercati nazionali - aumentando l’attrattività del mercato europeo dei

sviluppare dei propri sistemi dei pagamenti *cross-border*.

¹² Dal 2013 al 2025, la Banca Centrale cinese ha dimezzato il possesso di titoli del Tesoro USA (passati da 1.320 a 756 miliardi Dollari) mentre ha raddoppiato

le scorte di oro (aumentate da 1.054 a 2.298 tonnellate).

¹³ Le attività sviluppate all’interno della Belt & Road Initiative coinvolgono 150 paesi e hanno comportato nel solo 2025 flussi di IDE pari a 213,5 miliardi di Dollari.

capitali attraverso due vie: una sostanziale crescita dei rendimenti offerti sugli assets denominati in Euro e una maggiore offerta di *safe assets*, ottenuta anche attraverso l'introduzione di un Eurobond¹⁴.

- 3) Avviare definitivamente il processo di unificazione politica

E' superfluo sottolineare le sinergie che potrebbero scaturire dall'azione congiunta svolta in questi diversi ambiti. Un ruolo essenziale sarebbe svolto dalla emissione di debito comune europeo da parte di un soggetto politicamente unito. L'emissione di eurobond consentirebbe la raccolta delle risorse utili a finanziare la fornitura di beni pubblici, come la difesa europea. Da un lato l'emissione di eurobond consentirebbe di attuare un piano di difesa comune sfruttando sostanziali economie di scala che ridurrebbero le spese per la difesa eventualmente sostenute dai singoli paesi nel caso in cui questi seguissero una politica di riarmo *stand alone*. Dall'altro, l'emissione di Eurobond contribuirebbe a rafforzare la posizione dell'Euro come alternativa al Dollaro nella funzione di valuta di riserva internazionale e moneta di scambio nel commercio internazionale. Tuttavia per poter godere dei (consistenti) vantaggi derivanti dal maggior ruolo internazionale dell'Euro è assolutamente necessario poter sviluppare nel corso del tempo un mercato che sia "spesso" e costituito da *safe assets*. Mentre la consistenza delle emissioni di Eurobond (come i titoli emessi dalla Commissione Europea usando il bilancio europeo come garanzia) ha raggiunto una dimensione interessante (che sfiora i 2.000 miliardi di euro) che garantisce l'esistenza di un mercato relativamente spesso associato a un *liquidity premium* relativamente modesto, non si può

affermare altrettanto quando si valuta il grado di rischio di questi titoli (Bordignon, 2026). Pallara, Pericoli e Tommasino (2025) dimostrano come questi titoli del debito pubblico europeo non si comportino come un *safe asset*. Nonostante il rating del debito europeo venga classificato come AAA (cioè sia assimilato a quelli dei migliori debitori), il suo prezzo risulta caratterizzato dalla presenza di un *inconvenience premium*. A titolo di esempio, negli ultimi anni, lo spread pagato dagli Eurobonds rispetto ai Bund tedeschi è stato mediamente pari a 50 punti base. Operativamente ciò significa per molti paesi dell'Eurozona gli Eurobonds sono meno attraenti dei titoli del debito sovrano nazionale. Perché? Una probabile spiegazione è costituita dalla percezione che i mercati hanno delle diverse garanzie godute da titoli sovrani nazionali rispetto agli Eurobonds. Mentre per i primi sono stati disegnati meccanismi come OMT e TPI che garantiscono un intervento da parte della BCE in momenti di crisi utile a sostenerne il prezzo, i secondi sono assimilati a titoli emessi da un organismo sovranazionale, la cui sostenibilità finanziaria non dipende da risorse e decisioni proprie. Da qui la peggior valutazione del grado di rischiosità che può essere risolta solo realizzando concreti passi in avanti verso una maggior integrazione politica. Una decisione che al momento attuale appare ben lontana dall'essere realizzabile e che rende ancora lontana nel tempo la perdita della condizione di dominanza del Dollaro a favore dell'Euro.

Più vicina nel tempo appare invece la realizzazione dell'Euro Digitale, la versione europea di una *retail CBDC*. Stando all'annuncio più recente della Banca Centrale Europea (2025), l'Euro digitale potrà essere emesso già nel corso del 2029. Si prefigura come una versione digitale di contante, accessibile a tutti i cittadini – anche offline – e utilizzabile per

¹⁴ Argomento che verrà approfondito nel capitolo 3 di questo numero di OM



pagamenti elettronici negli esercizi commerciali, sulle piattaforme online o tra privati¹⁵.

Oltre a garantire un grado di sicurezza e di privacy paragonabile a quella del contante, l'Euro digitale assicurerà ulteriori vantaggi. In particolare, il suo sviluppo consentirà di ridurre la condizione di estrema dipendenza dai servizi di pagamento forniti da soggetti extra UE, tipicamente statunitensi (come VISA e Mastercard che processano quasi due terzi delle transazioni interne all'Eurozona regolate con carte di credito), che comportano rischi anche per la sicurezza e l'autonomia finanziaria (Reichlin, 2026).

6. La de-dollarizzazione e il ruolo delle digital currencies

Oltre alle valute digitali emesse – o in corso di emissione – da parte delle Banche Centrali (CBDCs), gli ultimi anni hanno visto un forte sviluppo delle *Stablecoins*¹⁶. Queste sono cripto-valute emesse da privati – quali multinazionali o istituzioni finanziarie aventi una dimensione globale – a fronte di una certa disponibilità (*backing*) di Dollari o Euro a garanzia del mantenimento di un prezzo costante della stessa *Stablecoin* rispetto alla valuta sottostante. La condizione di stabilità del loro valore rende queste cripto-valute più attraenti di *unbacked cryptocurrencies* (come Bitcoin) che invece soffrono di una elevata volatilità.

In linea di principio, lo sviluppo delle *Stable-coins* può avere conseguenze importanti sia per il processo di de-dollarizzazione che per la stabilità

del sistema finanziario globale. In verità, al momento attuale le conseguenze per la de-dollarizzazione sono molto modeste. Non va infatti dimenticato che il 99% della capitalizzazione delle *Stablecoins* è costituito da *Dollar Stablecoins*, cripto-valute ancorate al Dollaro (Group of Thirty, 2025). Di conseguenza fino a quando le *Euro Stablecoins* (o quelle ancorate ad altre valute) non avranno raggiunto consistenze degne di nota, gli effetti dello sviluppo di *Stablecoins* sulla de-dollarizzazione saranno assolutamente nulli (se non negativi!). Al contrario ci potrebbero essere effetti importanti per la stabilità dell'intero sistema globale in assenza di un adeguato quadro regolatorio. A tale proposito va ricordato come attualmente due emittenti dominino il mercato delle *Dollar Stablecoins* (che vale circa 250 miliardi di Dollari): Tether e Circle, con una capitalizzazione rispettivamente pari a 160 e 60 miliardi di Dollari. Tuttavia, mentre Circle ha sede all'interno degli USA ed è quindi sottoposta alla stringente legislazione e supervisione statunitense¹⁷, Tether ha la sua sede in El Salvador! Le (presumibili) differenze nel grado di stringenza con cui verrà effettuata attività di controllo da parte dell'autorità di supervisione salvadoregna rispetto a quella statunitense lasciano prevedere conseguenze importanti per la stabilità dell'intero sistema globale. Come sottolineato in modo risoluto da un importante *think-tank* "La situazione attualmente esistente, in cui l'emittente della *Stablecoin* più grande al mondo usa assets di dubbia qualità come garanzia delle passività emesse e non fornisce

¹⁵ Per un'analisi dei dettagli tecnici riguardanti l'Euro digitale si rinvia a https://www.ecb.europa.eu/euro/digital_euro/features/html/index.it.html

¹⁶ Argomento che verrà approfondito nel capitolo 2 di questo numero di OM

¹⁷ Nel mese di Luglio 2025, Donald Trump ha sottoscritto il GENIUS (Guiding and Establishing National Innovation

for US Stablecoins) Act che definisce la cornice regolatoria entro cui le *Stablecoins* possono operare. Impone un *backing* 1:1 con asset di qualità elevata (cash, Treasuries Bonds o altri attivi di assoluta affidabilità). Esclude la possibilità di un *government backstop* fornito a loro supporto; vieta espressamente il pagamento di interessi sullo stock di *Stablecoins* detenute.

rendiconti finanziari verificati non è accettabile” (Group of Thirty, 2025).

7. Conclusioni

La de- dollarizzazione è un processo in divenire, il cui esito – lungi dall’essere scontato – dipenderà da una molteplicità di fattori che riguardano sia le condizioni interne agli USA che le azioni intraprese da altri paesi (sia avanzati che emergenti). E’ difficile prevedere cosa accadrà nel corso dei prossimi anni, per via dei molteplici fattori in gioco¹⁸. Tuttavia è possibile definire uno scenario a partire dalla considerazione di alcuni punti fermi (Rogoff, 2025).

Il punto più alto della dominanza del Dollaro è stato toccato una decina di anni orsono. A partire da quel momento si è assistito a una progressiva caduta dell’importanza del Dollaro, almeno nello svolgimento della funzione di riserva di valore per le Banche Centrali (ora pari al 60% dello stock complessivo). Contemporaneamente molte operazioni svolte da operatori del settore pubblico e privato hanno continuato a privilegiare il Dollaro confermando una perdurante attrazione esercitata dal biglietto verde rispetto ad altre valute (Gopinath, 2024). A tale proposito basterà ricordare che i dati più recenti forniti da SWIFT mostrano come – nonostante gli accresciuti rischi di natura geopolitica – il Dollaro USA sia coinvolto nell’80% della *trade finance*, in conseguenza del fatto che la maggior parte del commercio di

commodities continua a rimanere regolato in Dollari.

Il combinato disposto di un maggior peso assunto dalle economie emergenti nell’economia globale, di un crescente ricorso alla *weaponization* del Dollaro da parte dell’Amministrazione USA per conseguire obiettivi di politica estera e il deterioramento di alcuni fondamentali USA – quali la posizione debitoria del governo federale e del sistema paese verso il resto del mondo – rendono probabile una progressiva perdita di rilevanza sofferta dal Dollaro a vantaggio di monete alternative come Euro e Renminbi. Tuttavia non va sottovalutata la possibilità che la fase di transizione sarà decisamente lunga e incerta, anche perché segnata dalla continua presenza di una condizione di “equilibrio del terrore finanziario” (Summers, 2004)¹⁹ oltre che dalla mancanza di valide alternative (Lagarde, 2025). Lo sviluppo dell’uso internazionale dell’Euro è condizionato alla realizzazione di significativi passi in avanti nel processo di unificazione politica e nell’uso di un bilancio federale finanziato dalla emissione di Eurobonds. In modo analogo, il successo del Renminbi come moneta internazionale dipenderà da come il governo di Pechino saprà gestire lo sviluppo di un Remimbi digitale e di sistemi di pagamento alternativi a SWIFT (come *mBridge*) mantenendo una condizione di inconvertibilità della propria valuta. D’altro canto la progressiva perdita di rilevanza del Dollaro risentirà anche della possibilità di trovare mercati spessi e liquidi in grado di fornire *assets* di

¹⁸ “Understanding the dollar’s dominance today – and the likelihood that it will endure – requires a wide-ranging review of global economic and political developments, from the rise of payment technologies to the evolution of economic theory to shifting great-power relationships” (Obstfeld, 2025).

¹⁹ Con questo termine Summers (2004) ha definito una situazione i cui “gli USA fanno affidamento sui costi eventualmente sopportati da paesi (come la Cina) che

contribuiscono a finanziare il deficit corrente USA per garantirsi che il flusso di finanziamento non verrà mai interrotto. L’ equilibrio del terrore finanziario nasce dalla necessità per la Cina di poter disporre di una *safe asset* su cui investire il proprio eccesso di risparmio e per gli USA di disporre di fonti di finanziamento a basso costo. Un legame che rende improbabile una repentina uscita dal Dollaro.

elevata qualità che possono essere considerati validi sostituti dei titoli denominati in Dollari. Una condizione che ad oggi appare come irrealistica, viste considerate le diverse consistenze degli stock di assets denominati in monete diverse dal Dollaro.

Lo scenario più probabile è quindi quello di una progressiva, ma lenta diversificazione del sistema che nel più lungo periodo sarà sempre meno dominato dal Dollaro e tenderà a utilizzare sempre di più valute alternative, anche in una forma digitale (CBDCs o *Stablecoins*). Il conseguente equilibrio multipolare unito alla diffusione di tecnologie sempre più sofisticate – e per questo sempre più difficili da regolare e supervisionare – può condurre a un aumento del rischio di instabilità finanziaria globale; soprattutto all’interno di uno scenario geo-politico sempre più frammentato in blocchi. Infatti, la frammentazione tra blocchi “politicamente contrapposti” si accompagnerebbe a una serie di infrastrutture per il sistema dei pagamenti *cross border* tra loro segmentate. Ne deriverebbero minore velocità di esecuzione, maggiori costi, più opacità e maggiore esposizione a rischi di natura diversa – dai rischi di liquidità ai rischi di *cyber attacks* a quelli generati da operazioni di arbitraggio regolatorio, con possibile incremento delle operazioni illegali. La concorrenza tra le diverse valute al centro di ciascun sistema dei pagamenti potrebbe comportare non solo i classici benefici della diversificazione, ma anche i costi dell’incertezza associata a possibili divergenze nelle risposte delle autorità monetarie e nella fornitura di adeguate *safety nets* in tempi di stress (Chari, Converse et al., 2025).

Tuttavia, al momento attuale, i maggiori rischi sono per la moneta USA e giungono da

Washington, non da Bruxelles, Pechino, o Mosca. Le decisioni di Trump sono sotto gli occhi di tutti. L’incertezza generata ha prodotto effetti negativi per la stessa economia USA, oltre che per i mercati finanziari globali. Soprattutto ha condotto a una massiccia vendita di bonds sovrani USA – all’indomani del Liberation Day – associata all’aumento dei rendimenti a lungo termine e al deprezzamento del biglietto verde di mercati valutari. Una chiara perdita di fiducia nei confronti del Dollaro, mai registrata negli ultimi anni. Ciò non toglie che “*the US Dollar might slip, but it will continue to rule*” (Prasad, 2022)²⁰.

Riferimenti bibliografici

- Benigno, P. (2026), *The Digital Yuan and the New Geography of Monetary Power*, Substack, The Central Banks’ Watcher.
- Blustein, P. (2026) Don’t bet on dollar dethronement, Financial Times, 29 Gennaio.
- Bordignon, M., (2026), Eurobond, sì o no? Lavoce.info, 23 Febbraio.
- Chari, A., Converse, N., et al., (2025), *Geopolitical Tensions and International Financial Fragmentation. Evidence and Implications*, ICMB & CEPR, Geneva Reports on the World Economy No.28.
- Crow, A., (2024), “King dollar” Dethroned? USD Dominance in an Age of Geo-economic Fragmentation, World Economic Forum, 31 Luglio.
- Eichengreen, B., (2025a), Can The Dollar Remain King of Currencies?, Financial Times, 22 Marzo.
- Eichengreen, B., (2025b), Mars or Mercury Rebooted: The Trump Administration, the Dollar,

²⁰ In tempi più recenti lo stesso Prasad (2024) ha affermato “*seemingly no matter how badly the United States plays its cards, don’t expect the dollar to decline*”.

- and the Geopolitics of International Currency Choice, Vox, 18 Aprile.
- Eichengreen, B., Mehl, A., e Chitu, L., (2019), Mars or Mercury? The Geopolitics of International Currency Choice, Economic Policy
- Farhi, E., Gourinchas, P.O., e Rey, H., (2011), What Future for the US Hegemon?, in Gourinchas, P., Rey, H., e Farhi, E., (a cura di) (2011), 'Reforming the International Monetary System', Paris and London CEPR Press.
- Gopinath, G., (2024), Geopolitics and its Impact on Global Trade and the Dollar, Stanford Institute for Economic Policy Research, 7 Maggio.
- Gopinath, G. e Stein, J., (2021), Banking, Trade, and the Making of a Dominant Currency, The Quarterly Journal of Economics, Vol.136, Maggio.
- Gourinchas, P.O., Rey, H., e Sauzet, M., (2019), The International Monetary and Financial System, Annual Review of Economics, 2019.
- Group of Thirty (2025), The Past and Future of Money. New Technologies and Economic Risks, Washington D.C., Ottobre.
- IMF, (2025), External report, Washington D.C., Ottobre
- Krugman, P., (1980) Vehicle Currencies and the Structure of International Exchange, Journal of Money Credit and Banking, Vol. 12, no. 3.
- Lagarde, C., (2025a), Europe's "global euro" moment, ECB Euroblog, 17 Giugno.
- Lagarde, C., (2025b), Turning openness into strength - the moment of the euro, discorso tenuto a Business France event "Business en Européens", Paris, 7 Ottobre.
- Lipschitz, L., (2026), China Plays Long Game in the Currency Wars, Financial Times, 9 Febbraio.
- Mohsin, S. (2024), Paper Soldiers: How the Weaponization of the Dollar Changed the World Order, Portfolio/Penguin.
- Obstfeld, M., (2025), King's Dollar Shaky Crown, Project Syndicate, 25 Aprile.
- O' Neill, J., (2001) Building Better Global Economic BRICs, Goldman Sachs, Global Economics Paper no.66.
- Pallara, K., Pericoli, M., e Tommasino, P. (2025), Issuing European Safe Assets: How to Get the Most out of Eurobonds Bank of Italy Occasional Paper No. 937.
- Pforr, T., 2025, Dollar Diminished: The Unmaking of US Financial Hegemony Under Trump, International Organization, Vol.79, Issue S1, December.
- Prasad, E. (2022), Enduring Preeminence, Finance and Development, Giugno.
- Prasad, E., (2024), Top Dollar, Why the Dominance of America's Currency is Harder than ever to Overturn, Foreign Affairs, Giugno/Luglio.
- Prasad, E., (2026), How China Could Win the Geopolitical Game by Default, Financial Times, 16 Febbraio.
- Reichlin, L., (2026) Central Bank Digital Currency and Monetary Sovereignty, Voxeu , 22 Gennaio.
- Rogoff, K. (2025), This Time Really Is Different for the Dollar. The Economist, 5 Maggio.
- Summers, L. (2004), The United States and the Global Adjustment Process, Institute for International Economics, 23 Marzo.
- Setser, B., (2026), China Is not Dumping US Treasuries, Financial Times, 16 Febbraio.
- Smart, C., (2026), Trump's Crypto Gamble. How a Stablecoin Could Preserve Dollar Dominance—or Shatter It, Foreign Affairs, Gennaio.
- Subacchi, P., (2026), Is There Life After the Dollar?, Project Syndicate, 19 gennaio.
- World Economic Forum (2026), Dedollarization or Redollarization?, Panel at WEF Annual Meeting.

2. QUANDO LA SUPREMAZIA VALUTARIA DIVENTA UN FILM DI FANTASCIENZA

Rony Hamaui ♦

- *Da qualche anno la posizione dominante del dollaro nel sistema finanziario internazionale è messa in discussione dalla forte crescita economica di alcuni paesi in via di sviluppo, dalla politica tariffaria dell'amministrazione di Donald Trump, dall'insorgere di diversi fronti di guerra e dalla conseguente contrapposizione geopolitica.*
- *In questo contesto, gli sviluppi tecnologici e l'enorme crescita dei grandi colossi del settore hanno ulteriormente accresciuto l'incertezza sul futuro del sistema finanziario internazionale. Non a caso si contrappongono due visioni. Da un lato, quella statunitense, che vuole affidare al settore privato la gestione degli strumenti di pagamento internazionali. Dall'altro, quella europea, secondo cui la moneta è un bene pubblico nel quale le banche centrali, insieme alle banche commerciali, devono continuare a svolgere un ruolo fondamentale. Ugualmente interessanti sono i casi di India e Brasile, dove il settore pubblico ha implementato soluzioni estremamente innovative. In mezzo si colloca la Cina, che, pur di non perdere terreno nella competizione, persegue entrambe le strategie, forte del suo imponente apparato pubblico ma anche dotata di importanti imprese tecnologiche.*
- *In questo scenario, stablecoin, valute pubbliche digitali e altri strumenti tokenizzati sono destinati a confrontarsi in una competizione ancora molto aperta. Ognuno gioca le proprie carte, presentando vantaggi e rischi che oggi non è facile valutare pienamente, poiché dipenderanno in modo cruciale da come verranno implementate la regolamentazione e la normativa prudenziale.*

1. L'innovazione tecnologica nel divenire dell'ordine valutario internazionale

La dimensione economico-finanziaria e quella politico-militare hanno sempre svolto un ruolo fondamentale nel permettere a una valuta di essere utilizzata oltre i confini nazionali e di affermarsi come moneta internazionale. Solo una nazione economicamente solida e politicamente stabile è infatti in grado di guadagnarsi la fiducia degli operatori e, di conseguenza, di imporre la propria moneta sia all'interno sia all'estero. Le valute internazionali beneficiano inoltre di forti esternalità di rete, poiché gli utenti traggono vantaggio dall'utilizzo della stessa valuta, e di complementarità strategiche tra le diverse funzioni che essa svolge (mezzo di pagamento,

unità di conto, strumento di fatturazione e finanziamento).

Per secoli la dracma ateniese e il denario romano, poi il real spagnolo e il fiorino olandese, fino alla sterlina inglese e al dollaro americano sono state accettate a livello internazionale grazie alla dimensione e alla forza economica dei rispettivi paesi, alla stabilità in termini di inflazione e debito pubblico, alla disponibilità di un *safe asset*, nonché alla profondità e all'apertura dei mercati finanziari. Non va inoltre sottovalutato il peso della forza militare del paese emittente, della sua capacità di costruire solide alleanze, della credibilità delle istituzioni e della determinazione a sostenere e promuovere la propria moneta.

Tuttavia, in alcuni momenti storici a questi fattori se ne è aggiunto un altro non meno importante:

♦ Università Cattolica del Sacro Cuore

l'innovazione tecnologica, che spesso nasce e si sviluppa proprio nel paese leader.

Se in Lidia, sulle coste dell'attuale Turchia, non fosse stata inventata tra il 680 e il 650 a.C. la prima moneta metallica coniata, la dracma greca, con la sua celebre civetta, non sarebbe probabilmente diventata la prima moneta internazionale accettata in tutto il Mediterraneo. Le precedenti "monete-merce" (conchiglie, cereali, bestiame, sale, tessuti, tavolette d'argilla, lingotti e barre di bronzo, argento e oro) non avrebbero potuto svolgere lo stesso ruolo nel facilitare il commercio internazionale: erano troppo costose da trasportare e troppo difficili da valutare senza procedure complesse di verifica. Era invece necessario offrire uno strumento che incorporasse una fiducia immediatamente riconoscibile.

Poi, ci vollero quasi venti secoli perché in Europa venisse inventata, o meglio reinventata, la moneta fiduciaria. Le banconote, prive di valore intrinseco, erano state ampiamente utilizzate durante la dinastia Song, nell'XI secolo, dapprima dai mercanti e successivamente dallo Stato, per supplire alla carenza di monete metalliche. Le "lettere di cambio" emesse dai banchieri italiani e olandesi nel XIV secolo erano invece riconosciute solo da una ristretta cerchia di corrispondenti esteri.

Le prime vere banconote europee furono emesse dalla banca privata Stockholms Banco in Svezia nel 1661. Tuttavia, fu la credibilità della neocostituita Bank of England a consentire, all'inizio del Settecento, l'emissione e l'accettazione regolare e su vasta scala dei biglietti bancari. La promessa credibile che tali banconote potessero essere convertite in oro in qualsiasi momento costituì un'ulteriore ragione del loro successo internazionale.

Anche l'introduzione, all'inizio del XVII secolo, di monete metalliche recanti un chiaro valore facciale numerico rappresentò un'innovazione

importante, spesso sottovalutata. Ovviamente questa innovazione fu resa possibile dal progressivo diffondersi dell'alfabetizzazione della popolazione, o quantomeno delle élite. In questo contesto, il pound inglese divenne progressivamente la principale moneta internazionale, ben oltre i confini dell'Impero britannico.

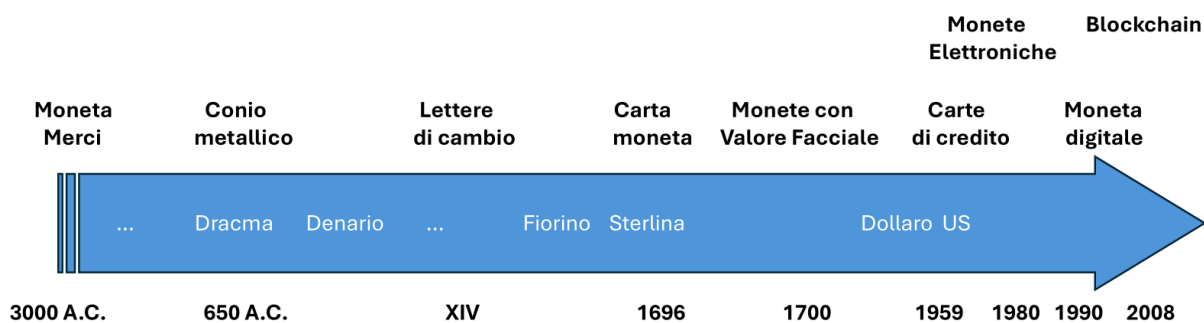
Una nuova era si apre alla fine degli anni Cinquanta, con l'affermarsi dei primi pagamenti elettronici e delle carte di credito. Il centro dell'innovazione questa volta diventano gli Stati Uniti, dove il dollaro aveva già conquistato il ruolo di principale valuta internazionale. In quegli anni nascono prima American Express, poi Visa e Mastercard. In senso stretto, le carte di plastica non erano moneta elettronica, ma introdussero per la prima volta pagamenti non in contanti accompagnati da una registrazione elettronica del valore. Seguirono sistemi di *clearing* elettronico tra le principali banche, nei quali il denaro divenne sempre più "scrittura contabile". Negli anni Ottanta, con la diffusione delle carte prepagate e delle *smart card* a valore memorizzato, comparvero le prime vere forme di moneta elettronica.

Negli anni Novanta, con la diffusione di Internet, emergono le prime valute digitali online e l'*e-money*. Ancora una volta, gli Stati Uniti, grazie alle grandi banche e alle principali società tecnologiche, fanno da apripista e rafforzano il ruolo internazionale del dollaro. Prima PayPal, poi Apple Pay, Google Pay e altri sistemi analoghi diventano esempi di moneta elettronica utilizzata su larga scala, in cui un intermediario di pagamento digitale - non una banca - funge da "ponte di fiducia" tra pagatore e beneficiario, evitando lo scambio diretto di dati bancari (IBAN), numeri di carte di credito o altre informazioni sensibili.

La rivoluzione tecnologica continua ad accelerare. Nel 2008, la pubblicazione del celebre *white paper* “Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System”, attribuito a un enigmatico Satoshi Nakamoto, segna una nuova svolta nel mondo della finanza, la cui portata è ancora difficile da valutare. Nasce per la prima volta il concetto di *blockchain*, un registro distribuito a blocchi concatenati che consente la condivisione e la sincronizzazione delle informazioni su una rete decentralizzata. L’anno

successivo viene lanciato Bitcoin, che negli anni successivi conoscerà un notevole successo internazionale. In seguito, si affermano le *stablecoin*, concepite per ridurre l’elevata volatilità delle criptovalute. Oggi sono numerosi gli esperimenti di tokenizzazione dei depositi bancari, delle obbligazioni pubbliche e private e persino dei conti presso le banche centrali, in un flusso continuo di innovazioni tecnologiche sempre più rapido e dal futuro incerto. (FIG. 1)

FIG. 1 – Linea del tempo delle monete internazionali e della tecnologia degli strumenti di pagamento



2. Il ruolo del settore privato e pubblico

Oggi la partita per la supremazia - o forse per la sopravvivenza - monetaria internazionale risulta particolarmente avvincente poiché, alle incertezze su quale sarà la tecnologia o le tecnologie vincenti, si somma uno scenario economico e geopolitico estremamente frastagliato, in cui la leadership mondiale appare sempre più contesa. La Pax americana, durata quasi ottant’anni, sta venendo meno. Gli Stati Uniti non sono più in grado, o non vogliono più, offrire beni pubblici globali quali il libero scambio, la pace e la sicurezza. Anche il peso dell’economia americana è in costante calo, così come quello del suo commercio internazionale. La forza militare può puntellare quella economica,

ma non è in grado di generare fiducia. Perfino la stabilità finanziaria della prima potenza mondiale è messa a rischio da un elevato deficit e da un alto debito pubblico. Così, il ruolo del “re dollaro”, incontrastato dominatore come valuta di scambio, di fatturazione dei commerci e riserva di valore per banche centrali e privati, viene messo in discussione.

In un mondo che non sappiamo ancora se sarà bipolare o multipolare - una configurazione raramente e solo temporaneamente verificatasi nella storia - la tecnologia sembra giocare un ruolo ancora più importante nel determinare quale sarà l’equilibrio futuro e, quindi, quale diventerà la principale moneta internazionale. In altri termini,

la doppia incertezza economica-geopolitica-militare e tecnologica rende la competizione per lo scettro ancora più avvincente.

In questo contesto di doppia incertezza si fronteggiano sostanzialmente due strategie molto diverse. Quella americana lascia al settore privato ampio spazio per decidere liberamente quale sia la strada più efficace, mentre lo Stato garantisce soltanto un quadro regolamentare e di supervisione adeguato ad assicurare la stabilità del sistema e la fiducia degli operatori. Quella europea, invece, ritiene che la moneta pubblica di banca centrale debba continuare ad avere un ruolo centrale, come spesso è avvenuto nella storia recente. Tuttavia, anche la moneta pubblica deve adeguarsi alle nuove tecnologie e contribuire al loro sviluppo, indirizzando, coordinando e affiancando la moneta offerta dal settore privato.

In altri termini, gli Stati Uniti, *incumbent* assoluti da oltre ottant'anni, poiché la loro valuta e le loro imprese e banche dominano il sistema dei pagamenti internazionale, puntano soprattutto sul settore privato. L'Europa, invece, forse consapevole delle proprie debolezze, è convinta che la moneta debba rimanere un bene pubblico e vorrebbe delegare alla BCE una parte rilevante del futuro sistema dei pagamenti. In questo quadro si collocano le iniziative volte a creare una moneta digitale di banca centrale (CBDC), ma anche sistemi di pagamento all'ingrosso più efficienti e interconnessi.

Così sembrano nuovamente confrontarsi due visioni del mondo e due apparati teorici molto diversi: il primo, liberista, riconducibile a economisti come Carl Menger («la moneta nasce spontaneamente dal mercato») e Friedrich von Hayek («il monopolio statale della moneta è una

fonte di instabilità»); il secondo, più statalista, associabile alle posizioni di Georg Friedrich Knapp («la moneta è ciò che lo Stato accetta per il pagamento delle tasse») e John Maynard Keynes («la moneta è una creazione sociale e politica»).

Dal punto di vista storico, vale poi la pena ricordare che la prevalenza delle monete private rispetto a quelle pubbliche non ha seguito un andamento lineare, ma ha conosciuto fasi alterne, a seconda della forza dello Stato e della dinamicità del settore privato. In epoca greca e romana, durante l'assolutismo e dalla Prima guerra mondiale fino agli anni Settanta ha prevalso la moneta pubblica; nel Medioevo e durante l'esperienza del free banking negli Stati Uniti ha invece prevalso quella privata. Può allora sorprendere che l'Unione Europea, politicamente debole, si muova nella direzione di una maggiore presenza della BCE. Tuttavia, l'assenza di grandi imprese tecnologiche e di banche paneuropee, insieme al ruolo svolto dalla BCE - forse oggi l'unica istituzione realmente forte in Europa - contribuiscono a spiegare questa scelta (TAB.1)

Negli Stati Uniti, invece, come scrive Jean Tirole, «l'attuale appoggio alle criptovalute da parte dell'amministrazione è guidato da un mix di interessi finanziari personali, ideologia e necessità di rafforzare la domanda globale di dollari per finanziare il deficit commerciale americano».

La Cina, infine, con la sua dimensione economica e politico-militare e le sue enormi ambizioni strategiche, non sta certo a guardare, ma con il pragmatismo che la contraddistingue mantiene aperte tutte le opzioni, in attesa di capire quale sarà quella vincente, sempre sotto l'attento controllo del Partito comunista.

TAB. 1 – Moneta privata e moneta pubblica

Periodo storico	Prevale moneta	Emittente principale	Caratteristiche chiave	Esempi
Prima del 3000 a.C.	Privata / comunitaria	Comunità, individui	Mer-ci-moneta, metalli a peso, baratto	Bestiame, grano, rame
3000–700 a.C.	Mista	Templi, palazzi, privati	Contabilità, pagamenti in natura, argento a peso	Mesopotamia
VII sec. a.C.	Pubblica	Autorità politica	Prime monete coniate e garantite dallo Stato	Lidia
V sec. a.C.–III sec. d.C.	Pubblica	Stato	Moneta a corso legale, fiscale e militare	Grecia, Roma
V–X sec.	Privata / locale	Signori, città	Frammentazione monetaria, scarsa fiducia	Europa medievale
XI–XV sec.	Mista	Stati + banche	Moneta metallica pubblica, credito privato	Lettere di cambio
XVI–XVIII sec.	Mista (privato forte)	Banche private	Depositi, banconote private, commercio globale	Genova, Amsterdam
XIX sec.	Privata	Banche	Free banking, pluralità di banconote	USA, Scozia
1914–1971	Pubblica	Banche centrali	Fine gold standard, moneta fiat	Dollaro, sterlina
Anni '80–2007	Mista (credito)	Banche commerciali	Espansione del credito, pagamenti elettronici	Carte, bonifici
2008–oggi	Ibrida	Stato + privati	Regolazione, QE, criptovalute, CBDC	Euro, Bitcoin

3. Le speranze e le illusioni dei crypto-assets

Le criptovalute, come evidenzia la stessa etimologia della parola¹, sono nate circa quindici anni fa con l'ambizione di sostituire sia la moneta pubblica (il contante e i depositi delle banche presso gli istituti di emissione) sia quella privata (i conti correnti bancari) e di far saltare il sistema a due livelli, ormai consolidato da decenni. Esse, inoltre, promettevano di eliminare tutti gli intermediari finanziari, permettendo a consumatori e imprese di evitare i costi di intermediazione dell'attuale sistema. In altri termini, trovava finalmente realizzazione il vecchio sogno di Friedrich von Hayek di creare una moneta totalmente privata.

Tuttavia, entrambe queste promesse non sono state mantenute. Da un lato, i detentori di criptovalute hanno presto avuto la necessità di

creare mercati più o meno regolamentati, dove detenere i propri portafogli (*wallet*) e scambiare le diverse criptovalute esistenti. Questi mercati hanno poi preteso commissioni il più delle volte ben superiori a quelle praticate dalle banche.

Inoltre, appare significativo che il 95% degli asset digitali "blockchain" sia privato. In altri termini, centralizzato anziché decentralizzato, ossia sistemi in cui la convalida delle catene è effettuata da un piccolo gruppo di autenticatori fidati anziché da agenti diffusi e indipendenti. Infatti, una vera decentralizzazione consentirebbe un completo anonimato delle transazioni monetarie e finanziarie. Ciò rappresenterebbe una manna per criminali, terroristi, Stati canaglia, truffatori di ogni tipo ed evasori fiscali, un esito che nessun governo può accettare.²

¹Criptovaluta dal greco *kryptós* (nascosto, segreto) e dal termine latino *valère* (avere valore)

² Nouriel Roubini, "The Coming Crypto Apocalypse" Project Syndicate, Feb 3, 2026

Dall'altro canto, la fortissima volatilità del valore delle criptovalute le ha rese inutilizzabili come mezzo di scambio o unità di conto. Tutti i tentativi fatti in questo senso sono falliti, anche quando realizzati in Paesi ad alta inflazione e forte instabilità valutaria e finanziaria, come El Salvador e la Repubblica Centrafricana, dove lo Stato ha riconosciuto il Bitcoin come moneta a corso legale, permettendo così ai cittadini di effettuare pagamenti e pagare le tasse in Bitcoin, imponendo ai commercianti l'obbligo di accettarlo e dando vita a *wallet* ufficiali sui quali venivano accreditati 30 dollari.

Le criptovalute sono invece diventate una riserva di valore, o meglio un'attività (asset) speculativa sulla quale i risparmiatori possono investire parte della loro ricchezza, al pari dell'oro, dell'argento, dei quadri o dei francobolli. Ecco perché d'ora in poi le chiameremo cripto-asset o cripto-attività. Oggi Bitcoin capitalizza circa 1,7 trilioni di dollari (circa 20 milioni di BTC a un prezzo compreso tra 87.000 e 89.000 dollari). Ethereum, invece, la seconda criptovaluta per capitalizzazione, che estende la blockchain agli *smart contract*, ossia programmi che si eseguono automaticamente sulla catena, vale circa 350–360 miliardi di dollari. A rafforzare il peso delle criptovalute contribuisce la decisione dell'amministrazione americana di permettere la creazione di ETF (Exchange Traded Fund) che ne facilitano il possesso e lo scambio, oltre ad aver dichiarato l'intenzione di creare una riserva strategica in Bitcoin. L'idea è quella di assicurarsi un vantaggio da pioniere come importante detentore di una riserva di valore emergente. Proposte simili sono state avanzate in

Brasile, El Salvador, Bhutan, Hong Kong, Svizzera e Cina.

Tuttavia, la decisione del governo statunitense di aderire alla causa della diversificazione delle riserve può sollevare qualche dubbio sul futuro dell'egemonia della moneta americana. Se più Paesi o istituzioni decidessero inopinatamente di detenere BTC invece di dollari, la domanda globale di riserve in dollari potrebbe diminuire e minare la fiducia nel biglietto verde, erodendo il suo status di valuta di riserva globale, nonché i vantaggi che questo le conferisce³.

4. La rischiosa scommessa delle stablecoin

Abbandonata l'idea che tutte le criptovalute possano assolvere alle funzioni tipicamente attribuite alla moneta, l'attenzione degli operatori si è progressivamente concentrata sulle stablecoin. Queste, pur essendo attività crittografiche emesse su registri distribuiti, tipicamente blockchain, mirano a mantenere un valore stabile rispetto a una valuta di riferimento, investendo i fondi raccolti in attività liquide e a basso rischio, come titoli di Stato a breve termine o depositi bancari denominati nella stessa valuta. A differenza delle altre cripto-attività non garantite, le stablecoin sono generalmente emesse e gestite in modo centralizzato da soggetti quali società specializzate in criptovalute o istituzioni finanziarie, che si impegnano a mantenere una parità di 1:1 con la moneta prescelta⁴.

L'ecosistema delle stablecoin, oltre alla società emittente – cui spetta il compito di definire e far rispettare le regole di governance – comprende il gestore dei portafogli digitali (*wallet*), che consente agli utenti di accedere, detenere e

³ Carla Norrlöf, "Trump, Bitcoin, and the Future of the Dollar", Project Syndicate, March 11, 2025

⁴ AAVV, "Understanding Stablecoins" IMF Monetary and Capital Markets Department, departmental paper 2025.

Gorton, Gary B. and Zhang, Jeffery Y., Taming Wildcat Stablecoins (September 30, 2021). Available at SSRN : <https://ssrn.com/abstract=3888752> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3888752>

trasferire stablecoin. Tale funzione può essere svolta da una società indipendente oppure da una piattaforma di scambio di criptovalute. Gli scambi di stablecoin possono infatti avvenire sia in modo decentralizzato sia tramite mercati centralizzati e organizzati, che in alcuni casi agiscono anche come market maker, facilitando l'incontro tra domanda e offerta. Infine, vi sono le istituzioni finanziarie che custodiscono le attività acquistate a garanzia e che contribuiscono alla validazione del meccanismo di consenso sulla blockchain.

Generalmente, a differenza dei depositi bancari e dei fondi monetari, le stablecoin non riconoscono interessi o dividendi ai sottoscrittori; di conseguenza, i rendimenti generati dalle riserve confluiscono nelle casse dell'emittente come remunerazione dei servizi offerti. Tuttavia, in alcuni ordinamenti – laddove la normativa non lo vieta – possono essere previste forme di remunerazione indiretta per i detentori, offerte dalle piattaforme di scambio. È questo, in particolare, il caso degli Stati Uniti, che suscita forti preoccupazioni nel sistema bancario tradizionale. Il rimborso delle stablecoin avviene al prezzo di mercato, che dovrebbe tuttavia tendere alla parità grazie all'azione congiunta dell'emittente e di numerosi arbitraggisti; in alcuni casi, l'emittente stesso opera come *market maker*. Nella pratica, le principali stablecoin hanno mostrato una discreta stabilità del valore. Deviazioni significative dalla parità si sono verificate soprattutto in fasi di *stress*, come il fallimento di alcune banche depositarie (ad esempio Silicon Valley Bank) o durante crisi di altri crypto-asset (come TerraUSD), risultando per lo più di breve durata.

In termini tecnici, in condizioni normali le principali stablecoin si sono comportate come “*volatility receiver*” netti, più che come “*volatility*

sender”. Tuttavia, nei momenti di forte tensione finanziaria, esse tendono a diventare molto più strettamente interconnesse con il resto del sistema finanziario e possono agire come “*conduits of stress*” piuttosto che come elementi di assorbimento delle turbolenze⁵.

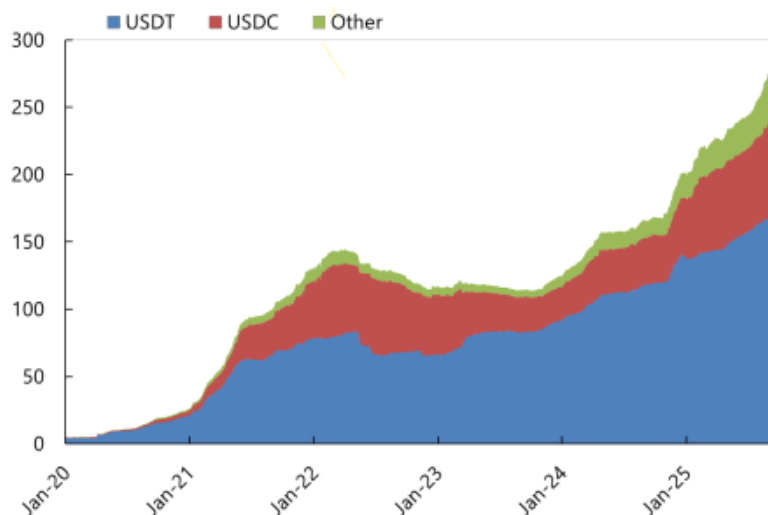
L'emissione di stablecoin è aumentata rapidamente negli ultimi anni, pur rappresentando ancora solo una frazione della capitalizzazione complessiva del mercato delle crypto-attività (FIG. 2). Le prime stablecoin risalgono al 2014, ma l'interesse verso questi strumenti si è manifestato in modo significativo solo negli anni successivi al cosiddetto “inverno crypto” (2022–23), associato a casi di frode nell'ecosistema e a un contesto di tassi di interesse elevati in molte economie avanzate. In particolare, l'emissione di stablecoin ha registrato una forte accelerazione a partire dal 2024, raggiungendo circa 310 miliardi di dollari nel dicembre 2025. Nonostante questa crescita rilevante, le stablecoin rappresentano ancora solo circa il 7% della capitalizzazione complessiva degli asset crypto e appena lo 0,5% della capitalizzazione del mercato azionario statunitense.

Il 97% delle stablecoin è denominato in dollari statunitensi e il restante 3% in euro. Le due maggiori stablecoin (Tether-USDT e Circle-USDC) rappresentano circa il 90% del mercato. USDT, emessa da Tether, ha sede legale in El Salvador, mentre USDC, emessa da Circle, ha sede legale negli Stati Uniti. È inoltre da segnalare l'ingresso di un nuovo player come PayPal, che ha visto quadruplicare il valore della propria stablecoin PyUSD nella seconda metà del 2025. Il volume di scambi di USDT e USDC ha raggiunto i 33 trilioni di dollari nel 2025.

⁵ Lala AlAsadi, Oluwasegun Bewaji, Aayush Gugnani, Tarush Gupta, Ronald Heijmans “[An econometric investigation on the stability of stablecoins: Are these](#)

[coins stable or is their stability just a flip of the coin?”](#)
SUERF Policy Note No 1348, January 2026

FIG. 2 - La capitalizzazione di alcune stablecoin



Fonte: IMF

Nel 2025 l'Osservatorio del Politecnico ha censito 69 nuovi progetti: dal progetto concreto di Klarna basato sulla tecnologia di Bridge, acquisita da Stripe, a quello annunciato da Revolut, fino all'adozione da parte dei circuiti globali Mastercard e Visa, che ne hanno esteso l'uso per pagamenti e transazioni internazionali in tempo reale. Anche le grandi banche di Wall Street - da JPMorgan a Citi, da Bank of America a Goldman Sachs - stanno esplorando lo sviluppo di stablecoin proprietarie. In Europa Société Générale è l'unica banca ad aver emesso una stablecoin legata al dollaro e una all'euro.

La forte crescita delle stablecoin emesse negli ultimi anni è stata stimolata soprattutto dal loro utilizzo nel trading di criptovalute - dove fungono da ponte tra crypto-asset non garantiti e valute fiat - e, in misura ancora limitata ma crescente, nei pagamenti transfrontalieri e persino in quelli domestici. Attraverso la tokenizzazione, infatti, le stablecoin possono aumentare l'efficienza del sistema dei pagamenti, in particolare di quelli transfrontalieri, garantendo la trasferibilità *peer-to-peer* su blockchain. Ciò riduce il numero degli

intermediari coinvolti, automatizza i processi e quindi diminuisce i costi, accrescendo al contempo la velocità delle rimesse.

Tuttavia, non dobbiamo dimenticare che le stablecoin a differenza delle monete di banche centrali e dei depositi bancari, non garantiscono sempre il rimborso alla pari. I possessori in molti casi devono fare affidamento sui mercati secondari per disinvestire. Fragilità nella governance, nella progettazione e nella gestione delle riserve, possono condurre a scostamenti della parità e fanno venir meno ciò che viene definito la *"singleness of money"*, ossia l'unicità della moneta. Questo è particolarmente vero se la normativa non affronta i potenziali rischi di mercato, di credito, di liquidità e operativi delle attività poste a garanzia. Inoltre, gli emittenti di stablecoin, per il momento non godono di regimi normativi e di risoluzione delle crisi, schemi di assicurazione e accesso alla liquidità della banca centrale.

Queste circostanze creano vantaggi per chi si muove per primo quando sorgono crisi di fiducia, e possono portare gli investitori a essere disposti a vendere le loro monete sotto la pari. Se poi le

stablecoin venissero adottate su larga scala, i rendimenti delle attività poste a garanzia tenderebbero a ridursi nei periodi normali, mentre nei momenti di crisi e fughe da esse innescerebbero vendite forzate degli asset di riserva sottostanti, compromettendo potenzialmente il funzionamento dei loro mercati e l'efficacia della politica monetaria.

Le stablecoin possono inoltre contribuire alla disintermediazione bancaria, sottraendo depositi alle banche o aumentandone i costi di raccolta⁶. Numerose sono anche le interrelazioni e i rischi di contagio tra il sistema bancario e quello delle stablecoin: le banche possono concedere prestiti agli emittenti o utilizzare le stablecoin come strumenti di pagamento, mentre gli emittenti possono depositare fondi o custodire titoli presso il sistema bancario. I rischi associati a tali interrelazioni risultano più elevati quando poche banche interagiscono con pochi emittenti, determinando un significativo rischio di concentrazione.

Le stablecoin possono inoltre sostituire la valuta nazionale, ridurre i benefici del signoraggio e l'efficacia della politica monetaria, aumentare la volatilità dei flussi finanziari e dei tassi di cambio, eludere i controlli sui capitali e frammentare i sistemi di pagamento. Tali rischi potrebbero essere più accentuati nei paesi caratterizzati da alta inflazione, istituzioni più deboli e minore fiducia nel quadro monetario nazionale.

Ulteriori preoccupazioni relative all'utilizzo delle stablecoin come mezzo di pagamento nelle transazioni quotidiane riguardano la sicurezza, la certezza del diritto e la loro natura tecnica. Una delle principali fonti di incertezza risiede nell'assenza di una chiara classificazione giuridica

delle stablecoin. Secondo il diritto privato, esse possono essere qualificate come beni immateriali o come crediti contrattuali nei confronti degli emittenti. Questa ambiguità crea anche opportunità di arbitraggio regolamentare.

Gli utenti di stablecoin, più o meno consapevoli, sono inoltre esposti a rischi operativi e di frode derivanti da processi difettosi, guasti di sistema, errori umani, carenze nella governance, violazioni dei dati, attacchi informatici e altre interruzioni esterne. I wallet collegati a Internet sono soggetti a rischi informatici; quelli non connessi richiedono elevate competenze operative e possono comunque comportare la perdita o il furto della chiave privata.

In assenza di una regolamentazione adeguata, le stablecoin, come altri crypto-asset, grazie alla loro pseudo-anonimità, ai bassi costi di transazione e alla facilità di utilizzo oltreconfine, possono essere impiegate impropriamente per commettere reati gravi, quali il riciclaggio di denaro, il finanziamento del terrorismo e la proliferazione di armi.

Come sottolineato da Daniel Gross⁷, le stablecoin si basano sulla tecnologia blockchain, ossia su un registro distribuito in cui le transazioni vengono raggruppate in "blocchi" approvati a intervalli discreti.

Nel caso del Bitcoin, ad esempio, un blocco può contenere fino a 4.000 transazioni, con registrazioni ogni 10–11 minuti circa. Questa struttura rende le stablecoin poco adatte alla maggior parte delle transazioni al dettaglio.

È vero che alcune stablecoin più recenti, come Tether (USDT), operano su reti quali TRON, che consentono una maggiore frequenza delle validazioni. Tuttavia, la capacità di elaborazione delle transazioni su blockchain resta

⁶ Jessie Jiaxu Wang, "Banks in the Age of Stablecoins: Some Possible Implications for Deposits, Credit, and Financial Intermediation" FEDS Notes December 17, 2025

⁷ Daniel Gros "Who's Afraid of Stablecoins?" Project Syndicate, December 10, 2025

strutturalmente più complessa rispetto agli attuali sistemi di pagamento al dettaglio, nei quali le operazioni sono processate individualmente e in modo pressoché istantaneo. Un registro distribuito, infatti, implica che la convalida dei dati sia affidata a una molteplicità di nodi o validatori distribuiti a livello globale, con conseguenti rallentamenti.

Si potrebbe ritenere che le stablecoin siano più adatte ai pagamenti all'ingrosso, dove gli importi sono maggiori e il regolamento "istantaneo" non è sempre essenziale. Tuttavia, anche in questo ambito emergono criticità, poiché le transazioni su blockchain sono anonime, o più precisamente pseudonime. Tutte le operazioni sono infatti pubblicamente visibili, ma i proprietari dei wallet sono identificati soltanto da indirizzi composti da lunghe stringhe di numeri e lettere. Ciò crea

problemi, ad esempio, quando un fornitore che riceve un pagamento desidera conoscere l'identità del cliente e la causale della transazione senza essere esposto all'intero storico delle operazioni associate a quel wallet, comprese informazioni commerciali potenzialmente sensibili.

Grazie alle norme prudenziali introdotte negli ultimi anni, il quadro regolamentare delle stablecoin ha compiuto significativi progressi. A livello internazionale, il Fondo Monetario Internazionale (FMI), il Financial Stability Board (FSB) e altri organismi internazionali di definizione degli standard hanno formulato raccomandazioni dettagliate su come affrontare i rischi derivanti dagli asset crittografici e, in particolare, dalle stablecoin.

TAB. 2 - Confronto semplificato tra strumenti monetari

Strumento	Chi lo emette	A cosa vale	Come mantiene il valore	Paga interessi?	Si può trasferire facilmente?
Stablecoin	Privati	Mira a valere come una valuta	Riserve di attività liquide a copertura	No (di norma)	Sì, anche a livello globale
Moneta / CBDC	Banca Centrale	Valore nominale stabile	Potere dello Stato e corso legale	No (di norma)	Sì (contanti); CBDC dipende dal progetto
Depositi bancari	Banche	1 a 1 con la valuta	Regolamentazione, vigilanza e assicurazione dei depositi	Sì	No, non direttamente tra privati
Fondi monetari	Privati	1 a 1 con attività finanziarie sicure	Regole stringenti e attività molto liquide	Sì	No

Tali raccomandazioni riguardano la salvaguardia della sovranità e della stabilità monetaria, la gestione ordinata dei flussi di capitale, i rischi fiscali, il trattamento giuridico, l'integrità dei mercati, il rafforzamento degli accordi di cooperazione internazionale e il coordinamento globale.

A livello nazionale, molte autorità hanno iniziato a implementare standard specifici per le stablecoin. Un'analisi comparativa dei quadri giuridici e regolamentari, condotta dal FMI in Giappone, nell'Unione Europea, negli Stati Uniti e nel Regno Unito, evidenzia approcci differenti in diverse aree rilevanti. Tra queste figurano il tipo di entità autorizzate a emettere stablecoin, l'approccio nei confronti degli emittenti esteri, i requisiti di segregazione e custodia e la qualità degli asset sottostanti. Tali differenze potrebbero creare opportunità di arbitraggio regolamentare, incidendo sull'efficacia complessiva delle normative. La natura transfrontaliera delle stablecoin, infatti, accresce la complessità dell'azione regolatoria e sottolinea la necessità di una più intensa collaborazione a livello internazionale.

Soffermandosi sul confronto tra la normativa europea — il Regolamento sui Mercati delle Cripto-Attività (MiCA), entrato in vigore gradualmente tra il 2024 e il 2025 — e quella statunitense — il *Guiding and Establishing National Innovation for US Stablecoins Act* (GENIUS Act), approvato nel 2025 — emerge come, sotto molti profili, la disciplina europea risulti più rigorosa e di portata più ampia. In

particolare, la normativa europea vieta qualsiasi forma di remunerazione per gli investitori, mentre quella statunitense consente che piattaforme come Coinbase, Kraken o Gemini possano offrirle⁸ (TAB. 2).

Più in generale, si può osservare che le divergenze negli standard regolamentari rischiano di ridurre alcuni dei benefici della finanza tokenizzata, limitandone la portabilità, ossia la possibilità che le stablecoin siano accessibili, trasferite e utilizzate senza difficoltà nelle diverse giurisdizioni a livello globale.

Tuttavia, nell'attuale contesto geopolitico, è improbabile che il coordinamento internazionale — analogamente a quanto avvenuto per il sistema bancario con gli accordi di Basilea — possa contribuire a superare le differenze esistenti. Di conseguenza, nell'emergente regime frammentato tenderanno ad aumentare i rischi di liquidità, regolamentari e legali.

In passato, la convergenza degli standard e dei protocolli è stata spesso raggiunta attraverso l'adozione volontaria da parte del settore privato. È possibile che il predominio finanziario statunitense continui a generare incentivi sufficientemente forti affinché i partecipanti internazionali convergano verso lo standard normativo statunitense; tuttavia, in una fase in cui gli Stati hanno assunto un ruolo più dominante, non è affatto certo che questo rappresenti l'equilibrio destinato a prevalere.

⁸ Per completezza dobbiamo ricordare che il quadro regolamentare sulle criptovalute è ancora in fase di completamento poiché attualmente è in fase di discussione al Senato il così detto "Digital Asset Market Clarity Act, spesso abbreviato

semplicemente come CLARITY Act. In esso trovano una più precisa definizione gli asset digitali, una ripartizione delle competenze regolatorie e varie misure di trasparenza e protezione del consumatore.

TAB. 3 - Regolamentazione delle stablecoin in UE e US

Area	Emittenti	Pagamento interessi	Attività di riserva ammissibili	Diritti e restrizioni di rimborso	Requisiti prudenziali	Applicazione alle stablecoin emesse all'estero
Unione Europea	Banche e Istituti di Moneta Elettronica	Vietato per tutti crypto asset service provider	Almeno il 30% delle riserve (60% per emittenti significativi) in depositi minimi presso istituti di credito	Rimborso immediato al valore nominale, senza commissioni, fino all'eventuale attivazione del piano di risanamento	Basati sul rischio + discrezionalità di vigilanza Specificati requisiti di capitale e liquidità	Necessaria un'entità giuridica separata e attività di riserva detenute nell'UE
Stati Uniti	Sussidiarie di Banche e Emittenti autorizzati	Vietato per gli emittenti, ma non per le piattaforme	Contante, depositi a vista, fondi detenuti presso conti con la Federal Reserve, Treasury bills, operazioni di reverse repo del Tesoro	Rimborso tempestivo secondo politiche chiare e trasparenti. Possibili commissioni	Basati sul rischio Demandati ai supervisori i requisiti di capitale e liquidità	Riserve detenute presso istituzioni finanziarie statunitensi, sufficienti a soddisfare le esigenze di liquidità dei detentori USA

5. La nuova frontiera della finanza tokenizzata

La tokenizzazione si riferisce alla creazione di asset o di rappresentazioni di asset su un registro condiviso, affidabile e programmabile, di solito una blockchain. Questo può sostituire il registro tradizionale della banca oppure affiancarlo (TAB 4).

Si definiscono nativi i token creati ex novo su un registro condiviso, mentre sono detti non nativi

quelli che duplicano asset già esistenti detenuti da un custode. Infine, il caso in cui un token non nativo e il suo asset off-ledger siano sostituiti da un token nativo si definisce creazione per migrazione (vedi tavola).

Il grado di condivisione di un registro aumenta man mano che si uniscono più utenti, così come la fiducia può essere raggiunta per gradi.

TAB. 4 - Che cos'è la Tokenizzazione

Tokenizzazione	Creazione di token
Processo di creazione di attività digitali o di rappresentazioni digitali di attività su un registro distribuito caratterizzato da: • registro condiviso (<i>shared ledger</i>) • programmabilità, mediante <i>smart contract</i> che definiscono regole, diritti e obblighi • affidabilità, garantita da crittografia e meccanismi di consenso (<i>trustworthiness</i>)	La creazione dei token può avvenire attraverso: • emissione nativa, ossia creazione ex novo dell'attività digitale direttamente sul ledger • rappresentazione digitale non nativa di un'attività esistente (<i>tokenized representation</i>) • migrazione, tramite distruzione (<i>burning</i>) dell'attività originaria e sua riemissione sul ledger

La tokenizzazione non cambia le caratteristiche economiche fondamentali degli asset, tant'è che l'European Banking Authority (EBA) non identifica alcuna necessità immediata di adeguare il quadro normativo e di vigilanza. Pertanto, la tokenizzazione dei depositi non influenza le funzioni di trasformazione delle scadenze o del credito di una banca, ma consente ai depositanti di passare da un sistema di deposito basato su conto a un sistema tokenizzato su blockchain.

Tuttavia, la tokenizzazione modifica l'infrastruttura e i processi attraverso cui gli asset vengono registrati, emessi e trasferiti, portando a potenziali miglioramenti di efficienza⁹. Automatizzando i processi lungo l'intero ciclo di vita degli asset (emissione, negoziazione, gestione e rimborso), la tokenizzazione può infatti ridurre i costi di transazione, eliminare i ritardi di riconciliazione e consentire il regolamento istantaneo. Ciò comporta un rischio di controparte più basso e una migliore liquidità. I registri condivisi aumentano la trasparenza e l'accessibilità, mentre la programmabilità consente strumenti finanziari su

misura e una conformità semplificata. In altri termini, può ridurre inefficienze e frizioni lungo il ciclo di vita delle attività.

Per inciso, ricordiamo che un conto tokenizzato non viene più identificato tramite l'IBAN (International Bank Account Number), ma attraverso l'indirizzo della DLT (Distributed Ledger Technology).

Queste caratteristiche possono democratizzare l'accesso al mercato, ridurre la dipendenza dagli intermediari e favorire l'innovazione. La tokenizzazione è particolarmente vantaggiosa in ambiti caratterizzati da elevata frizione operativa, come le transazioni transfrontaliere e la gestione complessa degli asset. Essa, inoltre, semplifica i flussi di lavoro, riduce gli errori manuali e abbassa le barriere all'ingresso per le istituzioni più piccole e per gli investitori al dettaglio.

Tuttavia, la tokenizzazione introduce anche nuovi rischi e nuovi costi. Una maggiore interconnessione e velocità delle transazioni possono amplificare le vulnerabilità sistemiche, accelerando la trasmissione degli shock finanziari.

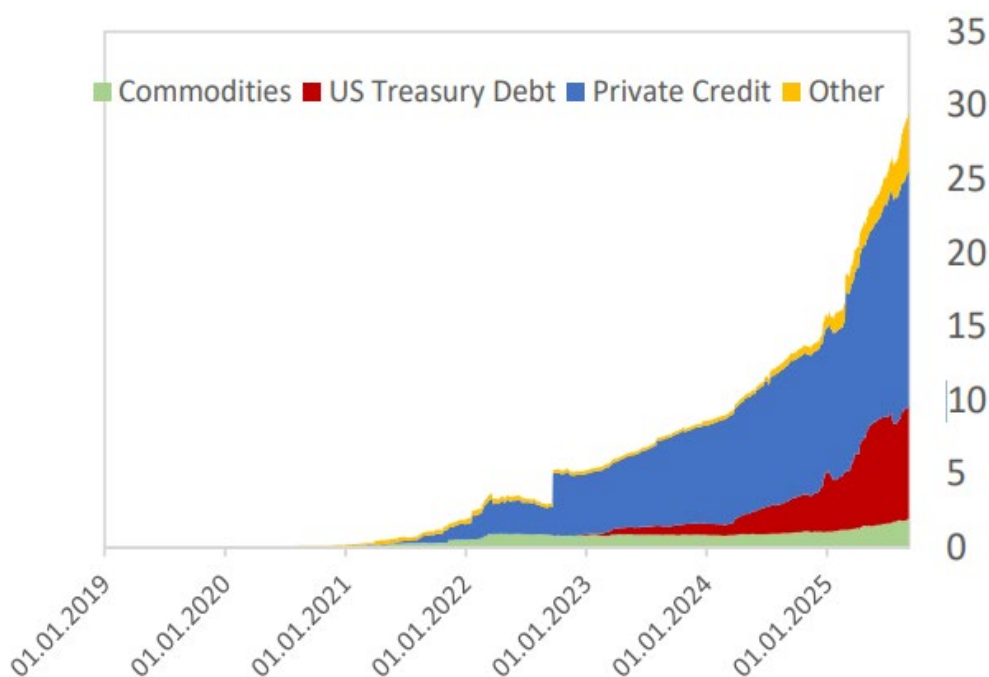
⁹ IMF, Tokenization and Financial Market Inefficiencies, Fintech Note, January 2025

La facilità di accesso e l'automazione potrebbero incoraggiare un eccessivo ricorso alla leva finanziaria e comportamenti speculativi. I rischi operativi possono aumentare se i registri condivisi non sono adeguatamente protetti o accessibili in modo sicuro. L'immutabilità delle blockchain può generare vulnerabilità, soprattutto in caso di errori umani o attività fraudolente. La mancanza di interoperabilità tra le piattaforme crea ulteriori rischi di liquidità. Il funzionamento continuo 24/7 può aumentare le esigenze operative dell'infrastruttura e pone sfide agli operatori di

rete nella gestione degli aggiornamenti e nella correzione di eventuali bug della blockchain sottostante. Possono inoltre sorgere rischi legali legati a incertezze normative, tra cui quelle relative alla proprietà degli asset, alla validità dei trasferimenti o alla finalità del regolamento. Tutto ciò potrebbe comportare un significativo aumento dei costi.

Nonostante questi limiti, sia il settore pubblico sia quello privato stanno sperimentando con convinzione la tokenizzazione di diversi asset.

FIG. 3 - Volumi di assets tokenizzati



Fonte: IMF

Ad esempio, nel marzo 2024 BlackRock ha lanciato un fondo monetario riservato agli investitori istituzionali sulla blockchain di Ethereum, che ha superato 1 miliardo di dollari di AUM. L'estate

scorsa, la piattaforma di trading Robinhood ha iniziato a offrire azioni pubbliche e private statunitensi tokenizzate agli utenti con sede nell'UE. Alcune banche stanno inoltre emettendo



stablecoin, mentre altre stanno sperimentando prodotti concorrenti, come i depositi tokenizzati. Le piccole banche, che non dispongono di risorse sufficienti, potrebbero presto offrire prodotti tokenizzati in modalità white-label, mentre società di pagamento come Visa, Mastercard e SWIFT stanno sperimentando la tecnologia blockchain.

Anche i principali mercati azionari statunitensi stanno valutando la possibilità di tokenizzare le azioni negoziate, consentendo così un regolamento istantaneo e un'operatività continua 24/7. Alcuni Paesi stanno inoltre esplorando la tokenizzazione dei titoli di Stato. Il Regno Unito sta testando il Digital Gilt Instrument; l'Autorità Monetaria di Hong Kong ha assistito con successo il Governo della Regione Amministrativa Speciale di Hong Kong nell'emissione di obbligazioni tokenizzate in più valute; la Thailandia ha avviato un progetto pilota per l'emissione di titoli di Stato tokenizzati direttamente al pubblico.

Significativamente, da almeno tre anni la relazione annuale della Banca dei regolamenti internazionali, dopo aver messo in luce i limiti delle

stablecoin in termini di unicità, elasticità e integrità, propone quello che definisce un sistema monetario e finanziario di nuova generazione. In tale sistema, sia le riserve delle banche centrali sia la moneta creata dalle banche commerciali (i depositi), insieme ai titoli di Stato, sono tokenizzati sulla stessa piattaforma¹⁰.

In qualità di custodi della stabilità monetaria e finanziaria, le banche centrali dovrebbero guidare questa trasformazione. Esse, infatti, hanno una visione delle caratteristiche chiave del sistema finanziario attuale che dovrebbero essere replicate in un ecosistema tokenizzato. Inoltre, possono fornire i quadri normativi e giuridici necessari per garantire uno sviluppo e un'adozione sicuri e solidi della finanza tokenizzata. In terzo luogo, possono mettere a disposizione gli asset e le piattaforme fondamentali per un sistema finanziario tokenizzato. Infine, possono promuovere partenariati pubblico-privati per incoraggiare la sperimentazione congiunta e coordinare gli sforzi del settore.

¹⁰ Bank for International Settlements. 2025. "The next-generation monetary and financial system" (Chapter III). BIS Annual Economic Report. e Bank for International Settlements. 2023. "Blueprint for

the Future Monetary System: Improving the Old, Enabling the New" (Chapter III). BIS Annual Economic Report.

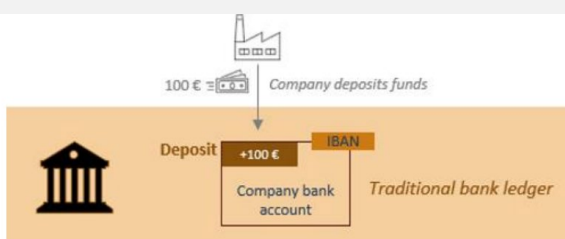
BOX 1

Natura dei depositi a seconda dei registri

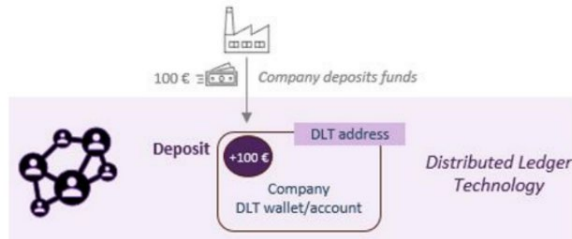
In generale, i depositi tokenizzati possono essere utilizzati in modi diversi a seconda della configurazione del registro. Un istituto di credito può infatti scegliere di migrare completamente i depositi su un unico registro distribuito oppure solo aggiungere un secondo livello DLT al registro bancario tradizionale. Nel primo caso, detto anche “modello a uno strato”, i depositi basati su DLT potrebbero essere implementati sotto forma di token nativi, per i quali il registro distribuito di supporto funge da registro principale di contabilità. Nel caso di un “modello a due strati”, i depositi tokenizzati sarebbero non nativi, per cui i depositi *on-chain* richiederebbero ancora un corrispondente conto di deposito *off-chain* dove l’asset esiste fuori della DLT, richiedendo quindi l’implementazione di processi di riconciliazione.

Deposito registrato su un

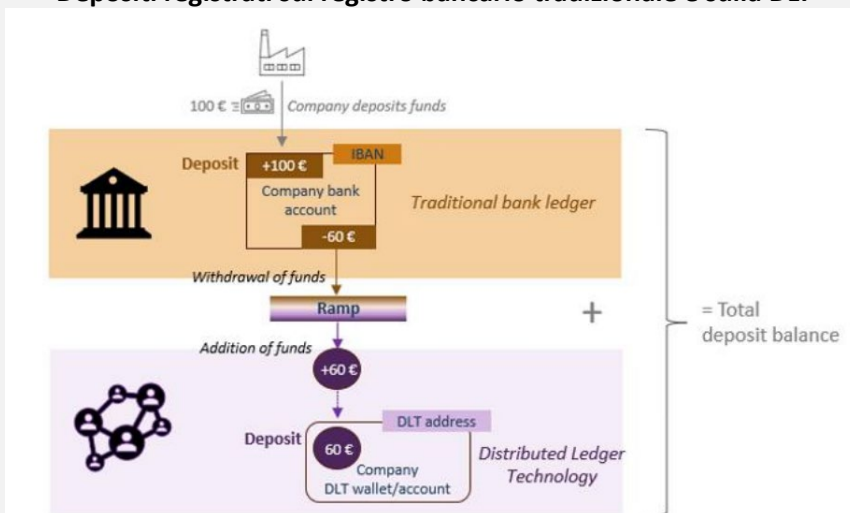
libro mastro bancario tradizionale



DLT (deposito 'nativo' tokenizzato)



Depositi registrati sul registro bancario tradizionale e sulla DLT



Fonte EBA

6. Il modello europeo d'intervento pubblico: CBDC,...

Come abbiamo visto, gli Stati hanno molto spesso avuto un ruolo centrale nell'emettere e governare la moneta, assicurarne un'adeguata disponibilità e garantirne la stabilità del valore. Da quando sono nate le banche centrali, il denaro è sempre stato il fulcro della loro attività. Oggi, tuttavia, questo ruolo viene progressivamente eroso dalla digitalizzazione. Se le banche centrali vogliono continuare a svolgere una funzione rilevante in questo ambito, devono adeguarsi, poiché i pagamenti digitali rappresentano ormai la nuova normalità e le istituzioni finanziarie sono diventate vere e proprie entità tecnologiche.

Il problema è particolarmente sentito in Europa, dove le imprese tecnologiche e i servizi di pagamento digitali, soprattutto al dettaglio - come carte e portafogli digitali - sono prevalentemente in mano a fornitori extraeuropei. L'Area unica dei pagamenti in euro (SEPA) ha integrato i bonifici e gli addebiti diretti, ma manca ancora una soluzione europea per i pagamenti quotidiani presso i punti vendita e per il commercio elettronico. Ciò è tanto più rilevante in un momento in cui le tensioni geopolitiche sono diventate particolarmente intense.

Ecco allora che, a differenza degli Stati Uniti, l'Europa - guidata dalla Banca Centrale Europea - punta molto sulla moneta digitale di banca centrale, oggi denominata Digital Euro. Questa offrirebbe a cittadini e imprese europee la possibilità di aprire conti direttamente presso la BCE ed effettuare pagamenti in moneta della banca centrale, un'opportunità oggi riservata esclusivamente agli intermediari finanziari autorizzati.

Per inciso, si può ricordare che a metà dell'Ottocento la Banca d'Inghilterra era solita accettare depositi, mentre all'inizio del Novecento

la Banca di Spagna deteneva oltre la metà dei conti correnti del Paese.

La soluzione proposta dalla BCE, che estenderebbe i vantaggi del contante fisico alla sfera digitale, assicurerebbe elevati standard di sicurezza e stabilità; minori rischi di frammentazione e costi, grazie alla riduzione degli intermediari; maggiore inclusione finanziaria; la possibilità di effettuare pagamenti anche offline, cioè in assenza di connessione; un miglior supporto alla politica monetaria - che potrebbe applicare strumenti non convenzionali come tassi negativi e *helicopter money* - e, infine, una maggiore tracciabilità utile a contrastare evasione e riciclaggio, pur garantendo adeguati livelli di privacy.

Le banche commerciali, che dovrebbero distribuire l'euro digitale, continuerebbero a mantenere le relazioni con la clientela, gestire i conti o *wallet* in euro digitali ed essere remunerate per questi servizi. Inoltre, sono previste salvaguardie per tutelare il ruolo delle banche nell'intermediazione creditizia. Per non sottrarre troppi depositi al settore bancario, è previsto che le giacenze presso la BCE non offrano interessi e non superino una certa soglia, anche se il collegamento al conto corrente della banca commerciale consentirà ai consumatori di pagare importi superiori ai propri depositi in euro digitali. Tuttavia, l'euro digitale non diventerà pienamente operativo prima della fine del decennio: è destinato, al più, a sostituire il contante nelle transazioni retail e difficilmente potrà espandersi al di fuori dell'Europa. Poiché gli Stati Uniti hanno scelto di non sviluppare una valuta digitale di banca centrale, non è infatti ipotizzabile una piena interoperabilità con il dollaro, che rimane la valuta di riferimento sui mercati finanziari e commerciali. Dopo la proposta avanzata dalla Commissione europea e l'accordo raggiunto dal Consiglio europeo sul pacchetto legislativo relativo alla moneta unica, il Parlamento europeo dovrebbe

votare nel maggio 2026 la cornice giuridica dell'euro digitale. Seguirà il trilogico - il negoziato tra Parlamento europeo, Consiglio dell'UE e Commissione europea - per definire il regolamento finale. Questo permetterà alla BCE, presumibilmente nel 2027, di avviare i test pilota e completare l'analisi d'impatto volta a verificare gli effetti dell'introduzione dell'euro digitale sulla stabilità finanziaria, sulla politica monetaria e sulla liquidità del sistema. Tale analisi porterà alla definizione dei limiti di detenzione (presumibilmente attorno ai 3.000 euro) e della tecnologia da adottare (tradizionale o basata su blockchain). L'euro digitale dovrebbe quindi iniziare a circolare nei 21 Paesi dell'area euro nel 2029.

Le stime dei costi complessivi (BCE e sistema bancario) variano sensibilmente: dai 18 milioni stimati da PricewaterhouseCoopers (PwC) ai 4-6 miliardi previsti da un recente studio della BCE, che tiene conto delle possibili sinergie e mutualizzazioni dei costi¹¹. È chiaro che sarà necessario intervenire non solo sull'infrastruttura informatica, ma anche sui sistemi antiriciclaggio e antiterrorismo, sull'interoperabilità dei circuiti domestici, sui POS e sugli ATM. Le banche esprimono inoltre forti preoccupazioni per il possibile drenaggio di liquidità e la conseguente riduzione della capacità di erogare credito all'economia reale.

Un recente studio della BCE stima, tuttavia, che l'introduzione dell'euro digitale - con un limite fino a 3.000 euro - avrebbe effetti moderati su depositi, indicatori di liquidità e margini d'interesse bancari, sia in condizioni normali sia in scenari di stress,

quando i depositi tendono a spostarsi verso forme più sicure¹². Più pessimistiche restano invece le valutazioni del settore bancario: Mediobanca, ad esempio, ritiene che fino al 20% dei profitti bancari potrebbe essere messo in discussione dal progetto.

A fronte di questi costi, le banche centrali realizzeranno un signoraggio sui CDBC domandati e quindi dei profitti sul loro conto economico. Questi dipenderanno molto dai vincoli istituzionali che verranno posti in termini di remunerazione e ammontare massimo disponibile. Se verrà vietata ogni remunerazione e l'ammontare massimo dei conti sarà basso, il signoraggio sarà simile a quello oggi ottenuto sul contante, che però nel frattempo sarà diminuito.¹³

Inoltre, se i conti presso la banca centrale non saranno remunerati, sarà relativamente facile per il sistema bancario offrire strumenti alternativi competitivi: ad esempio riduzioni dei costi sulle carte di credito o la tokenizzazione dei depositi bancari, ossia depositi registrati non più nei libri contabili delle banche ma come token digitali su un registro distribuito¹⁴.

Tuttavia, forse la questione più rilevante è capire se i consumatori europei vorranno effettivamente utilizzare l'euro digitale. Un recente lavoro della Oesterreichische Nationalbank mostra, utilizzando un campione rappresentativo di cittadini austriaci, che il 45% degli intervistati è disposto a utilizzare un euro digitale implementato in maniera realistica (senza incentivi finanziari, con privacy limitata, senza protezione contro perdita o furto e con accesso tramite carta). In uno scenario più

¹¹ ECB, "A view on recent assessments of digital euro investment costs for the euro area banking sector", October 2025

¹² ECB, "Technical data on the financial stability impact of the digital euro", October 2025

¹³ Ulrich Bindseil, Marco Marrazzo, and Stephan Sauer, "The Impact of Central Bank Digital Currency on Central

Bank Profitability, Risk Taking and Capital," in Dirk Broeders, Aerd Houben, Matteo Bonetti Editors "Central Bank Capital in Turbulent Times. The Risk Management Dimension of Novel Monetary Policy Instruments" Springer 2025.

¹⁴ Eba, "Report on Deposit Tokenisation" 2024/24

favorevole tale percentuale sale al 74%¹⁵. I dati indicano che, per la maggior parte degli austriaci, la sicurezza (protezione contro le perdite) e gli incentivi finanziari sono i fattori decisivi per l'adozione, mentre una maggiore privacy rispetto ai pagamenti con carta di debito ha un impatto limitato. Non sorprende che le persone più giovani, più istruite ed esperte di tecnologia siano più propense ad adottare l'euro digitale. In media, inoltre, non emerge una differenza significativa nella probabilità di adozione tra chi paga prevalentemente con carta o app e chi preferisce il contante, soprattutto tra coloro che risultano insoddisfatti delle opzioni attuali. L'euro digitale dovrà inoltre confrontarsi con la concorrenza delle stablecoin, che possono essere scambiate globalmente senza limiti di importo o di area geografica.

Infine, vale la pena ricordare che l'esperienza cinese, che ha testato lo yuan digitale in numerose province su milioni di persone, non è stata particolarmente positiva. Dopo aver speso i primi yuan digitali distribuiti gratuitamente dalla banca centrale, la maggior parte degli utenti è tornata a utilizzare gli strumenti di pagamento online più diffusi, come Alipay e WeChat Pay. Pechino ha quindi stabilito che, dall'inizio di quest'anno, le banche potranno pagare interessi sui renminbi digitali detenuti, nel tentativo di rendere la valuta digitale più appetibile. Versioni di moneta digitale basate su partenariati pubblico-privati, come Pix in Brasile e Unified Payments Interface (UPI) in India, sembrano invece aver riscosso enorme successo.

TAB. 5 – Sistemi di pagamento pubblici e privati

Caratteristica	Pix	UPI	PayPal
Tipo di sistema	Infrastruttura pubblica	Infrastruttura pubblica	Servizio privato
Trasferimento	Diretto banca → banca	Diretto banca → banca	Wallet intermediario
Velocità	Istantanea	Istantanea	Variabile
Costi	Gratis per privati	Gratis o quasi	Commissioni frequenti
Gestione	Banca centrale	Ente pubblico dei pagamenti	Azienda fintech
Transazioni 2024	177 mld	50 mld	25mld
Area principale	Brasile	India	Globale

In definitiva, né l'avvio né il successo dell'euro digitale appaiono ancora scontati. Molto dipenderà dagli equilibri politici che si formeranno in Parlamento, nella Commissione e nel Consiglio europeo, ma anche dalle numerose decisioni tecniche che verranno adottate. Resta il fatto che i

pagamenti internazionali rappresentano uno dei principali fronti sui quali l'Europa si gioca il proprio futuro in termini di indipendenza e rilevanza internazionale.

¹⁵ Elsinger, H., H. Stix, and M. Summer (2025). Consumer Preferences for a Digital Euro: Insights from a Discrete

Choice Experiment in Austria. OeNB Working Paper No. 268

7. ... e le iniziative sul fronte dei pagamenti all'ingrosso e transfrontalieri

Consapevole che l'euro digitale potrà offrire, al massimo, una risposta ai pagamenti al dettaglio, la Banca Centrale Europea ha messo sul tavolo anche importanti proposte per ammodernare il sistema dei pagamenti all'ingrosso in euro e migliorare il funzionamento dei pagamenti internazionali.

Infatti, se i pagamenti in stablecoin o in altri token denominati in dollari dovessero svilupparsi nel segmento all'ingrosso, non sarebbe difficile immaginare scenari di forte instabilità finanziaria o addirittura di dollarizzazione, con conseguente perdita di autonomia monetaria e delle rendite da signoraggio. Per questa ragione, la battaglia per il controllo dei sistemi di pagamento è - non solo per l'Europa - una sfida esistenziale.

Tuttavia, il problema europeo e le ambizioni della BCE sono ancora più ampie. Oltre a cercare di offrire moneta di banca centrale per il regolamento delle transazioni di asset digitali basate su tecnologie di registro distribuito (DLT), l'istituzione punta a migliorare radicalmente l'infrastruttura dei mercati dei capitali europei, ancora fortemente frammentati. Una promessa fondamentale della DLT e della tokenizzazione è infatti quella di riunire l'intero ciclo di vita di una transazione finanziaria - emissione, negoziazione, regolamento e custodia - in un unico ambiente digitale. Grazie a questa soluzione, è possibile ridurre i processi di riconciliazione, accorciare le catene di regolamento e contenere il rischio operativo, tutti ambiti nei quali l'Europa presenta strutture particolarmente frammentate.

Lo scorso luglio il Consiglio direttivo della BCE ha approvato un approccio a doppio binario per il regolamento delle transazioni all'ingrosso basate su DLT in moneta di banca centrale. Il primo percorso, noto anche come *Progetto Pontes*, fornirà un servizio regolare per il regolamento delle transazioni DLT in moneta di banca centrale

già a partire dal terzo trimestre del 2026. Pontes è concepito come un ponte tra le piattaforme DLT e i servizi TARGET esistenti, consentendo il regolamento in moneta di banca centrale delle transazioni tokenizzate registrate sulle piattaforme DLT di mercato.

Il secondo percorso, *Project Appia*, getterà le basi per un ecosistema europeo integrato di asset digitali. Un documento di lancio volto a illustrare questa visione sarà pubblicato all'inizio del 2026. Appia esplorerà due approcci principali. In primo luogo, la creazione di un registro europeo condiviso che integri moneta di banca centrale, moneta bancaria e altri asset su un'unica piattaforma. In secondo luogo, lo sviluppo di una rete europea di piattaforme interoperabili in grado di ridurre gli attuali attriti del mercato. È in questo contesto che il partenariato pubblico-privato assume una dimensione concreta. I due approcci non sono necessariamente alternativi e potrebbero anche essere combinati.

8. Conclusioni

Da qualche anno la posizione dominante del dollaro nel sistema finanziario internazionale è messa in discussione dalla forte crescita economica di alcuni paesi in via di sviluppo, come la Cina, India e il Brasile. Anche il crescente indebitamento degli Stati Uniti e lo scricchiolare dello stato di diritto hanno contribuito a ridurre la fiducia nella moneta americana. La crescente frammentazione del commercio e la politica tariffaria dell'amministrazione Donald Trump, insieme all'insorgere di diversi fronti di guerra e alla conseguente contrapposizione geopolitica, non hanno fatto altro che aggravare questa situazione.

In questo contesto, gli sviluppi della tecnologia e l'enorme crescita dei grandi colossi del settore hanno ulteriormente accresciuto l'incertezza sul futuro del sistema finanziario internazionale. Se la

digitalizzazione è data per acquisita, non lo stesso vale per un futuro in cui i registri pubblici e privati vengano sostituiti da registri distribuiti e gli strumenti finanziari siano tokenizzati.

Sul fronte monetario, poi, si confrontano due visioni contrapposte. Da un lato quella statunitense, che vuole affidare al settore privato — e in particolare alle grandi imprese tecnologiche — la gestione degli strumenti e del sistema dei pagamenti internazionali. Dall'altro quella europea, secondo cui la moneta è un bene pubblico nel quale le banche centrali, insieme alle banche commerciali, devono continuare a svolgere un ruolo fondamentale. Ugualmente interessanti sono il caso indiano e brasiliano. In mezzo si colloca la Cina, che, pur di non perdere la competizione, persegue entrambe le strategie, forte del suo imponente apparato pubblico ma anche dotata di importanti imprese tecnologiche. Peraltro, a prima vista può apparire singolare che un'entità politica relativamente debole, come l'Unione Europea, voglia imporre una soluzione pubblica. Tuttavia, la presenza di un'istituzione forte come la Banca Centrale Europea, l'assenza di grandi imprese tecnologiche e una cultura della stabilità fortemente radicata possono spiegare questo apparente paradosso storico.

In ogni caso, stablecoin, valute pubbliche digitali e altri strumenti tokenizzati sono destinati a confrontarsi in una competizione ancora molto aperta. In questo scenario, le banche e gli attuali istituti di pagamento non stanno certamente a

guardare: ognuno gioca le proprie carte, presentando vantaggi e rischi che oggi non è facile valutare pienamente, poiché dipenderanno in modo cruciale da come la regolamentazione e la normativa prudenziale verranno implementate.

Determinanti, ad esempio, saranno le decisioni di permettere alle stablecoin e alle monete digitali di banca centrale di pagare interessi, nonché l'imposizione di vincoli e controlli sulla loro detenzione e sul loro utilizzo. Ugualmente importante sarà la volontà di estendere a nuovi soggetti forme di assicurazione sui depositi, fornire liquidità di ultima istanza e predisporre meccanismi di gestione delle crisi.

In un mondo bipolare o multipolare, nel quale non esiste ancora una tecnologia chiaramente dominante, è plausibile che due o più valute possano assumere un ruolo internazionale, ciascuna nella propria area di influenza. Tuttavia, non si tratta di un equilibrio destinato a durare a lungo, poiché in una network economy — e la moneta certamente lo è — le forze monopolistiche tendono a prevalere.

Possiamo allora concludere con le parole di Jean Tirole: «Il futuro del denaro deve essere plasmato dalla competizione tra ingegno privato e finalità pubbliche, non dalla ricerca di rendite e da pericolose bolle speculative. Se ricordiamo che la finanza deve essere al servizio della società, non il contrario, l'era digitale del denaro può ancora essere fonte di progresso piuttosto che di pericolo»¹⁶..

¹⁶ Jean Tirole, "Is Crypto an Opportunity or a Threat?", Project Syndicate, December 15, 2025

APPENDICE

Principali forme di “moneta” usate prima delle monete metalliche

Tipo di moneta		Dove/Quando	Caratteristica
Moneta-merce	Conchiglie (<i>cauri</i>)	Asia, Africa (fino al I millennio a.C.)	Facili da trasportare e riconoscere.
	Cereali (grano, orzo)	Mesopotamia (3000–1000 a.C.)	Pagamenti registrati nei templi.
	Bestiame	Ovunque, dall’età del bronzo in poi	Ricchezza “vivente”; origine di <i>pecunia</i> .
	Tessuti, pelli	Europa antica, steppe	Beni utili e durevoli.
Metalli non conati	Argento a peso	Mesopotamia, Egitto (dal 2500 a.C.)	Si pesava il metallo come pagamento.
	Lingotti di bronzo	Mediterraneo (età del bronzo)	Valore legato al peso del metallo.
Proto-monete	Anelli/barre di metallo (ring-money)	Europa, Medio Oriente	Forme standardizzate ma non ufficiali.
	Lingotti “a pelle di bue”	Mediterraneo orientale (1500–1200 a.C.)	Primo tentativo di standardizzazione.
Sistemi di credito	Gettoni e tavolette	Mesopotamia (dal 3000 a.C.)	Contabilità dei debiti, precursore della moneta.
Baratto	Scambio diretto di beni	Preistorico → età storica	Richiede la doppia coincidenza dei bisogni.



L'evoluzione delle monete metalliche

Periodo	Luogo / Evento principale	Descrizione sintetica
680–650 a.C.	Lidia	Prime monete in elettro, con sigillo ufficiale.
VI sec. a.C.	Grecia	Diffusione delle monete nelle poleis (Atene, Egina...).
546 a.C.	Lidia, Re Creso	Prime monete standardizzate in oro e argento.
V–IV sec. a.C.	Grecia classica	Monete artistiche, simboli politici delle città.
269 a.C.	Roma	Nascita del <i>denario</i> d'argento.
I sec. a.C.–III sec. d.C.	Impero Romano	Coniazione massiccia; oro, argento, bronzo; ritratti degli imperatori.
IV sec. d.C.	Impero Romano	Riforma di Costantino: nasce il <i>solido</i> d'oro.
VIII–XIII sec.	Europa medievale	Predominio delle monete d'argento (denari).
XIII sec. (1252)	Firenze	Fiorino d'oro, nuova moneta di riferimento.
XVI–XVIII sec.	Europa e Americhe	“Pezzo da otto” spagnolo diventa moneta globale.
XIX–XX sec.	Europa e mondo	Fine del ruolo del metallo: moneta fiduciaria.

**BOX 2****ESEMPIO DI CRITTOGRAFIA**

Supponiamo di voler proteggere questo dato: Numero di Carta = 4567 8901 2345 6789.

Usiamo un algoritmo reale, per esempio AES-256, con una chiave segreta (key): Key =

7F3C1A9982D4B7A4C33E12FEB3A2D91F

Risultato della cifratura
Ciphertext = 9f2a4bc1c1b618adc7230f942a36b1ac

Il dato ora è: completamente illeggibile; ottenuto *matematicamente* dal numero originale, invertibile solo con la chiave

Se qualcuno ruba il Ciphertext non può fare nulla finché non trova la chiave.

Ma se avesse la chiave, potrebbe decifrare e recuperare il numero della carta.

ESEMPIO DI TOKENIZZAZIONE

Stesso dato iniziale: NumeroCarta = 4567 8901 2345 6789

Il sistema genera un token casuale, ad esempio: Token = tok_83a7f92b01d24edc

In questo caso: Il token non deriva matematicamente dal numero della carta; è solo un identificatore arbitrario memorizzato in un database sicuro; non esiste alcun modo di “invertire” il token per recuperare il numero; solo il sistema che ha la tabella di mappatura può risalire al dato reale.

Se qualcuno ruba il token non può farci assolutamente nulla fuori dal sistema che l’ha generato.

DIFFERENZE CHIAVE

Crittografia	Tokenizzazione
Trasforma i dati con una funzione matematica + chiave	Sostituisce i dati con un identificatore casuale
Invertibile (con la chiave)	Non invertibile (senza tabella interna)
Sicurezza basata su algoritmi e chiavi	Sicurezza basata sul controllo degli accessi
Protegge i dati in transito/archivio	Protegge i dati durante l’uso nei pagamenti

Esempio di BLOCHCHAIN

Immagina che Alice voglia inviare 1 Bitcoin (BTC) a Bob.

1. Avvio della Transazione: Alice crea la transazione sul suo portafoglio digitale, specificando che vuole inviare 1 BTC all'indirizzo pubblico di Bob. Firma digitalmente questa transazione usando la sua chiave privata (come un sigillo unico), provando che è lei la proprietaria dei fondi.
1. Diffusione: La transazione firmata viene trasmessa alla rete Bitcoin (migliaia di computer detti nodi o miner) e verificata da algoritmi di consenso



2. Creazione del Blocco (Mining): I *miner* raccolgono la transazione di Alice insieme a migliaia di altre transazioni in sospeso e tentano di formare un nuovo blocco. Per fare ciò, devono risolvere un complesso problema crittografico (il meccanismo di Proof-of-Work - PoW).
3. Verifica e Consenso: Il *miner* che risolve per primo il problema annuncia la sua soluzione e il nuovo blocco alla rete. Gli altri nodi verificano rapidamente la soluzione. Se la maggioranza è d'accordo (raggiungono il consenso), il blocco è considerato valido.
4. Aggiunta alla Catena: Il blocco valido, contenente la transazione di Alice, viene aggiunto in modo permanente e immutabile alla fine della catena di blocchi esistente.
5. Completamento: Bob ora vede il saldo del suo portafoglio aggiornato con 1 BTC in più, e tutti i nodi della rete hanno una copia aggiornata del registro che lo conferma.

La blockchain è un registro digitale distribuito che conserva dati in blocchi collegati tra loro e protetti da crittografia, rendendo impossibile modificarli senza l'accordo della rete.

Immaginala come un database digitale condiviso tra molteplici computer (detti nodi) in una rete. I dati vengono raggruppati in blocchi e, una volta che un blocco è pieno, viene crittografato e aggiunto alla fine della catena in modo sequenziale, creando un legame crittografico con il blocco precedente (da qui il nome "catena di blocchi").

Caratteristiche Principali

- Decentralizzazione: Non esiste un'autorità centrale (come una banca o un governo) che gestisce o controlla il registro. La rete è distribuita tra i partecipanti, rendendola resistente alla censura o al punto singolo di guasto.
- Immutabilità: Una volta che un blocco è stato aggiunto alla catena, non può essere modificato o eliminato retroattivamente. Se c'è un errore, è necessario aggiungere una nuova transazione correttiva, ma la traccia dell'errore originale rimane.
- Trasparenza: Tutte le transazioni registrate sono visibili a tutti i partecipanti della rete (anche se le identità dei partecipanti sono protette da crittografia).
- Consenso: L'aggiunta di un nuovo blocco richiede il consenso della maggioranza dei partecipanti alla rete, attraverso specifici protocolli (come Proof-of-Work o Proof-of-Stake), garantendo l'autenticità delle transazioni.
- Crittografia: Vengono utilizzate firme digitali e *hash* crittografici per garantire l'integrità dei dati e l'autenticità dei partecipanti.

3. EUROBOND, TRA REGOLE E MERCATO

Angelo Baglioni[♦] e Umberto Cherubini^{♦♦}

- *In questo capitolo analizziamo il mercato primario degli EU bond: obbligazioni emesse dalla Commissione UE per conto dell'Unione europea. Esaminando il quadro legale-istituzionale, mostriamo che la garanzia fornita dagli Stati membri è di tipo pro-quota, nonostante una diversa percezione tra gli operatori di mercato.*
- *A livello teorico, il rendimento pro-quota risulta superiore al rendimento minimo pagato dai paesi europei sul loro debito sovrano, mentre una garanzia solidale consentirebbe all'UE di pagare un rendimento inferiore a tale livello.*
- *L'analisi empirica esamina 191 emissioni di bond UE tra il 2020 e il 2025. Combinando il nostro modello con le informazioni raccolte sul mercato dei CDS, mostriamo che il credit spread pro-quota è in media superiore di 15 punti base rispetto a quello basato sulla garanzia solidale. Inoltre, il primo reagisce alle variazioni dei CDS spread dei singoli paesi, mentre il secondo è assai meno sensibile ai rischi di credito individuali, grazie all'effetto di diversificazione.*
- *Passando ai rendimenti all'emissione effettivi dei bond UE, rileviamo che essi pagano un premio significativo rispetto ai titoli di Stato tedeschi: in media 42 punti base.*
- *Effettuiamo una regressione degli ASW dei bond UE su diverse variabili. Dall'analisi emerge che il modello di pricing pro-quota è statisticamente significativo, mentre quello basato sulla garanzia solidale non lo è. Ricontriamo che i bond UE beneficiano di un effetto flight-to-quality in caso di scenari di crisi estrema. La liquidità è una variabile significativa; in particolare, un aumento della dimensione dell'emissione comporta un incremento del premio di rendimento dei bond UE: tale evidenza può essere interpretata come un problema di funding degli intermediari che investono in bond UE.*
- *Implicazione di policy: il quadro istituzionale del debito UE dovrebbe essere reso più trasparente e il profilo creditizio dei bond UE dovrebbe essere rafforzato. A tal fine, proponiamo di introdurre una responsabilità solidale per le emissioni di debito UE destinate a finanziare specifici programmi comuni. Tali programmi dovrebbero concentrarsi sulla fornitura di alcuni beni pubblici europei, per i quali l'Unione dovrebbe essere dotata di una propria capacità fiscale. Una simile riforma consentirebbe all'Unione di raccogliere fondi sui mercati a tassi di interesse inferiori rispetto a quelli attualmente pagati e, soprattutto, meno sensibili a eventi negativi che possano incidere sull'affidabilità creditizia dei singoli Stati membri.*

1. Introduzione

Il dibattito sulla opportunità di introdurre un safe asset europeo ha ripreso vigore di recente. Rispetto ai tempi della crisi del debito sovrano, i

termini della questione sono molto cambiati. Allora, i promotori degli Eurobond partivano dal fatto che alcuni paesi della zona euro, tra cui il nostro, pagavano sul loro debito pubblico

[♦] Università Cattolica del Sacro Cuore

^{♦♦} Università di Bologna

rendimenti assai più elevati di altri paesi, in primo luogo la Germania. Le proposte sul tappeto, al di là delle differenze tra di loro, ruotavano attorno ad una idea: quella di sostituire, seppure parzialmente, i debiti nazionali con un titolo di debito comune. Questa mutualizzazione del debito avrebbe consentito ai paesi ad alto debito di finanziarsi a costi più bassi, senza peraltro che i paesi a basso debito dovessero subire un aggravio di costi.¹ Quelle proposte sono tramontate, sia per ragioni politiche, sia perché nel frattempo i differenziali di rendimento tra i debiti sovrani europei si sono ridotti notevolmente, facendo venire meno questa motivazione economica.

Oggi, le motivazioni per introdurre un titolo di debito europeo sono altre. La prima deriva dalla necessità di finanziare alcuni progetti comuni, realizzando così una maggiore integrazione fiscale tra i paesi della zona euro. Com'è noto, l'euro è nato come una moneta senza Stato, in particolare senza una autorità fiscale di livello europeo. Questa fondamentale lacuna dell'assetto istituzionale europeo può essere in parte colmata grazie ad alcuni progetti comuni tra i paesi membri, che vengano finanziati con risorse proprie dell'Unione: sia imposte sia emissioni di debito, in altre parole una "capacità fiscale" comune. Iniziative recenti come il SURE e il NGEU vanno in questa direzione: la Commissione UE ha fatto numerose emissioni di EU Bond a partire dal 2020. In prospettiva, gli investimenti necessari per fornire alcuni beni pubblici europei (difesa, reti a banda larga, cloud, ferrovie a lunga percorrenza, ecc.) potrebbero essere finanziati con risorse fiscali comuni e con l'emissione di nuovo debito europeo, estendendo queste prime esperienze e ampliando il mercato degli EU bond.

La seconda ragione risiede nella necessità di dotare il mercato finanziario di un safe asset

europeo nel quale soggetti privati, intermediari finanziari e investitori istituzionali possano investire le loro risorse. Ciò consentirebbe alle banche di diversificare il rischio sovrano a cui sono attualmente esposte: i portafogli di titoli sovrani detenuti dalle banche sono generalmente distorti verso quelli domestici (home bias). La Banca centrale europea disporrebbe di un titolo pubblico federale da acquistare quando attua politiche di quantitative easing: ricordiamo che la distribuzione degli acquisti di titoli pubblici nazionali fatti dalla Bce, all'interno dei programmi di asset purchase, hanno generato in passato aspre controversie politiche e persino legali.

Una ulteriore motivazione, di tipo strategico, è quella relativa al ruolo internazionale dell'euro. Attualmente l'euro svolge un ruolo limitato, seppure tutt'altro che trascurabile, come valuta di riserva a livello mondiale. Com'è noto, la valuta dominante è il dollaro, nonostante un moderato declino negli anni recenti. Le tensioni geopolitiche e le discutibili politiche dell'amministrazione Trump stanno provocando un rimescolamento di carte, con forti flussi di capitale in uscita dagli USA e un indebolimento del dollaro sul mercato dei cambi. L'area euro potrebbe essere maggiormente attrezzata per attrarre - almeno in parte - questi flussi di capitale se disponesse di un titolo pubblico di livello federale, privo di rischio e dotato di un mercato sufficientemente liquido.

In questo capitolo, prenderemo in esame l'esperienza accumulata negli anni tra il 2020 e il 2025, durante i quali la Commissione UE ha effettuato numerose emissioni di EU bond. Partiremo dall'assetto istituzionale relativo a questi titoli. Come vedremo, si tratta di un assetto poco trasparente e che necessita di essere chiarito, soprattutto per quanto riguarda il tipo di

¹ Si vedano, ad esempio: Baglioni - Cherubini (2016), Delpla - Weizsäcker (2010), Favero - Missale (2012).

garanzia, fornita dai paesi membri a sostegno delle emissioni di EU bond. Poi proporremo un modello di pricing degli EU bond, in grado di cogliere le differenze - e le relative implicazioni - tra due tipi di garanzia: **pro-quota** (*joint pro-rata*) o **in solido** (*joint and several*) tra i paesi membri della Unione. Successivamente passeremo all'analisi dei rendimenti all'emissione degli EU bond, per mettere in luce i problemi che derivano dalla scarsa trasparenza del quadro istituzionale: questa si traduce, tra l'altro, in un significativo premio di rendimento che l'Unione paga sul suo debito rispetto al Bund tedesco. Nella sezione 4 trarremo alcune implicazioni di policy dalla nostra analisi, mentre la sezione conclusiva fornirà una sintesi dei risultati. Il nostro contributo si basa su di un lavoro più tecnico,² al quale rinviamo il lettore per i dettagli, mentre in questo capitolo manterremo l'esposizione ad un livello non tecnico (per quanto possibile).

2. L'assetto istituzionale del debito europeo

Gli EU bond sono titoli di debito emessi dalla Commissione UE per conto dell'Unione Europea. In generale, i programmi della UE che fanno ricorso al finanziamento tramite debito utilizzano i proventi per finanziare prestiti agli Stati membri o a paesi terzi (la principale eccezione è rappresentata dal programma NGEU, come vedremo più avanti). Possiamo individuare tre tipi di risorse a garanzia del rimborso degli UE bond³.

1) I rimborsi di interessi e capitale versati al bilancio dell'UE dai beneficiari dei prestiti.

Finora, l'UE non ha mai registrato alcun caso di mancato rimborso da parte di uno Stato membro o di un paese terzo beneficiario.

2) Nel caso in cui un beneficiario dovesse risultare inadempiente, il **bilancio della UE** prevede risorse alternative per rimborsare gli investitori. Il bilancio della UE è finanziato dalle seguenti fonti:

- contributi degli Stati membri in proporzione al Reddito Nazionale Lordo (RNL) di ciascun paese,
- dazi doganali sulle importazioni provenienti da paesi extra-UE,
- una piccola quota dell'IVA riscossa in ciascun paese dell'UE,
- un contributo basato sulla quantità di rifiuti di imballaggi in plastica non riciclati in ciascun paese dell'UE.

Queste fonti, nel loro insieme, sono note come **"risorse proprie"** dell'UE. Il contributo di ciascuno Stato membro a tale insieme di risorse si basa principalmente sulla dimensione della sua economia, per cui si può affermare che i contributi nazionali sono proporzionali ai rispettivi RNL (**pro-quota**).

3) Qualora le risorse sopra indicate non fossero sufficienti a coprire le passività dell'UE, la garanzia ultima sarebbe rappresentata dal cosiddetto **"EU budgetary headroom"** (margine di bilancio della UE) entro il **"own resources ceiling"** (massimale delle risorse proprie). Quest'ultimo è l'importo massimo di risorse che la Commissione può chiedere agli Stati membri di versare in un determinato anno. Attualmente (bilancio 2021-2027) tale massimale è fissato all'1,4% del RNL della UE all'anno, comprese le contribuzioni previste per il bilancio annuale dell'UE.⁴ La

² Baglioni – Cherubini (2026), che abbrevieremo con BC.

³ Si veda EU Commission (2025).

⁴ La Commissione ha proposto di alzare il massimale all'1,75% nel prossimo bilancio pluriennale della UE

(2028 - 2034); tuttavia la proposta deve ancora essere negoziata con i governi nazionali e con il Parlamento europeo.

differenza tra il massimale delle risorse proprie e le risorse già impegnate per finanziare il bilancio della UE funge da garanzia affinché l'Unione possa coprire tutti i suoi impegni finanziari e le sue passività, ed è definita appunto "*headroom*" del bilancio UE. Sulla base di questo accordo (formalizzato nell'articolo 3 della "Decisione sulle Risorse Proprie"), l'UE ha il diritto di richiedere contributi agli Stati membri, i quali sono obbligati a soddisfare tale richiesta in proporzione ai rispettivi RNL (**pro-quota**).

Come accennato in precedenza, il programma Next Generation EU rappresenta un'eccezione, in quanto ha consentito all'UE di finanziare non solo prestiti, ma anche – per la prima volta – finanziamenti non rimborsabili (*grants*) agli Stati membri. Pertanto, la risorsa indicata al punto 1) non è disponibile per definizione. Gli importi presi in prestito dall'UE per finanziare i *grants* inizieranno a essere rimborsati, a carico dei bilanci annuali dell'UE, a partire dal 2028 in poi. Nell'improbabile scenario in cui i bilanci annuali non dovessero essere in grado di fornire le risorse necessarie, la UE avrebbe il diritto di richiedere contributi agli Stati membri fino allo 0,6% del RNL all'anno (in aggiunta all'1,4% del RNL) fino al 2058, al fine di effettuare i rimborsi derivanti dai finanziamenti NGEU. A tale scopo, il massimale delle risorse proprie è stato innalzato al 2% del RNL dell'UE su base eccezionale e temporanea: tale massimale tornerà all'1,4% del RNL una volta rimborsati tutti i fondi raccolti dall'UE sui mercati dei capitali nell'ambito del NGEU.

Alcune considerazioni aggiuntive devono essere fatte per i programmi che finanziano prestiti a paesi terzi. Per tali programmi, vengono accantonate nel bilancio annuale dell'UE specifiche riserve per far fronte a un eventuale mancato rimborso da parte del paese beneficiario.

Gli importi accantonati sono detenuti in un comparto dedicato del cosiddetto "*Common Provisioning Fund*" (Fondo comune di accantonamento). Attualmente, il bilancio annuale dell'UE accantona come riserve il 9% degli importi concessi in prestito. Tale percentuale è stata stabilita tenendo conto degli effetti di diversificazione tra i rischi di credito dei diversi prestiti: pertanto, gli accantonamenti non coprono l'intero ammontare delle perdite attese. In questo contesto, l'assistenza finanziaria all'Ucraina solleva una questione specifica, a causa dei rischi elevati ad essa associati. In particolare, per i prestiti concessi nel periodo luglio–dicembre 2022 (pari a 6 miliardi di euro), l'UE ha ritenuto prudente prevedere accantonamenti per perdite fino al 70% del loro valore. Poiché non vi erano risorse sufficienti nel Fondo comune di accantonamento per raggiungere tale livello di copertura, gli Stati membri hanno concordato di fornire garanzie collettive **pro-quota** (in proporzione al RNL) pari al 61% dell'importo, in aggiunta al 9% di accantonamenti provenienti dal bilancio dell'UE destinati al Fondo comune.

La conclusione principale di quanto esposto è che le risorse fornite dagli Stati membri, a garanzia dei bond emessi dalla Commissione europea, sono limitate dal *own resources ceiling* e corrispondono a una piccola percentuale del RNL della UE (attualmente l'1,4% salvo l'incremento dello 0,6% legato al NGEU). Il *ceiling* deve essere interpretato come un limite all'ammontare di debito che l'UE è autorizzata a emettere, in virtù del principio di "*fiscal discipline*". Tale principio è sancito dall'articolo 310(4) del TFUE, secondo cui qualsiasi atto avente un impatto rilevante sul bilancio dell'UE deve essere accompagnato dalla garanzia che le spese derivanti possano essere finanziate entro i limiti delle risorse proprie dell'Unione. Da un lato, questo principio assicura che l'UE disponga di risorse proprie sufficienti per

adempiere ai suoi obblighi come debitore e agli impegni di spesa in ogni circostanza; dall'altro, esso impone un limite rigido alla capacità di indebitamento dell'Unione. In pratica, l'ammontare di debito che l'UE può emettere non può eccedere il margine di bilancio (*budgetary headroom*): la differenza tra il massimale delle risorse proprie e le spese approvate nel bilancio dell'UE, coperte dalle risorse elencate al punto 2) più sopra⁵.

Ancora più importante è il fatto che le risorse fornite dagli Stati membri, a garanzia dei bond UE, sono suddivise tra di essi **pro-quota**, in proporzione ai rispettivi RNL. Come visto in precedenza, questa è la regola generale applicabile alle richieste di contributi entro il *budgetary headroom*. Inoltre, il principio di ripartizione pro-quota dei contributi è stato esplicitamente reiterato dalle norme che disciplinano i programmi SURE e NGEU: queste affermano che ciascuno Stato membro rimane l'unico responsabile della propria quota di garanzie fornite nell'ambito di tali programmi. Pertanto, le garanzie fornite dagli Stati membri sono **congiunte** (*joint*) ma **non in solido** (*not joint and several*): nessuno Stato membro si impegna a coprire, insieme agli altri, l'eventuale inadempienza di un altro Stato membro rispetto ai propri debiti.

Questa conclusione è ulteriormente rafforzata dal fatto che qualsiasi responsabilità solidale tra Stati membri violerebbe la cosiddetta "*no-bailout clause*" ("clausola di non salvataggio"). L'articolo 125(1) TFUE stabilisce che né l'Unione né alcuno Stato membro sono responsabili o si fanno carico degli impegni finanziari di un altro Stato membro, fatto salvo il caso di garanzie finanziarie reciproche ("*mutual*") per l'esecuzione congiunta di un progetto specifico ("*joint execution of a specific project*"). Secondo l'attuale interpretazione

dell'articolo 125(1), la clausola di non salvataggio esclude la possibilità di emettere EU bond assistiti da una garanzia in solido tra gli Stati membri. In prospettiva, potrebbe essere adottata un'interpretazione più flessibile per quei programmi finalizzati all'esecuzione congiunta di un progetto specifico, per i quali potrebbe essere invocata un'eccezione al divieto stabilito dalla clausola di non salvataggio. Tuttavia, si tratta di una questione aperta e controversa. In linea di principio, si potrebbe sostenere che il NGEU abbia costituito l'esecuzione congiunta di un progetto specifico, essendo stato adottato con l'unico scopo di affrontare le conseguenze della crisi Covid; tuttavia, i co-legislatori hanno adottato un orientamento diverso, scegliendo il sistema pro-quota.

La *no-bailout clause* incide non solo sulla garanzia congiunta a sostegno dell'emissione di EU bond, ma anche sull'utilizzo dei relativi proventi: questi non possono essere utilizzati in modo tale da rendere l'Unione responsabile degli impegni assunti dagli Stati membri nei confronti dei propri creditori, riducendo così l'incentivo a perseguire politiche di bilancio prudenti (il cosiddetto effetto di "*moral hazard*"). Per questo motivo, l'assistenza finanziaria fornita a uno Stato membro grazie ai proventi del debito UE è accompagnata da condizioni rigorose relative alle politiche macroeconomiche e fiscali del governo beneficiario. Quest'ultimo rimane il solo responsabile degli impegni verso i suoi creditori. Nell'attuale quadro istituzionale, gli EU bond sono ben diversi dal debito federale emesso dal governo degli Stati Uniti, che costituisce una passività comune di tutti i cittadini statunitensi. Questo assetto istituzionale spiega perché gli EU bond siano attualmente percepiti dagli operatori finanziari come diversi dai titoli sovrani emessi dai governi dei paesi europei. I titoli sovrani sono

⁵ Si veda Estrella Blaya (2022).

garantiti dall'intero RNL del paese emittente, che fornisce la base imponibile sulla quale raccogliere le imposte necessarie per rimborsare i debiti del paese. La sostenibilità del debito sovrano si fonda sul valore attuale degli avanzi primari futuri del governo emittente. Ciò non vale per gli EU bond, per i quali ciascuno Stato membro si impegna a destinare una quantità limitata di risorse, sufficiente a coprire la sua quota della responsabilità congiunta verso i creditori, ma non le quote degli altri. Inoltre, la Commissione europea non è un'autorità sovrana in grado di imporre tasse ai cittadini europei, ma dipende dai contributi degli Stati membri per finanziare le proprie attività. Per questi motivi, gli EU bond sono definiti titoli "sovrnazionali" (*supranational*) anziché sovrani (*sovereign*).

3. Garanzia pro-quota o in solido? L'impatto sui rendimenti

3.1 Il modello teorico

Nel lavoro su cui si basa questo capitolo (BC) presentiamo un modello teorico per la valutazione del debito dell'UE in presenza di due diversi tipi di garanzia: pro-quota e in solido. Non entriamo qui nei dettagli tecnici del modello, per i quali rimandiamo il lettore al nostro articolo; in questa sede, ci limitiamo a riportare i principali risultati. Il rendimento di un titolo di debito UE con garanzia pro-quota è strettamente superiore al rendimento minimo dei titoli sovrani dei singoli paesi europei. Al contrario, il rendimento di un EU bond con garanzia in solido è inferiore o al massimo uguale a tale livello minimo; l'uguaglianza vale solo nel caso in cui i rischi di credito dei paesi europei siano comonotonici, ossia perfettamente correlati. Pertanto, nella misura in cui esista un effetto di diversificazione tra i credit spread, la disuguaglianza risulterà stretta. Il rendimento minimo dei titoli sovrani dell'Unione Europea, cioè quello dei titoli tedeschi, costituisce una linea di

demarcazione tra il prezzo di un bond con garanzia pro-quota e quello di un'emissione con garanzia in solido. L'entità del maggiore livello di rendimento del titolo con garanzia pro-quota dipende dalla dispersione dei singoli rendimenti sovrani rispetto al bund tedesco. D'altra parte, l'eventuale riduzione di rendimento nel caso di garanzia solidale dipende dal grado di correlazione tra i rendimenti individuali: il massimo beneficio ottenibile attraverso l'emissione di un titolo con garanzia in solido si avrebbe nel caso in cui i default dei diversi paesi fossero eventi tra di loro indipendenti.

3.2 EU Bond e Bund: l'evidenza empirica

La nostra analisi empirica prende in considerazione 191 collocamenti di EU bond nel periodo compreso tra il 2020 e il 2025. Combinando il nostro modello con le informazioni raccolte sul mercato dei CDS (Credit Default Swap), calcoliamo i credit spread teorici degli EU bond nelle due alternative: garanzia pro-quota e garanzia in solido.

I dati, relativi ai collocamenti dei bond UE, sono stati raccolti dal sito web della Commissione europea. Alcune emissioni sono relative a specifici programmi di spesa: 14 emissioni per il programma "SURE social bond" e 47 per il NGEU, di cui 21 etichettate come "NGEU green bonds". Per ciascuna emissione disponiamo delle seguenti informazioni:

- le date di emissione e di scadenza;
- il volume emesso;
- la cedola;
- il tipo di emissione (90 sindacati di collocamento e 101 aste);
- il *cover ratio*;
- il rendimento all'emissione.

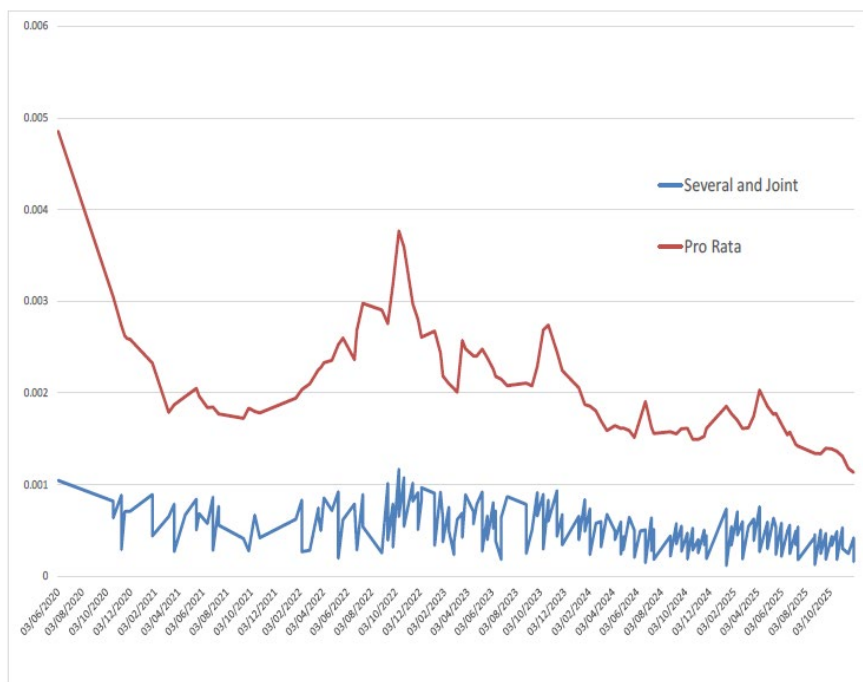
Al fine di calcolare i modelli teorici *fair value* dei bond UE e di costruire variabili rappresentative degli eventi di rischio di credito, abbiamo raccolto

dati sui CDS dei principali paesi dell'area euro: Germania, Francia, Italia, Spagna, Paesi Bassi e Belgio. Naturalmente, i bond UE sono garantiti da tutti i 27 paesi dell'Unione Europea, ma la maggior parte del rischio è riconducibile a questi sei paesi, che rappresentano la quota nettamente maggiore di tutti i titoli di Stato emessi nell'Unione Europea. Iniziamo con un confronto tra i due modelli di pricing. Il modello pro-quota è stato costruito calcolando la media ponderata delle quotazioni dei CDS dei sei paesi. Il modello con garanzia in solido è più complesso e rimandiamo il lettore al nostro lavoro (BC) per i dettagli. In media, la differenza di prezzo tra i due modelli non è elevata: il rendimento pro-quota risulta superiore di circa 15 punti base rispetto a quello con garanzia solidale. Si potrebbe quindi ritenere che applicare, ove possibile, la garanzia in solido consentirebbe di ridurre il costo del debito UE di un importo modesto. Tuttavia, questa è solo una parte della storia. Poiché lo spread pro-quota è

una media lineare degli spread individuali, esso è sensibile alle variazioni di ciascuno di essi. Nel modello con garanzia solidale, invece, l'impatto è attenuato grazie all'effetto di diversificazione.

La FIG. 1 mostra tale differenza. Lo spread pro-quota risente sensibilmente delle variazioni degli spread individuali. Nella prima osservazione del campione, lo spread pro-quota risulta molto elevato a causa dei CDS di Italia e Spagna, significativamente più alti rispetto a quello tedesco: esso è pari a 48,5 punti base, mentre quello con garanzia solidale è pari a 10,44 punti base. Ma questo non è l'unico caso. L'11 ottobre 2022 lo spread pro-quota registra un picco di quasi 38 punti base, in corrispondenza dell'aumento del CDS italiano nel giorno dell'insediamento del primo governo di estrema destra dalla fine della seconda guerra mondiale; nello stesso giorno, lo spread con garanzia in solido era pari a soli 6,5 punti base.

FIG. 1 – Credit spread: garanzia pro-rata e in solido (several and joint) a confronto



Gran parte della letteratura sui bond UE si concentra sul confronto con i mercati dei titoli sovrani europei più sicuri, in particolare quello tedesco. La Tabella 1 riporta un'analisi dello spread medio tra i bond UE e un campione corrispondente di titoli tedeschi. Nel complesso, la nostra analisi conferma i risultati presenti in letteratura, secondo cui i bond UE presentano un significativo premio di rendimento rispetto ai titoli di stato tedeschi. Considerando l'intero campione - tutte le scadenze e tutti gli anni - il premio medio è 42 punti base. Per quanto riguarda la struttura per scadenze, lo spread rispetto ai titoli tedeschi mostra un'inclinazione positiva: nonostante la presenza di alcuni valori anomali in determinati anni, tale struttura emerge chiaramente nel campione complessivo (come evidenziato nell'ultima riga in grassetto). La dinamica temporale non è monotona: considerando l'intero

campione (ultima colonna in grassetto), lo spread aumenta fino al 2022 per poi diminuire, tornando allo stesso livello del primo anno (28 punti base). Questo andamento contrasta con quanto ci si potrebbe attendere in ciascuno dei due casi: quello di un mercato che diventi progressivamente più liquido, con uno spread rispetto al mercato tedesco in costante riduzione nel tempo; oppure quello di un nuovo mercato che perda la competizione con quello consolidato, con uno spread in costante aumento. Il fatto che la dinamica dello spread non sia monotona e che raggiunga un picco nel 2022 (anno caratterizzato da una maggiore percezione del rischio legata alle elezioni italiane e da nuove tensioni geopolitiche in Europa) suggerisce che lo spread EU bond – bund tedesco possa rispondere sia a fattori di liquidità sia a fattori legati al rischio di credito.

TAB. 1- Differenza di rendimento tra EU bond e Bund (punti base)

Year	2-3 Y	4-5 Y	6-8 Y	10 Y	15 Y	20 Y	25 Y	30 Y	All
2020	-	15.71	-	36.39	25.05	36.38	-	36.60	28.16
2021	-	16.29	12.26	20.81	26.23	54.30	31.98	34.17	24.25
2022	44.97	40.50	70.12	60.24	24.29	82.43	72.55	80.95	61.88
2023	29.87	48.64	38.61	44.11	56.37	75.60	97.49	86.24	55.28
2024	19.95	33.20	38.61	35.36	78.54	49.30	82.15	73.76	43.05
2025	-22.70	2.49	27.22	35.36	56.95	58.55	72.75	74.21	28.19
All	9.11	29.46	34.61	39.19	46.35	63.70	71.25	72.55	42.23

Infine, nel nostro lavoro (BC) facciamo una analisi di regressione per identificare le determinanti dei rendimenti all'emissione degli EU bond. La nostra ipotesi è che i rendimenti possano essere spiegati dal modello di pricing e da altri fattori di rischio di credito non inclusi nel modello teorico (come eventi creditizi estremi) nonché da fattori di rischio di liquidità. La stessa regressione viene applicata sia al mercato dei bond UE sia a quello dei titoli tedeschi (adattando opportunamente il modello di pricing) al fine di valutare eventuali somiglianze e differenze tra i due mercati, in

relazione ai rischi di credito e di liquidità. Come variabile dipendente utilizziamo l'ASW (Asset Swap Spread): una misura tipicamente impiegata nell'industria bancaria. In pratica, essa corrisponde alla differenza tra il rendimento di un'obbligazione (nel nostro caso un bond UE o il corrispondente titolo tedesco) e la curva dei tassi swap.

Dai risultati emerge che il modello di pricing pro-quota risulta statisticamente significativo, mentre quello basato sulla garanzia solidale non lo è. Ricontriamo inoltre che i bond UE beneficiano di

un effetto “flight-to-quality” in caso di scenari di crisi estrema, come ad esempio la ridenominazione di almeno una valuta all’interno dell’area euro, sebbene l’entità di tale effetto sia molto inferiore rispetto a quella osservata per i Bund tedeschi. Questi risultati appaiono comunque incoraggianti nella prospettiva di rendere i bond UE un vero e proprio safe asset.

La liquidità risulta significativa in tutte le regressioni. In particolare, osserviamo che un aumento della dimensione dell’emissione comporta un incremento del premio di rendimento dei bond UE. Tale evidenza può essere interpretata come un problema di funding: un’emissione di maggiori dimensioni richiede agli operatori di mercato di trovare maggiore spazio nei propri portafogli, esercitando così una certa pressione sulla loro funding capacity. Naturalmente, l’alternativa all’aumento della raccolta di fondi sarebbe quella di ridurre le posizioni in titoli sovrani, ma ciò entra in conflitto con il ben noto fenomeno dell’home bias, che rende piuttosto rigidi i portafogli di titoli di stato domestici detenuti dalle banche⁶.

4. Implicazioni di policy

I nostri risultati mostrano che il mercato degli EU bond è caratterizzato da una significativa incertezza relativa al pricing. Il profilo di credito dell’UE è considerato da Moody’s come “equivalent of a joint and several support framework”, ma in realtà non lo è. Il modello di pricing che meglio si adatta ai rendimenti osservati dei bond UE è quello pro-quota. Tali rendimenti risultano più elevati rispetto a quanto previsto da un modello basato sulla garanzia in solido e sono molto più sensibili ai *credit events* individuali all’interno dell’Unione europea. La nostra analisi evidenzia la necessità di aumentare la trasparenza

attraverso l’introduzione di misure di policy volte a chiarire il quadro istituzionale dei bond UE e a rafforzarne il profilo creditizio.

Un intervento di policy radicale in questa direzione richiederebbe una revisione della *no-bailout clause* del Trattato UE, consentendo alla Commissione di richiedere contributi nell’ambito del budgetary headroom e rendendo gli Stati membri responsabili dell’adempimento di tali obblighi su base solidale anziché pro-quota. Tuttavia, adottare questo approccio come regola generale rappresenta un obiettivo troppo ambizioso e presumibilmente irrealistico sul piano politico.

Un’azione più realistica potrebbe consistere nell’applicare la garanzia in solido esclusivamente alle emissioni di debito europeo destinate a finanziare specifici programmi comuni, per i quali sia possibile invocare un’eccezione alla clausola di non salvataggio. Tali programmi dovrebbero essere incentrati sulla fornitura di alcuni beni pubblici europei, quali ad esempio: difesa e sicurezza, servizi high tech e informatici (cloud, intelligenza artificiale, reti a banda larga), approvvigionamento e distribuzione di energia, ferrovie a lunga percorrenza, politiche migratorie, ecc⁷. La fornitura di (alcuni di) tali beni e servizi dovrebbe basarsi sulla capacità dell’UE di raccogliere entrate fiscali. Ciò doterebbe il bilancio dell’UE di risorse proprie in grado di finanziare la spesa pubblica europea, creando una vera e propria “capacità fiscale” europea. Tale capacità fiscale, a sua volta, costituirebbe il fondamento per l’emissione di bond UE, il cui rimborso di interessi e capitale si baserebbe in primo luogo sulla capacità dell’UE di imporre tasse. Inoltre, il profilo creditizio dei bond UE potrebbe essere ulteriormente rafforzato rendendo esplicito (nei prospetti informativi o in altre comunicazioni

⁶ Come documentato da Breckenfelder e altri (2024).

⁷ Secondo le linee di intervento suggerite nel “Rapporto Draghi”: si veda EU Commission (2024).

formali agli investitori) che i bond UE sono senior rispetto ai titoli sovrani nazionali. Ciò implicherebbe che ciascuno Stato membro si impegna a rimborsare integralmente, in caso di necessità, i bond emessi dalla Commissione europea per conto dell'Unione, a meno che non sia disposto a dichiarare default sul proprio debito nazionale.

Occorre sottolineare che la soluzione sopra descritta non equivarrebbe a una mutualizzazione dell'intera capacità fiscale nazionale e dei debiti pubblici tra i paesi europei. Essa sarebbe invece limitata alla condivisione dell'onere finanziario relativo alla fornitura di alcuni specifici beni pubblici europei, per quanto di dimensioni rilevanti e di importanza strategica. Va inoltre osservato che, se da un lato questo passo comporterebbe un certo aggravio finanziario per gli Stati membri, dall'altro contribuirebbe a ridurre altri oneri: in larga misura, infatti, i beni pubblici forniti a livello europeo non dovrebbero essere forniti a livello nazionale.

Riteniamo che una riforma del quadro istituzionale, lungo le linee sopra suggerite, sarebbe in grado di migliorare in modo significativo l'affidabilità creditizia dei bond UE, poiché un debito federale potrebbe essere considerato come debito sovrano piuttosto che sovranazionale: ciò costituirebbe un cambiamento sostanziale. Trasformando i bond UE in veri e propri titoli sovrani, la creazione di una capacità fiscale comune, seppur limitata, consentirebbe all'UE di raccogliere fondi sui mercati a tassi di interesse inferiori rispetto a quelli attualmente pagati. Ancora più importante, tali tassi sarebbero meno sensibili alla volatilità del profilo creditizio dei singoli paesi europei.

Al contrario, l'inclusione dei bond UE negli indici dei titoli sovrani, mantenendo invariato l'attuale

quadro istituzionale, costituirebbe un cambiamento puramente formale. Questa proposta è stata sostenuta da alcuni studiosi⁸ sulla base dell'idea che il premio pagato dai bond UE rispetto ai bund tedeschi sia dovuto principalmente a fattori di liquidità piuttosto che di rischio di credito. Pur riconoscendo che la liquidità rappresenta un aspetto rilevante per il mercato del debito UE, riteniamo che la scarsa trasparenza relativa al suo status di debito sovrano sia una questione ancora più cruciale, che deve essere affrontata e risolta nella sostanza per migliorare il profilo creditizio della UE.

5. Conclusioni

In questo capitolo, abbiamo analizzato il mercato primario degli EU bond: obbligazioni emesse dalla Commissione UE per conto dell'Unione europea. In primo luogo, abbiamo esaminato il quadro istituzionale del debito UE e mostrato che la garanzia fornita dagli Stati membri è di tipo pro-quota, nonostante l'opinione - condivisa da alcuni operatori di mercato - secondo cui tale garanzia sarebbe in solido (o equivalente a una garanzia solidale). Questa percezione di mercato evidenzia come vi sia una mancanza di trasparenza per quanto riguarda il quadro istituzionale del debito UE.

Nel nostro lavoro (BC) su cui si basa questo capitolo, presentiamo un modello teorico per la valutazione del debito UE, in presenza di due diversi tipi di garanzia: pro-quota e solidale. Il risultato principale è che il rendimento pro-quota risulta superiore al rendimento minimo pagato dai paesi europei sul loro debito sovrano, mentre una garanzia solidale consentirebbe all'UE di pagare un rendimento inferiore a tale livello.

L'analisi empirica esamina 191 emissioni di bond UE tra il 2020 e il 2025. Combinando il nostro

⁸ Si vedano Bonfanti – Marcucci (2025) e Pallara – Pericoli – Tommasino (2025).

modello con le informazioni raccolte sul mercato dei CDS, calcoliamo i credit spread teorici dei bond UE nelle due alternative: garanzia pro-quota e garanzia in solido. Riscontriamo che il credit spread pro-quota è in media superiore di 15 punti base rispetto a quello basato sulla garanzia solidale. Ancora più importante, il primo reagisce alle variazioni dei CDS spread dei singoli paesi, mentre il secondo è assai meno sensibile ai rischi di credito individuali, grazie all'effetto di diversificazione. Di conseguenza, la differenza tra i due tende ad ampliarsi significativamente quando si manifestano tensioni che colpiscono alcuni paesi – o anche uno solo – all'interno dell'UE.

Passando ai rendimenti all'emissione effettivi dei bond UE, rileviamo che essi pagano un premio significativo rispetto ai titoli di Stato tedeschi di pari scadenza: in media 42 punti base. Lo spread tra bond UE e Bund mostra una struttura per scadenze positivamente inclinata e variazioni temporali piuttosto marcate.

Infine, effettuiamo una regressione degli Asset Swap Spread dei bond UE – e dei Bund tedeschi – su diverse variabili, tra cui alcuni indicatori di rischio di credito e di liquidità. Dall'analisi emerge che il modello di pricing pro-quota è statisticamente significativo, mentre quello basato sulla garanzia solidale non lo è. Riscontriamo inoltre che i bond UE beneficiano di un effetto “flight-to-quality” in caso di scenari di crisi estrema, come la ridenominazione di almeno una valuta all'interno dell'area euro, sebbene l'entità di tale effetto sia molto inferiore rispetto a quella osservata per i bund tedeschi: questi risultati appaiono comunque incoraggianti nella

prospettiva di rendere i bond UE un vero safe asset. La liquidità risulta significativa in tutte le regressioni. In particolare, osserviamo che un aumento della dimensione dell'emissione comporta un incremento del premio di rendimento dei bond UE. Tale evidenza può essere interpretata come un problema di funding: un'emissione di maggiori dimensioni richiede agli intermediari finanziari di trovare maggiore spazio nei propri portafogli, esercitando una certa pressione sulla loro capacità di finanziamento.

La nostra analisi presenta una chiara implicazione di policy. Il quadro istituzionale del debito UE dovrebbe essere reso più trasparente e il profilo creditizio dei bond UE dovrebbe essere rafforzato. A tal fine, proponiamo di sfruttare il (limitato) margine di flessibilità lasciato dalla no-bailout clause del Trattato UE e di introdurre una responsabilità solidale per le emissioni di debito UE destinate a specifici programmi comuni. Tali programmi dovrebbero concentrarsi sulla fornitura di alcuni beni pubblici europei, per i quali l'Unione dovrebbe essere dotata di una propria, seppur limitata, capacità fiscale: ossia la possibilità di imporre tasse. Secondo questo approccio, i bond UE dovrebbero avere la priorità (*seniority*) rispetto ai titoli sovrani nazionali. Trasformando il debito dell'UE in un debito federale e, di conseguenza, in debito sovrano anziché sovranazionale, una simile riforma consentirebbe all'Unione di raccogliere fondi sui mercati a tassi di interesse inferiori rispetto a quelli attualmente pagati e, soprattutto, meno sensibili a eventi negativi che possano incidere sull'affidabilità creditizia dei singoli Stati membri.

Riferimenti bibliografici

- Baglioni A. e U. Cherubini (2016), *Eurobonds: a quantitative approach*, Review of Law and Economics, 12(3), 507-521.
- Baglioni A. e U. Cherubini (2026), *The Birth of a Market. Euro Safe Assets between Liquidity and Euro Risk*, Working Paper.
- Bonfanti G. e J. Marcucci (2025): *A European safe asset? Not without the investors*, Working Paper.
- Breckenfelder J., V. De Falco e M. Hoerova (2024), Investing in safety, Proceedings of the EUROFIDAI-ESSEC Paris December Finance Meeting 2024, available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4982446>.
- Delpla, J. e J. von Weizsäcker (2010), *The blue bond proposal*, Bruegel Policy Brief 2010/03.
- Estrella Blaya L. (2022), *The future of common borrowing. A legal analysis*, Jacques Delors Institute Policy Paper No. 283.
- EU Commission (2024), *The future of European competitiveness*, Brussels, September.
- EU Commission (2025), *Budgetary safeguards protecting investors in EU-Bonds and EU-Bills*, Novembre, disponibile sul sito web della Commissione UE (LINK).
- Favero C. e A. Missale (2012), *Sovereign spreads in the Eurozone: Which prospects for a Eurobond?* Economic Policy, 231–268.
- Pallara K., M. Pericoli e P. Tommasino (2025), *Issuing European safe assets: how to get the most out of Eurobonds?*, Banca d'Italia, Occasional Papers (Questioni di Economia e Finanza) No. 937.