

Quando la supremazia valutaria diventa un film di fantascienza

Rony Hamaui



Tradizionalmente due dimensioni determinano la natura internazionale di una moneta

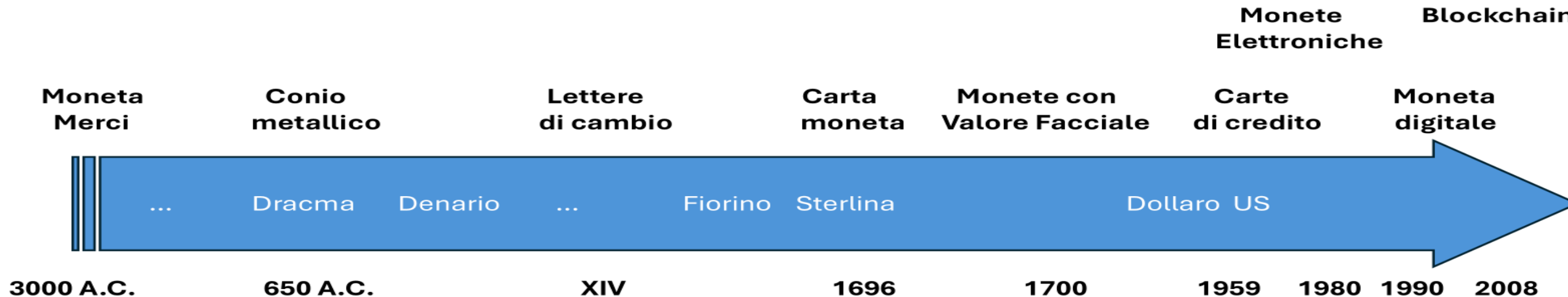
- **economico-finanziaria:** un grande paese con un alto Pil, che domina i commerci internazionali, con bassa inflazione, stabilità finanziaria e un safe assets liquido (Mundell)
- **politico-militare:** uno stato di diritto che protegga i risparmiatori (Eichengreen), forte militarmente e con importanti alleanze

Esempi significativi: dracma ateniese, il denario romano, il real spagnolo, il fiorino olandese, alla sterlina inglese, al dollaro americano



In alcuni momenti della storia si aggiunge una terza dimensione: la tecnologica

- ❑ Se in Lidia, sulle coste della Turchia, non fosse stata inventata la prima **moneta metallica coniata** tra il 680 e il 650 a.C., la dracma greca non sarebbe diventata la prima moneta internazionale.
- ❑ Poi, ci vollero quasi venti secoli perché in Europa venisse reinventata, la **carta moneta fiduciaria**.
- ❑ Negli ultimi settant'anni la rivoluzione **tecnologica** continua ad accelerare
- ❑ Il centro dell'innovazione è spesso il paese della moneta leader



Anche oggi all'incertezze geopolitica si somma quella tecnologica.

Si fronteggiano due strategie

- **americana** che lascia al settore privato decidere liberamente quale la strada intraprendere, mentre lo Stato garantisce soltanto un quadro regolamentare e di supervisione
- Gli Stati Uniti (incumbent da ottant'anni) puntano tutto sulle loro grandi imprese tecnologiche
- **europea**, dove la moneta pubblica vuole continuare ad avere un ruolo centrale, adeguandosi alle nuove tecnologie
- L'Unione Europea , consapevole delle proprie debolezze e convinta che la moneta debba rimanere un bene pubblico, delega il suo futuro alla BCE



Le due visioni

Le due visioni una liberista

- **Carl Menger** :«la moneta nasce spontaneamente dal mercato»
- **Friedrich von Hayek** :«il monopolio statale della moneta è una fonte di instabilità»

e una più statalista

- **Georg Friedrich Knapp** :«la moneta è ciò che lo Stato accetta per il pagamento delle tasse»
- **John Maynard Keynes** «la moneta è una creazione sociale e politica».



Nella storia la prevalenza della moneta pubblica ha conosciuto fasi alterne

a seconda della forza dello Stato e della dinamicità del settore privato.

- **Moneta pubblica:** in epoca greca e romana, durante l'assolutismo e dalla Prima guerra mondiale fino agli anni Settanta;
- **Moneta privata:** nel Medioevo e durante l'esperienza del free banking negli Stati Uniti

Può sorprendere che l'**UE, politicamente debole**, si muova nella direzione di una maggiore presenza della BCE.

Tuttavia, l'assenza di grandi imprese tecnologiche e banche paneuropee, insieme al ruolo svolto dalla BCE - oggi l'unica istituzione realmente forte in Europa - spiegano questa situazione



La moneta privata e pubblica nella storia

Periodo storico	Prevale moneta	Emittente principale	Caratteristiche chiave	Esempi
Prima del 3000 a.C.	Privata / comunitaria	Comunità, individui	Merci-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

Le speranze e le illusioni dei crypto-assets

- **L'ambizione** di sostituire sia la moneta pubblica che quella privata tradizionale e far saltare il sistema a due livelli.
- Promettevano di eliminare tutti gli intermediari finanziari, tagliando i **costi** e i **rischi**
- Tuttavia i detentori di criptovalute hanno dovuto creare **mercati** dove negoziare e custodire i portafogli (*wallet*) e molti altri intermediari che custodiscono gli assets sottostanti, certificano...
- Inoltre, il 95% delle “blockchain” è **centralizzato** anziché decentralizzato, dove la convalida delle catene è effettuata da un piccolo gruppo di autenticatori fidati



Le illusioni dei crypto-assets

- La fortissima **volatilità** del valore delle criptovalute le ha rese inutilizzabili come **mezzo di scambio o unità di conto**.
- Le criptovalute sono invece diventate una **riserva di valore molto speculativa**, al pari dell'oro, dell'argento, dei quadri.



Le stablecoin: una rischiosa scommessa con molti intermediari e l'incognita degli interessi

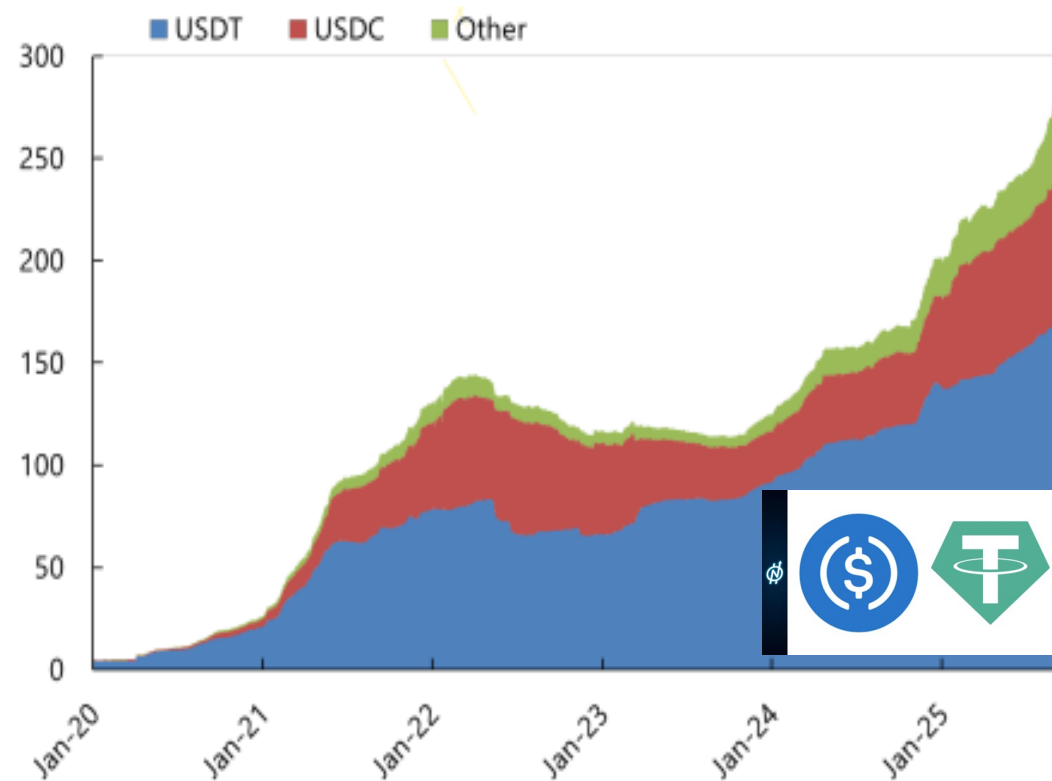
- **cripto-attività garantite** da attività liquide e a basso rischio
- L'ecosistema delle stablecoin, comprende molti intermediari:
 - **la società emittente** , che definisce le regole di governance
 - **il gestore dei portafogli digitali (*wallet*)** - una società indipendente oppure da una piattaforma di scambio- che consente agli utenti di accedere, detenere e trasferire stablecoin.
 - **istituzioni finanziarie** che custodiscono le attività acquistate a garanzia e validano la blockchain
- Le società emittenti generalmente **non riconoscono interessi**
Tuttavia, in alcuni ordinamenti sono consentite forme di remunerazione dalle piattaforme di scambio.



shutterstock.com · 2167052677

La natura oligopolista del mercato

- In forte crescita
- Quasi tutto in **dollari** (97%), il resto in euro
- Molto **concentrato**: USDT (Tether) e USDC (Circle) 90%
- JPMorgan, Citi, Bank of America, Goldman Sachs, Mastercard, Swift stanno esplorando
- In Europa **Société Générale** ha emesso una stablecoin in dollaro e una in euro
- Il progetto di Unicredit, Banca Sella ...
- Stablecoin fungono da **ponte tra crypto-asset** e fiat money, in misura ancora limitata, dai pagamenti transfrontalieri e persino domestici



«*The singleness of money*» non garantita

Un altro esperimento di free banking?

- Il **rimborso** delle stablecoin avviene al prezzo di mercato, che dovrebbe tendere alla parità grazie al
 - l'emittente che in alcuni casi opera come market maker
 - Presenza di arbitraggisti
 - Regolamentazione e vigilanza
- Nella pratica, le principali stablecoin hanno mostrato una **discreta stabilità** del valore. Deviazioni significative dalla parità si sono verificate nelle fasi di **stress**
- In condizioni normali si sono comportate come «**volatility receiver**»,
- Nei momenti di forte tensione come «**volatility sender**» e possono agire come “**conduits of stress**”
- Non esistono meccanismi di risoluzione delle crisi, schemi di assicurazione e accesso alla liquidità della banca centrale



E gli altri rischi

- Instabilità dei mercati degli assets posti a garanzia
- Currency substitution
- Politica monetaria, signoraggio
- Disintermediazione bancaria
- Stabilità degli intermediari finanziari
- Riciclaggio, evasione, attività illecite,
- Rischi operativi, informatici,
- Tecnologia costosa e lenta



Regolamentazione nel UE (Mica) e US (Genius)

più severa in Europa in termini d'interesse, diritti di rimborso,...

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

- ❑ La natura transfrontaliera delle stablecoin, accresce la complessità regolatoria e la **necessità di una più intensa collaborazione a livello internazionale**. Di qua gli sforzi del FMI e FSB
- ❑ Forse oggi il difficile coordinamento internazionale può essere supplito, come nel passato, dal **dominio americano?**

«La nuova frontiera» della finanza tokenizzata

- La tokenizzazione = creazione di asset su un registro condiviso, affidabile e programmabile
 - Token **nativi** se creati ex novo
 - Token **non nativi** quelli che duplicano asset già esistenti
- La tokenizzazione non cambia le **caratteristiche economiche** fondamentali degli asset
- Tuttavia, la tokenizzazione **modifica l'infrastruttura** e i processi
- **Automatizzando i processi** di emissione, negoziazione, gestione e rimborso
 - riduzione dei costi di transazione,
 - riconciliazione e regolamento istantaneo.
 - riduzione dei rischio
 - aumentano la trasparenza e l'accessibilità
- un conto tokenizzato non è identificato dall'IBAN ma **dall'indirizzo della DLT** (Distributed Ledger Technology)



Il sistema monetario e finanziario di nuova generazione

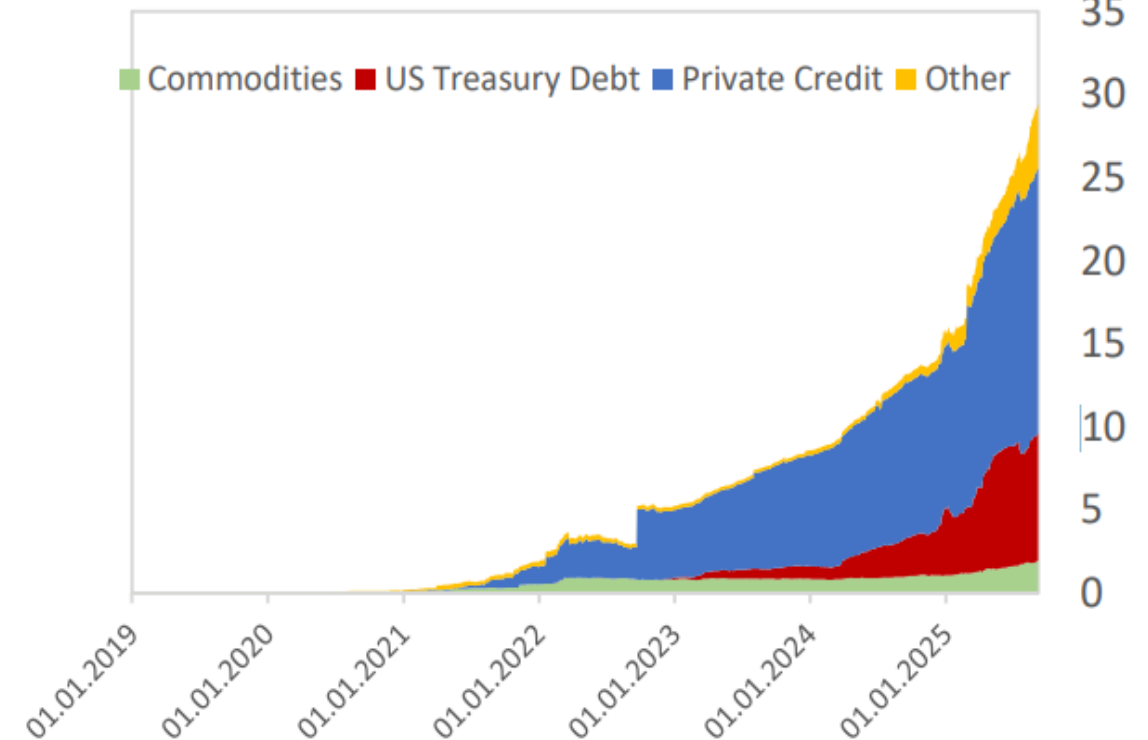
Da almeno tre anni la BRI propone un sistema in cui le riserve delle banche centrali, la moneta creata dalle banche commerciali (i depositi) e titoli di Stato, sono **tokenizzati sulla stessa piattaforma**

Le **banche centrali** dovrebbero guidare questa trasformazione da un punto di vista coordinamento tecnico e normativo



Il sistema anch'esso non privo di rischi

- ❑ Maggiore interconnessione e velocità possono amplificare le **vulnerabilità sistemiche** e accelerare gli shock finanziari.
- ❑ Incoraggiare il ricorso alla **leva** finanziaria
- ❑ Aumentare i **rischi operativi**, gli errori umani e le frodi.
- ❑ Creare **rischi di liquidità**.
- ❑ Il funzionamento continuo 24/7 può aumentare le **esigenze operative**
- ❑ Far nascere **rischi legali** legati a incertezze normative e aumentare i costi.



Il modello europeo d'intervento pubblico

- Se le **banche centrali** vogliono continuare a svolgere una funzione rilevante nei sistemi di pagamento, devono adeguarsi
- La **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.
- **L'euro digitale** assicurerebbe
 - elevati standard di sicurezza e stabilità;
 - minori rischi di frammentazione e costi,
 - maggiore inclusione finanziaria;
 - un miglior supporto alla politica monetaria
- L'euro digitale dovrebbe iniziare a circolare nel **2029** ad un costo che oscilla tra 4 e 18 mld



Vorranno i consumatori europei utilizzare l'euro digitale?

- Una recente **indagine** della Oesterreichische Nationalbank mostra, come il 45% /74 % degli austriaci intervistati è disposto a utilizzare un euro digitale a seconda delle condizioni tecniche
- La **sicurezza e gli incentivi finanziari** sono determinati, la privacy no
- La Cina ha deciso di **pagare interessi sui renminbi** digitali detenuti poiché la maggior parte degli utenti è tornata a utilizzare gli strumenti di pagamento più diffusi: Alipay e WeChat Pay



La straordinaria esperienza brasiliana (PIX) e indiana (UPI)

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

La vera partita si gioca sui pagamenti all'ingrosso

- La BCE punta a migliorare l'infrastruttura dei mercati europei, ancora fortemente frammentati.
- **Progetto Pontes**, cioè un ponte tra le piattaforme DLT e i servizi TARGET esistenti, consentendo il regolamento in moneta di banca centrale delle transazioni tokenizzate.
- **Progetto Appia** cioè
 - un registro europeo condiviso che integri moneta di banca centrale, moneta bancaria e altri asset su un'unica piattaforma.
 - oppure una rete europea di piattaforme interoperabili



Conclusioni : non esiste ancora una soluzione vittoriosa

- Stablecoin, valute pubbliche digitali e altri strumenti tokenizzati sono destinati a confrontarsi in una **competizione ancora molto aperta**.
- **Le banche** e gli attuali istituti di **pagamento non staranno a guardare**.
- **Cruciale sarà la regolamentazione** e la normativa prudenziale ed in particolare:
 - possibilità di pagare interessi,
 - imposizione di vincoli e controlli sulla detenzione e utilizzo.
 - estensione di assicurazione sui depositi,
 - fornitura di liquidità di ultima istanza
 - predisposizione di meccanismi di gestione delle crisi.



Conclusioni

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»

