Tecnologia e sovranità monetaria

Stablecoin e CBDC

Gianluca Benigno
Université de Lausanne

Geopolitica e finanza. Le lezioni della storia, le sfide dell'oggi
ASSBB – Università Cattolica del Sacro Cuore, Milano, 22 ottobre 2026

1. Che cosa cambia con la moneta digitale?

Strumento	Che cosa possiedo?	Esempio intuitivo
Contante	Moneta della banca centrale	Una banconota
Deposito bancario	Un credito verso una banca commerciale	Il saldo sul conto
Stablecoin con riserve	Un token privato che mira a mantenere un valore stabile, sostenuto da attività di riserva e da un meccanismo di rimborso	Un dollaro digitale privato, trasferibile
CBDC retail	Una passività digitale della banca centrale accessibile al pubblico	Moneta pubblica digitale

- Il denaro sul conto è già digitale. La novità è **chi emette** lo strumento e **come** lo possiamo trasferire. Un **token** è una rappresentazione digitale di valore o di un diritto su un registro: può consentire trasferimenti e operazioni programmabili; accesso e utilizzo dipendono dalle regole della piattaforma.
- **Ordini di grandezza**: stablecoin per circa 300 miliardi di dollari, quasi tutte in dollari. Fra le CBDC retail, l'euro digitale è in negoziato fra Consiglio e Parlamento europeo; esistono anche CBDC all'ingrosso, per i pagamenti fra banche.

2. Che cosa significa sovranità monetaria?

Dimensione	La domanda	Che cosa comprende
Domestica: autonomia monetaria	Possiamo governare le condizioni monetarie e garantire il funzionamento dei pagamenti nella nostra economia?	Unità di conto, trasmissione dei tassi, intermediazione, liquidità nelle crisi, infrastrutture
Internazionale: autonomia e influenza	Quanto dipendiamo dalla moneta e dalle infrastrutture altrui? Quanto viene usata la nostra moneta all'estero?	Dipendenza esterna, uso internazionale, accesso alla liquidità, potere sulle infrastrutture

- **Le due dimensioni si condizionano**: con il ciclo finanziario globale in dollari (H. Rey), le decisioni dalla Fed influenzano anche paesi con cambio flessibile. Chi emette la valuta chiave si finanzia a costo più basso, ma quello che conta e' la domanda mondiale di attività sicure e il ruolo di fornitore di liquidità nelle crisi.
- **La dimensione internazionale è anche potere**: chi controlla moneta e infrastrutture di regolamento può escludere altri (conti di corrispondenza, SWIFT, riserve russe immobilizzate nel 2022); chi ne dipende cerca alternative. È l'interdipendenza finanziaria usata come arma (Farrell and Newman)
- Due obiettivi da non confondere: **ridurre la propria vulnerabilità** ed **estendere la propria influenza**. Cina ed Europa possono ottenere il primo senza il secondo.

3. La domanda chiave: che cosa sostituisce?

- Una stablecoin in dollari sostituisce un deposito americano? Banconote in dollari già detenute all'estero? Risparmio o pagamenti in valuta locale?
- Una CBDC sostituisce il contante, oppure i depositi bancari?
- Un corridoio di pagamento in renminbi cambia soltanto il percorso del pagamento, oppure anche la valuta di fatturazione e di finanziamento?
- La stessa tecnologia può avere effetti monetari diversi perché sostituisce cose diverse.
- **Messaggio principale**: stablecoin e CBDC modificano l'accesso alla moneta e il modo in cui circola. Gli effetti sulla sovranità dipendono dalla valuta utilizzata, da ciò che sostituiscono e dalle istituzioni da cui dipendono, soprattutto nelle crisi.

4. Tre luoghi comunni

Temi	Che cosa dicono i meccanismi
Si perde il signoraggio?	Il reddito cambia destinatario; la perdita pubblica dipende da quale moneta viene sostituita.
Spariscono depositi e credito?	I depositi possono cambiare titolare. Un deflusso dalle banche non implica automaticamente meno credito.
La politica monetaria diventa meno efficace?	Il tasso ufficiale resta sotto controllo; può indebolirsi la trasmissione, soprattutto dove una valuta estera entra in prezzi, contratti e credito.

5. Quando arriva una crisi

- **Il meccanismo non è nuovo**: corse agli sportelli (su banche), fondi monetari (2008). Con le stablecoin cambiano rete di sicurezza, velocità e chi può rimborsare.
- **Chi garantisce il rimborso e chi fornisce liquidità?** Il token non attribuisce al detentore una garanzia pubblica né un diritto automatico al sostegno della banca centrale.
- **Marzo 2023**: 3,3 miliardi di dollari di riserve di USDC, circa l'8%, bloccati presso Silicon Valley Bank. Il prezzo scende fino a 0,86 dollari e torna alla parità dopo l'intervento pubblico sui depositi della banca. La circolazione digitale non elimina la dipendenza dalle banche che custodiscono le riserve.
- In una crisi i rischi si concatenano: i rimborsi costringono l'emittente a ritirare depositi dalle banche e a vendere titoli in fretta, mentre chi è fuori dagli Stati Uniti cerca dollari. È lì che serve un prestatore di ultima istanza, che il token non garantisce.

6. Il dollaro oltre i confini: eurodollari e stablecoin

- **In comune**: intermediari privati possono estendere l'uso internazionale del dollaro senza che gli Stati Uniti emettano una moneta digitale pubblica.

	Eurodollaro (dagli anni Cinquanta)	Stablecoin in dollari
Che cos'è	Deposito in dollari presso una banca fuori dagli Stati Uniti	Token in dollari emesso da una società, negli Stati Uniti o all'estero
Come nasce	Credito bancario: la banca presta e crea depositi	Emissione contro riserve: nessun prestito attraverso l'emissione
Chi lo usa	Soprattutto banche, imprese, governi	Anche famiglie e piccoli operatori, via smartphone
Su che cosa poggia	Rete di banche e liquidità in dollari	Riserve presso banche, T-bill e repo; exchange e infrastrutture

- Gli eurodollari hanno internazionalizzato il **credito bancario** in dollari. Le stablecoin possono ampliare l'**accesso** ai dollari digitali per pagamenti e risparmio, restando dipendenti da emittenti, riserve e infrastrutture finanziarie.

7. Chi adotta dollari digitali: la sostituzione

- **Un fenomeno valutario**: nel campione BIS (2021–2025) oltre il 70% degli afflussi netti cumulati verso stablecoin in dollari proviene da valute diverse dal dollaro.
- **Benefici**: protezione dall'inflazione locale, rimesse meno care, accesso a uno strumento in dollari senza un conto presso una banca americana, più concorrenza nei pagamenti.
- **Sostituzione valutaria e cambio**: comprare una stablecoin significa vendere moneta locale per dollari. La massa monetaria locale può restare invariata, ma scende la domanda di attività in moneta locale: la valuta si deprezza, oppure la banca centrale vende riserve per sostenerla.
- **Politica monetaria**: più dollari in prezzi, contratti e credito significano meno presa del tasso ufficiale locale.
- **Un'asimmetria**: a livello individuale, la stablecoin protegge dal deprezzamento; dal punto di vista del paese, se l'uso si estende, è il canale che lo accelera.
- Pagamenti domestici efficienti riducono la domanda di stablecoin estere, ma non sostituiscono politiche monetarie e fiscali credibili.

8. Chi adotta dollari digitali: crisi e congelamento

- **Crisi di liquidità**: come in un contesto di currency substitution, compressa nel tempo. In un momento di crisi interna, risparmio e depositi passano alle stablecoin in dollari a ogni ora, dal telefono, fuori dai controlli sui capitali. Deflussi dalle banche e deprezzamento arrivano insieme. La banca centrale sostiene le banche con moneta locale, ma non può creare dollari: per il cambio contano riserve e swap line.
- **Dall'esterno**: se l'emittente perde la parità (USDC e SVB, 2023), il risparmio in dollari dei residenti diventa illiquido, e nessuna autorità locale ha strumenti per intervenire.
- **Congelamento**: l'emittente può bloccare i token a un indirizzo, su ordine legittimo o per propria politica (Circle e Tornado Cash, 2022; il GENIUS Act lo richiede anche agli emittenti esteri). Il blocco raggiunge il detentore ovunque si trovi; riserve e swap line non proteggono da questo rischio.
- **Giurisdizione**: USDC è emesso da una società americana (nell'UE da un istituto francese sotto MiCA); USDT da una società con sede in El Salvador, fuori da entrambi i regimi. Il credito del detentore dipende dalla legge dell'emittente.

9. E se a circolare è una CBDC?

- **Non remunerata** (come l'euro digitale): effetto diretto minimo, come per il contante. La domanda di CBDC assorbe riserve bancarie e la banca centrale la compensa nelle operazioni ordinarie.
- **Il canale delle banche**: se la CBDC sostituisce depositi cambia la raccolta bancaria, e con essa il credito; in una crisi la corsa verso la moneta pubblica sarebbe più rapida che con il contante. Di qui limiti di detenzione e travaso automatico sul conto. La Cina ha scelto un'altra strada: dal 2026 l'e-CNY nei wallet bancari è un deposito remunerato, quindi resta dentro le banche.
- **Se fosse remunerata**: il tasso ufficiale arriverebbe direttamente alle famiglie, ma la CBDC entrerebbe in concorrenza con i depositi. In teoria consentirebbe tassi negativi senza fuga nel contante; finché il contante esiste, il limite resta.
- **Oltre i confini**: se una CBDC fosse detenuta su larga scala da non residenti, sarebbe l'emittente a fornire la valuta che altri adottano: flussi rapidi in entrata e in uscita, pressioni sul cambio, attriti con le banche centrali vicine. Per questo l'accesso dei non residenti è condizionato: l'euro digitale arriverebbe all'estero solo con accordi.

10. La Cina: il trilemma e la tecnologia

- **Il vincolo**: con cambio gestito e autonomia monetaria servono controlli sui capitali. La via classica alla valuta internazionale richiede invece apertura finanziaria, mercati profondi e attività sicure.
- **Il tentativo di mercato**: il renminbi offshore a Hong Kong (circa 1.000 miliardi di depositi a fine 2014), più convertibile e quindi più utile, ma anche canale di uscita. Dopo la riforma del cambio dell'agosto 2015 le riserve cinesi calano di oltre 500 miliardi di dollari nel 2015, quasi due terzi fra agosto e dicembre.
- **La risposta tecnologica**: spostare i controlli dal confine allo strumento. Sulla piattaforma si decide chi può detenere la moneta digitale, quanto e a quali condizioni; in mBridge ogni banca centrale può limitare quali entità estere detengono la sua CBDC.
- **Che cosa cambia nel trilemma**: non lo abolisce, ma rende meno costosa un'apertura selettiva. Il renminbi si estende come mezzo di pagamento, mentre il ruolo di riserva resta trattenuto: una *valuta di corridoio*.
- **Il limite**: chi incassa renminbi detiene comunque un credito; servono intermediari che lo finanzino e lo coprano, e la tenuta dei controlli sotto stress non è provata.

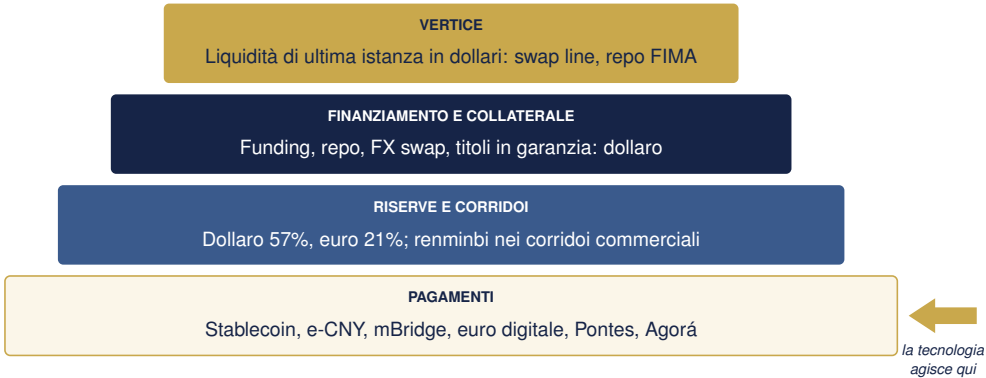
11. La Cina: strumenti, risultati, scenari

- **Strumenti**: e-CNY, moneta digitale al dettaglio (dal 2026, nei wallet bancari, è un deposito remunerato); CIPS, sistema di pagamento interbancario in renminbi (oltre 1.800 partecipanti); mBridge (sei banche centrali; circa 55 miliardi di dollari di pagamenti cumulati, quasi tutti in e-CNY); 32 accordi di swap.
- **Risultati**: il renminbi pesa nella trade finance (9,1% dei messaggi SWIFT) più che nelle riserve mondiali (2,1%). Anche questi canali sono esposti: nel 2024 le banche cinesi riducono le transazioni con la Russia dopo la minaccia di sanzioni secondarie.
- **Tre scenari al 2030**: *corridoio controllato* (il più probabile: un'architettura parallela accanto al dollaro, peso cinese in corridoi scelti); *sfere sovrapposte* (mBridge si allarga a grandi economie non allineate, i saldi esteri in renminbi diventano stabili); *stagnazione* (poche adesioni, sanzioni secondarie, corridoio marginale).
- **Che cosa osservare**: volumi di mBridge; ingresso di grandi economie come India o Indonesia; regolamento effettivo di petrolio in renminbi; saldi esteri persistenti in e-CNY; sanzioni sui partecipanti.

12. L'Europa: difendere il perimetro, o estendere l'euro?

- **La strategia**: la tecnologia serve soprattutto a difendere l'autonomia dei pagamenti e il ruolo della moneta pubblica; il ruolo internazionale dell'euro passa per altre leve.
- **Euro digitale**: moneta pubblica accessibile in forma digitale anche mentre il contante si riduce, meno dipendenza da circuiti di pagamento non europei. Non remunerato, con limiti di detenzione: un mezzo di pagamento, non una riserva di valore. Regolamento ancora in negoziato.
- **Stablecoin sotto MiCA**: ammesse, ma dentro il perimetro bancario (riserve almeno al 60% in depositi per quelle significative), con rimborso alla pari e senza interessi; limiti all'uso di quelle in valute non UE. Effetto: stablecoin in euro piccole, dollaro digitale contenuto nei pagamenti.
- **All'ingrosso**: Pontes regola la finanza tokenizzata in moneta di banca centrale, non in token privati.
- **Ruolo internazionale**: euro al 20,6% delle riserve mondiali; le leve sono attività sicure, mercati profondi, liquidità per le banche centrali estere (EUREP). Una strategia difensiva basta?

13. Che cosa cambia nella gerarchia monetaria?



Autonomia nei pagamenti non significa automaticamente autonomia finanziaria: si possono diversificare i pagamenti e restare in dollari per debiti, collaterale e coperture.

14. La nuova geografia della moneta: tre scenari

A IL PIÙ PROBABILE
Multiplex consolidato

Molte rotaie alla base, un vertice. Corridoi in renminbi, euro digitale nel perimetro europeo, stablecoin in dollari negli emergenti; finanziamento, collaterale e liquidità di crisi restano in dollari.

Segnali
mBridge cresce solo in corridoi scelti; quote di riserva stabili; nelle crisi si chiede liquidità alla Fed.

B OTTIMISTA PER LA CINA
Sfere sovrapposte

Corridoi cinesi estesi a grandi economie non allineate, con saldi stabili in renminbi; liquidità in euro per le banche centrali vicine. Il dollaro resta dominante, ma pesa meno nella trade finance di alcuni corridoi.

Segnali
India o Indonesia in mBridge; corridoi con propri mercati di copertura; uso di EUREP; riserve non in dollari in crescita stabile.

C IL PIÙ FRAGILE
Dollarizzazione digitale

Le stablecoin in dollari diventano la moneta digitale di fatto in molti emergenti; Cina ed Europa restano sulla difensiva. Una crisi di un grande emittente diventa un problema globale.

Segnali
Dollari digitali nei prezzi e nel credito, non solo nei flussi; emittenti più pesanti nel mercato dei T-bill; restrizioni nazionali alle stablecoin estere.