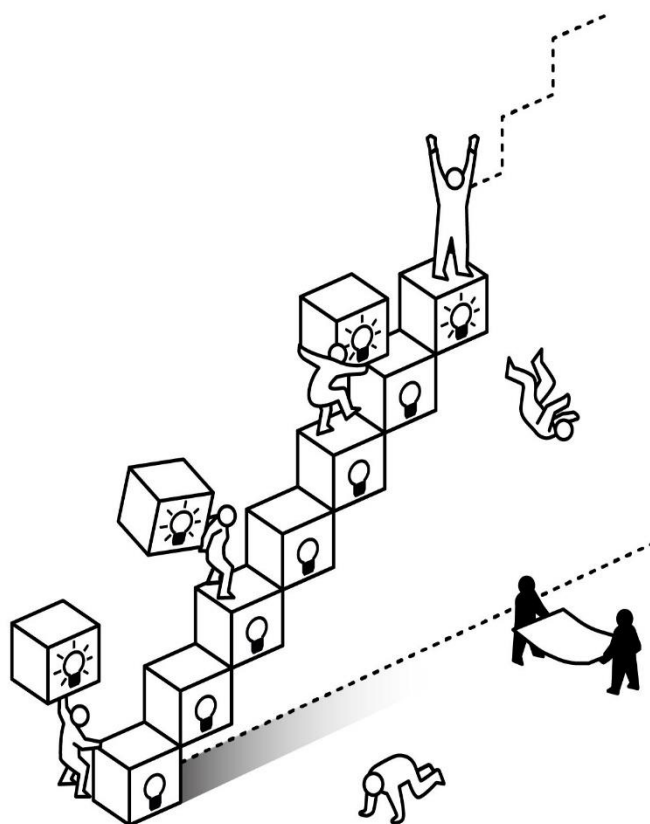


SAPIENZA UNIVERSITÀ DI ROMA, FACOLTÀ DI ECONOMIA
Roma, 17 November 2025

Intervento del **prof. Paolo Savona, Presidente della Consob**

su

“Verso un duopolio monetario internazionale? Implicazioni per l'economia e i mercati finanziari”



©Johan Jarnestad/The Royal Swedish Academy of Sciences

Verso un duopolio monetario internazionale? Implicazioni per l'economia e i mercati finanziari

Con la fine del regime di dollar exchange standard deciso a Bretton Woods (1944-1971), il sistema monetario internazionale è passato, dopo un vano tentativo di mantenere lo status quo, a un regime di fiat dollar standard. La diffusione della moneta privata criptata e delle contabilità decentrate peer to peer è stata legittimata

il 6 marzo scorso dal Presidente degli Stati Uniti come riserva ufficiale del dollaro, creando le basi per un regime di crypto standard.

Le basi legali di questa riforma sono che i Bitcoin e quattro crypto (Ethererum, Riple, Solana e Cardano) sono accettati come riserva del dollaro. Il Genius Act approvato dal Congresso americano in luglio legittima le stable coin. La filosofia sottostante a questa iniziativa che modifica profondamente il sistema monetario internazionale emerge chiaramente da un'intervista concessa dal figlio del Presidente Trump¹: a) "stablecoins backed by the dollar was providing a ballast to sales of US debt" come tali e a seguito delle "fears in Washington that China could retaliate (*to tariffs*) by selling its huge holdings of US debt"; b) "crypto is going to be the thing that preserve dollar hegemony around the world" e "stablecoins have surged in popularity following a change of US regulations over the summer that helped to legitimate the asset (appunto il già ricordato *Genius Act*)".

Invece di capire come funzionerebbe il crypto standard ci si sofferma sulla perdita di funzione internazionale del dollaro, ribattezzandola "debasement trade", ossia perdita della base monetaria usata nel commercio mondiale, che avrebbe nella crisi del debito americano l'elemento scatenante. Una tale analisi distrae l'attenzione dal reale problema, quello che gli Stati Uniti puntano a sostituire il dollaro con crypto in caso di fuga dalla moneta americana.

Uno degli elementi che potrebbero indurre questo evento sarebbe che la Cina tentasse di disfarsi del debito pubblico statunitense in suo possesso, che tuttora sarebbe nell'ordine dei 750 miliardi di dollari dopo aver raggiunto circa un picco di 1.300 miliardi. Ma la Cina, dopo avere sfruttato la possibilità di effettuare interventi sul cambio per agevolare le sue esportazioni e lasciato liberi gli operatori nel proprio territorio di creare e negoziare crypto, ha cambiato politica: ha infatti studiato come governare la diffusione delle crypto e come sottrarsi alla supremazia del dollaro, passando attraverso tre decisioni: l'avvocazione del monopolio pubblico sulle crypto, l'avvio dello yuan-renmimbi digitale e la creazione di un circuito dei pagamenti bancari alternativo al swift occidentale. Si sa ben poco sui modi in cui funziona questo regime monetario cinese, ancor meno nelle sue inevitabili riflessioni esterne. Una sola cosa è certa, che sta nascendo un duopolio monetario internazionale difficile da decifrare nei suoi effetti e, comunque, non studiato.

L'Unione Europea ha seguito una terza via, quella di regolare il mercato delle crypto, forse a causa del regime di civil law entro cui opera, ma anche perché rifiuta per sua

¹ Cfr. Owen Walker, "Stablecoins will preserve the dollar's dominance, says Trump Jr.", su *Financial Times* del 2/10/2025, p. 8:

cultura politica l'approccio permissivo americano e quello proibitivo cinese. Nel sistema monetario internazionale l'euro è già la seconda moneta di riserva, ma ha limiti istituzionali e tecnici inadatti a svolgere un ruolo di leader o di equilibrio tra il dollaro e lo yuan-renmimbi; invece di affrontare i modi per rimuovere i propri vincoli istituzionali si è concentrata su due aspetti importanti, quello dell'euro digitale e degli stablecoins, che non affrontano il problema generale della collocazione delle crypto e degli asset tokenizzati nel contesto dell'architettura monetaria e finanziaria vigente, creando un contesto normativo autonomo dal TUEF (TUF per l'Italia).

Il tardivo dibattito sulle stablecoins rispetto all'esistenza del problema, aggravatosi con la promulgazione del MiCAR, accresce le preoccupazioni per il governo – e quindi per la stabilità sistemica – del mercato monetario e finanziario alimentate dalla diffusione delle crypto e, più in generale, dall'uso crescente e indistinto delle contabilità criptate e decentrate. L'accensione del dibattito riguarda una piccola parte del problema più generale da affrontare, quello che le banche centrali sono tenute ad autorizzare o meno la nascita e circolazione delle stablecoins, ma non quella parte decisamente più importante che i privati di tutto il mondo già hanno creato e creano o le autorità nazionali consentono con un indimostrato benign neglect o legittimandole. Nessuno sente il dovere di spiegare a che cosa servano le stablecoins o le crypto, ovvero quale sia il loro valore aggiunto, mentre tutti sfoggiano la loro attitudine modernista, affermando che non è giusto frenare l'innovazione monetaria che il mercato gradisce, celando l'incapacità dei regolatori di mantenere il genio nella lampada o la volontà di sfruttare lo strumento o di permettere facili guadagni.

A seguito di questa "innovazione" il mercato monetario avrà quattro forme monetarie: la base monetaria, la moneta bancaria, le crypto usate come moneta e le stablecoin, scuotendo alla radice l'architettura pazientemente creata nel dopoguerra sulla base delle conoscenze raggiunte dal Radcliffe Report inglese e dalla studio dell'OCSE ², che consentirono di definire uno schema di politica monetaria funzionale al governo delle aspettative (metodo del forward guidance), con alla base modelli econometrici coerenti con la stabilità delle condizioni di mercato che le autorità monetarie erano in condizioni di garantire. Oggi, dopo ogni decisione presa o mancata, si precisa che le scelte monetarie sono basate sui dati (data trained), i quali sono tardivi e insufficienti. Invece di ricorrere ai metodi offerti dalla Scienza dei dati (o Intelligenza Artificiale), si

² OCSE, *The Role of Monetary Policy in Demand Management – The Experience of Six Major Countries*, Paris 1975. Paolo Savona, "Il ruolo della moneta nelle politiche di gestione della domanda globale: Note allo studio dell'OCSE", in *Giornale degli Economisti e Annali di Economia*, n. 11-12, Milano 1978, pp. 733-743.

continua a spendere cifre rilevanti per i modelli econometrici, nonostante mostrino incapacità di aiutare le autorità a guardare con più precisione il futuro perdendo il controllo delle aspettative.

Si parla sempre più di semplificazione delle regole bancarie e finanziarie, ma si complica l'operatività dei mercati permettendo l'uso di strumenti che le regole stentano a governare, soprattutto nei regimi, come quello europeo, di civil law, inadatti a seguire la rapidità con cui il sistema si evolve. Nei regimi di common law, peraltro inventati dai pretori romani, magistrati e autorità di controllo regolano quotidianamente senza le lungaggini tipiche del nostro regime alternativo. Se, come sembra ormai chiaro, non si intende mettere il cervello al servizio di una riforma dell'architettura simbiotica vigente monetaria e bancaria, creando un'unica moneta legale, che cosa potrà succedere?

In caso di successo della Cina, la supremazia del dollaro verrebbe meno, ma non la sua importanza, e nascerebbe un duopolio monetario, perché i cinesi non sono in condizione di ribaltare il vecchio regime in un prevedibile arco di tempo. Il mercato si organizzerebbe per stabilire un rapporto di cambio tra la moneta cinese e quella americana e nascerebbe solo una ulteriore complicazione per gli scambi mondiali, che ne hanno già troppe, e ovviamente per le relazioni geopolitiche. Speriamo che tutti coloro che hanno un dito sul grilletto nucleare mantengano la calma insieme ai collaboratori che devono ratificare la scelta opposta, perché lo scenario che ipotizziamo non include lo scoppio della terza guerra mondiale.

Il regime dei cambi sarà del tipo regolato dai Governi, almeno da quelli, come l'UE, che hanno una propria moneta che il mercato "accredita". La guerra monetaria che si stabilirà avrà uno Stato "fantasma", il mercato siderale (per usare un termine caro a Galileo), che solo i quantum computer potranno conoscere e regolare, ammesso che la geopolitica lo voglia. Le crypto, esclusi i Bitcoin, possono essere create in quantità illimitate e, se gli operatori le accettano come sostituti della moneta legale, gli interventi pubblici sui cambi possono non sortire gli effetti sperati (svalutazione-valutazione) perché neutralizzabili con operazioni opposte dei privati. Il crypto regime internazionale verrebbe messo in discussione e anche l'area del dollaro sarebbe costretta a revocare la libertà di azione del mercato siderale; la realizzabilità di questo evento, tuttavia, dipenderebbe anche dallo sviluppo delle attività finanziarie tradizionali tokenizzate come tali o ibridate dagli strumenti virtuali, con la conseguenza che si affermerebbe uno scenario piuttosto confuso e fors'anche sfociare in una crisi globale ben più grave di quella dei derivati complessi del 2008. Allo stato attuale delle conoscenze e della preparazione, la politica monetaria non sarebbe pronta ad agire dati i vincoli del suo mandato e quella fiscale, già appesantita da spese

e debito, non avrebbe le risorse per attenuare le conseguenze di una grave crisi. Il risparmio finanziario pagherebbe lo scotto, con conseguenze economiche e sociali inevitabili.

La crescita reale ne patirà certamente e con essa la distribuzione internazionale dei redditi e le tensioni sociali. La pace non è solo la cessazione della guerra, ma anche una convivenza sociale tra i popoli del Pianeta.

Sulla frontiera tra la soluzione statunitense della libera iniziativa per le crypto, sia pure sotto vigilanza pubblica, e quella cinese della proibizione per i privati e uso esclusivo per lo Stato, si colloca anche la decisione dell'Unione Europea di permetterne la diffusione dietro autorizzazione e vigilanza, che ha funzioni calmieratrici del loro sviluppo, ma di difficile gestione per la natura siderale delle operazioni e per la necessità di una potenza di calcolo elevata a livello comunitario, che oggi manca. La soluzione europea comporta anche l'integrazione del proprio regime monetario euro standard con quello crypto standard statunitense e cinese, che incontra già difficoltà in regime di dollar standard esistente e quello yuan-renminbi standard. Se si considera che l'architettura legale europea è basata in prevalenza sul regime di civil law, ne consegue che la regolamentazione è inadatta a seguire la continua evoluzione delle tecnologie AI e della inventività del mercato.

La conclusione è che il sistema monetario e finanziario globale è divenuto talmente ingarbugliato che le autorità di governo e di vigilanza perderanno la possibilità di seguirne l'evoluzione per soddisfare la funzione di utilità sociale che è andata affermandosi nei secoli, con la crescita reale e l'inflazione affidata alla cura del mercato, integrata dalle politiche economiche. La soluzione non può essere il ritorno agli armamenti e alle guerre, ma l'avvio di una nuova sessione storica dei filosofi ed economisti per costruire una nuova architettura giuridica che rilanci lo sviluppo civile del Pianeta.