



Il futuro del sistema monetario e finanziario

di Enrico Franzetti, Giampaolo Galli e Andrea Loreggia

19 marzo 2026

Titoli ambiziosi come questo sono ormai frequenti nei discorsi dei banchieri centrali. I cambiamenti preconizzati sono radicali e non riguardano solo la BCE con il suo progetto di euro digitale. Il cambiamento consiste nella “tokenizzazione” della moneta, dei titoli di Stato e in prospettiva di tutti gli asset. Tokenizzare significa registrare dei diritti su attività finanziarie o reali che ora si trovano su un registro tradizionale in una piattaforma programmabile su un registro distribuito, quale la blockchain che sta alla base delle crypto attività come il Bitcoin. Questo cambiamento dovrebbe rendere i pagamenti immediati e molto meno costosi; inoltre, mitigherebbe i rischi connessi con la mancata sincronizzazione fra il pagamento e la consegna degli asset in contropartita. Per i banchieri centrali, gli stablecoin (crypto attività emesse da privati) non hanno le proprietà fondamentali (unicità, elasticità e integrità) che devono caratterizzare la moneta.

* * *

Titoli ambiziosi come questo sono ormai frequenti nei discorsi dei banchieri centrali. I cambiamenti preconizzati sono radicali e non riguardano solo la BCE con il suo progetto di euro digitale. La rappresentazione forse più completa di come i banchieri centrali vedono il futuro del sistema finanziario è contenuta, oltre che in numerosi paper e interventi, in un corposo capitolo dell'ultimo Rapporto Economico Annuale della Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI) dal titolo “La prossima generazione del sistema monetario e finanziario”.¹ La BRI, con sede a Basilea, è nota come la banca dei banchieri centrali, una definizione corretta dal momento che i suoi azionisti/proprietari sono 60 banche centrali, fra le quali quelle di Cina e Federazione Russa. Trattandosi di banchieri centrali, la prudenza è d'obbligo ed è dunque rarissimo che si esprimano in termini tanto ambiziosi; titoli come questi sono il segno che qualcosa di importante si sta materializzando. In effetti, oltre alle idee, sono

¹ Vedi Banca dei Regolamenti Internazionali, “Annual Economic Report 2025”, giugno 2025. Per un approfondimento vedi anche Aldasoro I., Doerr S., Gambacorta L., Garratt R. e Koo Wilkens P., “[The tokenisation continuum](#)”, *BIS Bulletin* 72, Banca dei Regolamenti Internazionali, aprile 2023.

già in corso sperimentazioni con alcune banche centrali e banche commerciali. La chiave di tutto è la “tokenizzazione” degli asset. Per ora si sta ragionando sulla tokenizzazione di tre asset:

- le riserve della banca centrale;
- i depositi bancari;
- i titoli di Stato.

In prospettiva tutti gli asset, finanziari e reali, potranno essere tokenizzati, cioè registrati su un registro distribuito, quale è ad esempio la blockchain che sta alla base di tutte le cripto attività a cominciare dal Bitcoin.

Ma cosa vuol dire “tokenizzare”? Come viene spiegato a pag. 77 del rapporto della BRI “la tokenizzazione è il processo di registrare dei diritti su attività finanziarie o reali che ora si trovano su un registro tradizionale in una piattaforma programmabile”. Ciò richiede la creazione di una nuova infrastruttura dei mercati finanziari – un registro unificato o, in subordine, più registri interconnessi – che potrebbe utilizzare, ma non necessariamente – così si esprime la BRI – una DLT, ossia una “Distributed Ledger Technology”, come ad esempio la Blockchain.

I vantaggi sarebbero enormi. Il più evidente è che si potranno fare transazioni 7 giorni su 7 durante le 24 ore. Il più importante è che verrebbe mitigato quel rischio di controparte che viene chiamato rischio Herstatt dal nome della banca che nel 1974 acquistò marchi contro dollari e cessò l’attività dopo aver ricevuto i marchi e prima di essere riuscita a consegnare i dollari; quando si diffuse la notizia della chiusura le banche americane sospesero tutti i pagamenti causando reazioni a catena. Questo rischio, contro il quale le banche centrali hanno da tempo messo in atto degli argini, verrebbe mitigato per il fatto che il token consente di programmare operazioni immediate e simultanee: ad esempio, trasferire marchi quando arrivano i dollari.

L’altro vantaggio che viene fortemente sottolineato è che i pagamenti sarebbero non solo istantanei, ma anche molto poco costosi. Il che vale soprattutto per i pagamenti fra Stati e valute diverse. Ma, come è stato notato da più parti, questo ultimo passo richiede che vi sia un accordo internazionale sulla tecnologia da utilizzare, sulla sua governance e sulle regole per contrastare riciclaggio, finanziamento del terrorismo e altre attività illegali; questi passaggi sembrano particolarmente difficili nel quadro geopolitico che è andato delineandosi negli ultimi anni.² Per comprendere meglio le

² Nel caso dei pagamenti internazionali, un aspetto particolarmente rilevante riguarda la gestione dei dati sulle transazioni, che devono essere trattati nel rispetto delle leggi sulla

implicazioni di queste innovazioni consideriamo la differenza fra un bonifico tradizionale e un pagamento fatto con asset tokenizzati.

Dal bonifico tradizionale al regolamento tokenizzato

Quando disponiamo un bonifico bancario abbiamo l'impressione che il denaro venga trasferito direttamente da un conto ad un altro; in realtà, ciò che viene trasmesso è un'istruzione di pagamento. Nel disporre il bonifico, generalmente, dobbiamo specificare il destinatario, il suo conto corrente attraverso un IBAN, l'importo e una causale. Dopo aver inserito tutte queste informazioni ed aver inviato il bonifico, la banca genera un messaggio strutturato secondo uno standard internazionale. Questo standard definisce con precisione i campi informativi (importo, IBAN, causale, identificativi univoci, dati per controlli normativi e antiriciclaggio), garantendo maggiore chiarezza, tracciabilità e possibilità di riconciliazione automatica.

Dopo aver verificato la correttezza formale dell'operazione, la disponibilità dei fondi e l'assenza di blocchi normativi, la banca addebita o blocca l'importo sul conto del cliente e invia l'istruzione di pagamento attraverso reti di comunicazione come SWIFT o infrastrutture SEPA che trasportano esclusivamente messaggi di questo tipo. Il regolamento vero e proprio (cioè lo scambio di denaro) avviene a un livello diverso. Le banche commerciali detengono conti presso la banca centrale. Quando il pagamento viene regolato, il conto della banca del mittente presso la banca centrale viene addebitato, mentre quello della banca del beneficiario viene accreditato. Questo trasferimento in moneta di banca centrale rappresenta il momento definitivo e irrevocabile dell'operazione. Nell'area euro, il regolamento avviene tramite il sistema T2 che permette il trasferimento in tempo reale dei pagamenti interbancari.

Quando invece disponiamo bonifici istantanei, questo processo può avvenire in qualsiasi momento della giornata e in pochi secondi attraverso il SEPA Instant Credit Transfer. In questo caso la banca verifica immediatamente fondi e validità dell'IBAN, invia il messaggio e riceve conferma quasi istantanea dalla banca del beneficiario. Il regolamento avviene tramite infrastrutture dedicate come TIPS (TARGET Instant Payment Settlement). In questo caso verifica, trasmissione e regolamento risultano praticamente simultanei.

privacy in vigore in ciascun Paese. Vedi in proposito anche l'intervento del Governatore della Banca d'Italia Fabio Panetta a chiusura del summit sui pagamenti transfrontalieri del Financial Stability Board ([link](#)).

Nei pagamenti extra-SEPA o multivaluta, la complessità aumenta. La rete SWIFT è generalmente coinvolta e possono intervenire più banche corrispondenti. Il regolamento può basarsi su conti reciproci, sistemi RTGS (Real Time Gross Settlement) nazionali, conversioni valutarie e normative differenti. Il pagamento attraversa quindi una catena di intermediari prima di diventare definitivo. Sebbene lo standard stia migliorando trasparenza e qualità dei dati, la struttura resta multilivello.

Quanto appena riportato, descrive sommariamente la complessità che si nasconde dietro un regolamento, in termini di infrastruttura tecnologica e di rete di intermediari.

Negli ultimi anni, con lo sviluppo delle cripto attività, sta emergendo un nuovo modello alternativo basato sulla Distributed Ledger Technology. Una DLT è una rete distribuita di computer che mantengono e aggiornano insieme un registro digitale condiviso delle transazioni, sincronizzandolo tra tutti i nodi tramite meccanismi crittografici e di consenso, senza bisogno di un'autorità centrale. Qui la distinzione tra messaggistica e regolamento scompare: il registro stesso è l'infrastruttura di pagamento. In questo modo si elimina, o si riduce in modo sostanziale, la complessa rete di intermediari presenti tra i due capi della comunicazione.

In questo sistema, l'indirizzo o il conto corrente non è identificato da un IBAN, ma da una chiave pubblica crittografica. Il valore trasferito è rappresentato da un token digitale, che, come si è detto, può incarnare moneta bancaria tokenizzata, moneta di banca centrale, titoli finanziari o altri asset. Quando disponiamo un trasferimento, viene creata una transazione con importo e destinatario, il titolare firma digitalmente con la propria chiave privata, i nodi della rete verificano validità e disponibilità e, quando la rete raggiunge il consenso, la transazione viene registrata nel registro condiviso.

Un'innovazione rilevante introdotta dalle infrastrutture basate su DLT è la possibilità di eseguire operazioni complesse in modalità atomica, come l'acquisto di un titolo tokenizzato mediante denaro tokenizzato. In questo caso, le diverse componenti dello scambio vengono eseguite come un'unica transazione indivisibile registrata sul ledger, per cui o tutte le operazioni avvengono simultaneamente oppure nessuna viene eseguita. L'aggiornamento del registro coincide quindi con il regolamento definitivo della transazione, eliminando la tradizionale separazione tra compensazione e regolamento. Questo meccanismo consente di realizzare forme di Delivery versus Payment (DvP) direttamente sull'infrastruttura di regolamento, riducendo significativamente il rischio di controparte e di regolamento, incluso il rischio Herstatt.

Tokenizzazione e proprietà fondamentali della moneta

Al centro della visione della BRI c'è la fiducia nella moneta, caratteristica fondamentale di un sistema monetario ben funzionante. Due agenti economici sono liberi di accordarsi sul mezzo di pagamento da utilizzare in una transazione. Tuttavia, l'accettazione di quel mezzo dipenderà dalla fiducia del destinatario che, successivamente, una terza parte lo accetterà negli scambi. Nell'attuale sistema a due livelli, la fiducia nella moneta delle banche commerciali (moneta bancaria, cioè i depositi) si basa sulla loro capacità di convertire a richiesta del cliente le loro passività a vista nella moneta della banca centrale (banconote). A sua volta, la fiducia nella moneta della banca centrale si fonda sulla sua capacità di mantenere il valore della moneta o, in altre parole, di garantire la stabilità dei prezzi.

La fiducia nella moneta fa sì che i pagamenti siano regolati "alla pari" (*at par*): un euro corrisponde sempre a un euro, indipendentemente dalla forma che assume (moneta della Banca Centrale Europea o di una banca commerciale).³ Gli scambi non sono quindi soggetti a tassi di cambio variabili tra diverse forme di moneta. Questa caratteristica della moneta prende il nome di unicità (*singleness*). L'unicità della moneta è garantita dal fatto che i pagamenti vengono regolati attraverso le riserve della banca centrale. In un pagamento domestico, quando un cliente di una banca paga un cliente di un'altra banca, nessun oggetto fisico cambia di mano. Invece, vengono effettuati aggiornamenti sui conti gestiti dalle banche commerciali e dalla banca centrale: la banca del pagatore addebita il conto del pagatore, la banca del beneficiario accredita il conto del beneficiario e la banca centrale accredita la banca del beneficiario e addebita la banca del pagatore.

Come si è visto sopra, la tokenizzazione consente l'esecuzione congiunta di questi tre passaggi, permettendo il "regolamento atomico" dei pagamenti (cioè uno scambio sincronizzato di asset, in cui il trasferimento di ciascuno avviene solo al momento del trasferimento degli altri), eliminando la necessità di sistemi di messaggistica tra le banche. Ciò avverrebbe attraverso l'esecuzione di *smart contract*.⁴ All'interno del nuovo sistema, l'unicità della

³ Vedi Committee on Payment and Settlement Systems, "[The role of central bank money in payment systems](#)", *CPMI Papers 55*, Banca dei Regolamenti Internazionali, agosto 2003.

⁴ Gli smart contract sono codici informatici che eseguono automaticamente operazioni finanziarie quando si verificano determinate condizioni prestabilite, automatizzando le funzioni tradizionalmente svolte dagli intermediari finanziari. Vedi Osservatori Digital Innovation, "[Che cos'è la DeFi e come funziona la Finanza Decentralizzata](#)", ottobre 2020.

moneta sarebbe garantita dal ruolo delle riserve tokenizzate della banca centrale, che manterrebbero il loro ruolo di asset di regolamento.

Oltre all'unicità, due ulteriori criteri sono necessari affinché un mezzo di scambio possa costituire la spina dorsale di un sistema monetario:

- l'elasticità, cioè la capacità della moneta di essere fornita in modo flessibile per soddisfare la domanda di pagamenti nell'economia, senza che si creino blocchi del sistema;⁵
- l'integrità della moneta, ossia la resistenza della moneta a reati finanziari e altre attività illecite.

La tokenizzazione consente di automatizzare l'elasticità, permettendo, tramite gli smart contract, di fornire liquidità durante picchi di domanda di credito. Per quanto riguarda l'integrità, la tokenizzazione abilita la cosiddetta "integrity by design": gli smart contract possono incorporare controlli di conformità (KYC e AML) direttamente nelle istruzioni di pagamento, rendendo i controlli simultanei alla transazione stessa.⁶

Infine, altri vantaggi offerti dalla tokenizzazione deriverebbero dal mercato dei titoli, la cui negoziazione oggi coinvolge una complessa rete di intermediari. Transazioni più rapide potrebbero abbassare i costi per famiglie e imprese: come spiega la BRI, "con quasi 80 trilioni di dollari di titoli di Stato in circolazione, anche guadagni di efficienza modesti porterebbero significativi benefici". Un esempio dell'applicazione della tokenizzazione dei titoli è il mercato dei pronti contro termine (*repurchase agreements*), accordi in cui una parte vende titoli (solitamente titoli di Stato) come garanzia a un'altra, con l'impegno di riacquistarli a un prezzo e a una data prestabiliti, utilizzati per raccogliere liquidità nel breve termine. La tokenizzazione consentirebbe il trasferimento dei titoli simultaneamente al pagamento, riducendo i tempi delle transazioni.

⁵ Un esempio dell'importanza di fornire moneta in maniera "elastica" è legato ai sistemi di regolamento lordo in tempo reale (RTGS), che regolano i pagamenti tra banche e che richiedono di disporre degli asset di regolamento necessari (riserve) nel momento, nel luogo e nella quantità corretti. Il modo in cui il sistema affronta questa sfida è attraverso la fornitura di credito da parte della banca centrale alle banche (contro collaterale), in particolare mediante scoperti intraday, con cui la banca può prendere in prestito liquidità per poche ore durante la giornata, per completare le transazioni.

⁶ I controlli KYC (*know your customer*, conosci il tuo cliente) servono a verificare l'identità del cliente durante il rapporto con un intermediario finanziario, mentre i controlli AML (*anti-money laundering*) a prevenire il riciclaggio di denaro e altri reati finanziari.

Gli stablecoin non possono essere moneta

Gli stablecoin sono strumenti digitali il cui valore è ancorato ad asset tradizionali, principalmente il dollaro, nati per sopperire alle forti oscillazioni di prezzo delle criptovalute tradizionali come Bitcoin ed Ether.⁷ Per garantire tale stabilità, gli stablecoin sono generalmente collateralizzati in rapporto 1:1 da riserve di asset che ne garantiscono il valore. Vista la loro promessa di stabilità, viene da chiedersi se questi strumenti possano soddisfare i tre requisiti della moneta visti in precedenza (unicità, elasticità e integrità). La risposta della BRI è negativa. In particolare, in una sezione del rapporto annuale si legge che “gli stablecoin si comporteranno sempre male come sostituti della moneta”.

Il fatto che gli stablecoin circolino come passività dell'emittente li rende attività finanziarie con un prezzo di mercato prevalente. Sul mercato secondario, essi possono quindi non essere scambiati alla pari con il dollaro (o con altre valute di emissione), ma con uno sconto. Questo “tasso di cambio” dipende dall'affidabilità creditizia (reale o percepita) dell'emittente, cioè dalla sua capacità di convertire, a richiesta del portatore, il titolo in dollari o altre valute. Scostamenti (anche contenuti) rispetto alla pari costituiscono una violazione del principio di unicità della moneta e possono generare instabilità.⁸

Gli stablecoin non soddisfano poi il requisito di elasticità perché, essendo garantiti da un ammontare equivalente di attività, ogni nuova emissione richiede il pagamento anticipato da parte dei detentori. Il bilancio dell'emittente non può espandersi a piacere, e l'offerta di stablecoin non può quindi aumentare in modo flessibile quando il sistema ha bisogno di maggiore liquidità. Gli stablecoin presentano infine carenze nel promuovere l'integrità del sistema monetario. L'anonimità delle transazioni su blockchain, in cui le identità degli utenti sono nascoste dietro indirizzi, facilita gli usi illegali, come il riciclaggio di denaro e il finanziamento del terrorismo. Inoltre, in quanto strumenti digitali al portatore che operano su piattaforme senza confini, gli stablecoin possono circolare liberamente senza avere necessariamente la supervisione dell'emittente. Infine, come ha sottolineato il governatore Panetta, fra i problemi potenziali degli stablecoin vi sono i rischi di “corse ai rimborsi” in caso di stress che coinvolga in maniera significativa la solidità patrimoniale dell'ente emittente.⁹

⁷ Vedi le nostre precedenti note, [“Cripto stablecoins: cosa sono, a cosa servono, quali rischi comportano”](#), 26 giugno 2025 e [“Gli stablecoin accrescono il privilegio esorbitante degli Stati Uniti”](#), 5 marzo 2026.

⁸ Vedi Garratt R. e Shin H. S., [“Stablecoins versus tokenised deposits: implications for the singleness of money”](#), *BIS Bulletin* 73, Banca dei Regolamenti Internazionali, aprile 2023.

⁹ Vedi a tal riguardo l'intervento del Governatore Fabio Panetta dello scorso dicembre ([link](#)).