



LA MONETA DIGITALE DELLE BANCHE CENTRALI COME POSSIBILE STRUMENTO DI POLITICA MONETARIA¹

Abstract: - L'avvento delle valute digitali emesse dalle banche centrali (CBDC – Central Bank Digital Currency) - il riferimento qui è a progetti ambiziosi ma ancora allo studio, quali l'Euro digitale o lo Yuan digitale cinese, ma anche a esperienze già in atto quali ad esempio il Sand Dollar delle Bahamas o l'eNaira nigeriana - rappresenta una delle trasformazioni più significative nel sistema finanziario globale degli ultimi decenni. La crescente attenzione delle autorità monetarie e degli studiosi verso le CBDC² è motivata dalla necessità di comprendere le potenziali implicazioni di questi strumenti sulla stabilità finanziaria, sulla struttura dei mercati dei pagamenti, sulla attuazione della politica monetaria e quindi, indirettamente ma non troppo, sulla politica di bilancio dei singoli Stati interessati.

SOMMARIO: 1. Una definizione della CBDC. – 2. Possibili impatti sulla stabilità finanziaria. – 3. Rilievi conclusivi. – 4. Come mitigare i rischi. – 5. Quale evoluzione per la politica monetaria?

1. Una definizione della CBDC

La CBDC si configura come una nuova forma di moneta digitale, emessa da una banca centrale, che può essere utilizzata sia come mezzo di pagamento sia come riserva di valore. Essa si distingue per essere una passività diretta della banca centrale, priva del rischio di credito e di liquidità che caratterizza il denaro privato (come invece avviene per i depositi bancari, gli strumenti digitali privati o le stablecoin). In altri termini, la CBDC si configura dal punto di vista giuridico come una diretta *liability* della Banca centrale emittente, come il denaro contante e le riserve delle Banche centrali, tanto che il suo valore “circolante” è previsto che venga iscritto al passivo nel bilancio dell'emittente. La progettazione della CBDC mira, quindi, a garantirne la coesistenza con le forme tradizionali di moneta, senza sostituirle integralmente, ma offrendo un'alternativa più sicura, efficiente e accessibile.

L'introduzione della CBDC, tuttavia, genera nuove pressioni competitive sull'industria bancaria e

¹ Il presente contributo è stato redatto da *Patrizio Rubechini*.

² Per approfondimenti: IMF – International Monetary Fund, CBDC Virtual Handbook, 2025, <https://www.imf.org>



sull'intero sistema finanziario, con potenziali effetti sia positivi sia negativi sulla stabilità del sistema. La valutazione di tali effetti richiede un'analisi multidimensionale, che tenga conto delle specificità dei diversi contesti nazionali, delle caratteristiche del sistema bancario e delle scelte di design della CBDC.

2. Possibili impatti sulla stabilità finanziaria

Studi recenti [Gross, Miccoli, Verrier, Villegas-Bauer, 2025] identificano sei canali principali attraverso cui la CBDC può influenzare la stabilità finanziaria:

- Canale delle passività

L'adozione della CBDC può determinare deflussi di depositi bancari, costringendo le banche a ricorrere a fonti alternative di finanziamento, quali debito a lungo termine, fondi esteri o prestiti dalla banca centrale. Questi cambiamenti possono incidere sulla struttura dei bilanci bancari, sui costi di finanziamento e, in ultima analisi, sulla solidità del sistema. In mercati caratterizzati da bassa competizione, le banche potrebbero reagire aumentando i tassi sui depositi per trattenere la clientela, con effetti redistributivi e di riequilibrio delle fonti di raccolta.

- Canale degli attivi

La concorrenza indotta dalla CBDC può portare le banche a ridurre o ristrutturare il portafoglio degli attivi (prestiti, mutui...), con ripercussioni sui tassi di interesse applicati alla clientela e sulla domanda di credito. In particolare, le banche potrebbero essere incentivate a prendere maggiori rischi per compensare la riduzione dei margini, con possibili effetti sulla qualità degli attivi e sulla resilienza del sistema.

- Canale delle commissioni

L'utilizzo della CBDC come strumento di pagamento alternativo può ridurre le entrate da commissioni per banche e fornitori di servizi di pagamento, con effetti negativi sui margini di profitto. La perdita di opportunità di cross-selling (ovvero, l'offerta di prodotti o servizi finanziari/bancari complementari a quelli già posseduti o considerati dal cliente) e la riduzione delle interazioni con la clientela possono ulteriormente comprimere la redditività del settore bancario.

- Canale del rischio di "corsa agli sportelli"



In situazioni di stress finanziario, la CBDC potrebbe facilitare la fuga dai depositi bancari, data la sua natura digitale, sicura e facilmente accessibile. Tuttavia, la presenza di strumenti di tutela (ad esempio, in Italia è attiva una assicurazione sui depositi, attraverso il FITD - Fondo interbancario di tutela dei depositi) e la possibilità di trattenere fondi nell'economia domestica possono mitigare tali rischi. In alcuni contesti, la CBDC potrebbe addirittura limitare la fuga verso attività estere, rafforzando la stabilità macrofinanziaria.

- Canale informativo

La riduzione dei depositi bancari può comportare una perdita di informazioni sulle abitudini di spesa e sulla solvibilità della clientela, aumentando le asimmetrie informative e i rischi di credito. Del resto, la CBDC può offrire nuove opportunità di raccolta dati per le autorità monetarie, migliorando la capacità di monitoraggio e intervento, a condizione che siano garantiti adeguati livelli di privacy e sicurezza.

- Canale della resilienza dei sistemi di pagamento

L'introduzione della CBDC può accrescere la resilienza e la concorrenza nei mercati dei pagamenti, riducendo i rischi di concentrazione e frammentazione e offrendo un'infrastruttura pubblica alternativa in caso di crisi operativa o sistemica. Un sistema di pagamenti diversificato e interoperabile, infatti, può contribuire a rafforzare la stabilità complessiva del sistema finanziario nazionale.

3. Alcuni dati

Gli studi e le rilevazioni condotte sul campo suggeriscono che, in scenari di adozione moderata, i rischi per la stabilità finanziaria risultano generalmente contenuti. L'impatto più significativo riguarda la redditività delle banche, che tende a ridursi, ma senza compromettere la solidità complessiva del sistema, soprattutto nei contesti caratterizzati da bassa competizione e da una diversificazione delle fonti di finanziamento.

Le simulazioni mostrano che la probabilità di “corsa agli sportelli” aumenta solo marginalmente e che le banche possono adattarsi attraverso strategie di ribilanciamento degli attivi e delle passività. L'effetto sulla concessione del credito appare limitato, a condizione che siano disponibili fonti alternative di finanziamento e che il sistema bancario sia sufficientemente capitalizzato.



Data in ogni caso l'eterogeneità dei sistemi finanziari e delle condizioni di partenza, non esiste un modello predittivo sufficientemente affidabile. Esistono comunque una serie di strumenti analitici utilizzabili per valutare gli impatti concreti della CBDC, quali: l'analisi dei bilanci, che permette di simulare gli effetti della CBDC sulle principali voci di attivo e passivo di banche, banca centrale e settore privato, offrendo una prima valutazione degli impatti potenziali; l'applicazione di modelli finanziari, al fine di stimare le reazioni ottimali di banche e consumatori; l'utilizzo di modelli macroeconomici estesi agli effetti reali, quali il PIL, l'occupazione e la politica monetaria, integrando le dinamiche finanziarie con quelle macroeconomiche.

4. Come mitigare i rischi

Le strategie di mitigazione dei rischi connessi all'introduzione della CBDC possono essere molteplici e si distinguono anche su base territoriale/nazionale. Alcuni esempi:

- Introduzione di limiti quantitativi, con l'imposizione di tetti massimi alle detenzioni individuali di CBDC, così da limitare i deflussi dai depositi bancari e contenere i rischi di instabilità
- Attuazione di politiche di remunerazione, prevedendo tassi di interesse nulli o negativi sulla CBDC così da ridurre l'attrattività come strumento di riserva di valore, orientandone invece l'uso prevalentemente verso i pagamenti
- Coinvolgimento degli intermediari, quali banche e fornitori di servizi di pagamento, nella fase di distribuzione della CBDC, così da compensare la perdita di commissioni e dati e favorire, per altro verso, l'innovazione e la resilienza del sistema
- Ricorso a strumenti macroprudenziali, quali le classiche politiche di vigilanza e gestione del rischio (ad esempio, attraverso la fissazione di requisiti patrimoniali, garanzie sui depositi, strumenti di gestione delle crisi), che restano fondamentali per preservare la stabilità del sistema finanziario.

5. Quale evoluzione per la politica monetaria?

L'introduzione delle CBDC, oltre ad essere un fattore di complessità tecnologica e normativa del singolo sistema-Paese, sembra comunque costituirne una occasione di evoluzione. L'intermediazione bancaria, tradizionalmente necessaria in questo settore, non è più tale ai fini della *governance* della moneta digitale e dei connessi sistemi di pagamento, profilando un sistema globale in cui tutti i processi di introduzione e distribuzione delle valute nazionali ritornano in controllo pubblico e determinando, nel



contempo, un potenziale rafforzamento della sovranità monetaria degli Stati nei confronti del sistema bancario e finanziario considerato nel complesso.

Del resto, l'espansione delle criptovalute come strumenti di pagamento (Bitcoin, per fare un esempio più che noto) è un fenomeno attuale che pone rilevanti interrogativi in merito alla sovranità monetaria e al ruolo delle banche centrali nel sistema finanziario. Infatti, la diffusione di valute digitali private o straniere quali possibili alternative alla moneta a corso legale (si pensi anche al progetto Diem di Meta, oggi abbandonato) rischierebbe di compromettere il controllo delle autorità monetarie sull'offerta di moneta e sui flussi di pagamento, causando così un indebolimento della politica monetaria, con riduzione della capacità delle banche centrali di influenzare la domanda aggregata, di mantenere la stabilità dei prezzi e di assicurare l'equilibrio macroeconomico e finanziario quali prestatori di ultima istanza. Inoltre, si verificherebbe la potenziale erosione del privilegio di signoraggio³ che, tipicamente, è abbinato all'emissione di moneta legale, il quale costituisce una fonte apprezzabile di entrate pubbliche finalizzate al finanziamento di beni collettivi e infrastrutture strategiche, incidendo quindi direttamente – ad esempio, la percentuale stimata è pari al 2,5/3% del PIL italiano - sugli assetti di finanza pubblica del singolo Stato.

Al netto di questi elementi, le accennate esperienze straniere di moneta centrale digitale possono allora senz'altro guidare inizialmente il processo di evoluzione appena descritto e la sua successiva implementazione, ma – almeno con riferimento al paradigma europeo e, quindi, anche all'ambito italiano – le sorti dell'euro digitale passano ora, necessariamente, dalla proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo all'istituzione dell'euro digitale, presentata a giugno 2023 e con l'obiettivo dell'Eurosistema di avviare una possibile prima emissione nel corso del 2029.

³ Secondo Banca d'Italia, con il termine “signoraggio” viene comunemente inteso “l'insieme dei redditi derivanti dall'emissione di moneta. Per le banche centrali, il reddito da signoraggio può essere definito come il flusso di interessi generato dalle attività detenute in contropartita delle banconote in circolazione o, più generalmente, della base monetaria. Per l'Eurosistema, questo reddito è incluso nella definizione di "reddito monetario", che, secondo l'articolo 32.1 dello statuto del Sistema europeo di banche centrali (SEBC) e della Banca Centrale Europea (BCE), è "il reddito ottenuto dalle banche centrali nazionali nell'esercizio delle funzioni di politica monetaria del SEBC" (fonte: <https://www.bancaditalia.it/compiti/emissione-euro/signoraggio/index.html>).