

Associazione Bancaria Italiana  
Assemblea degli Associati

***Le banche e l'economia:  
credito, regolamentazione e crescita***

Intervento del Governatore della Banca d'Italia

Fabio Panetta

Roma, 9 luglio 2024



## 1. Congiuntura economica e politica monetaria

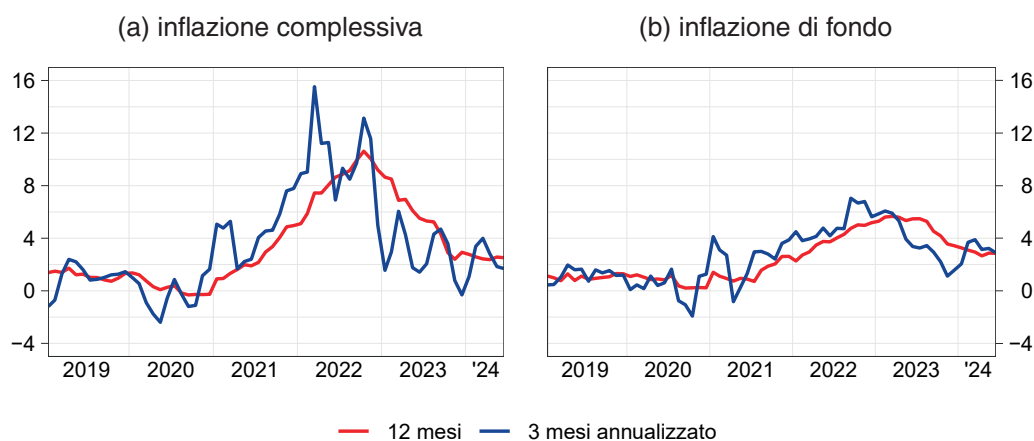
L'attività economica nell'area dell'euro, dopo avere ristagnato per oltre un anno, è cresciuta dello 0,3 per cento nel primo trimestre del 2024. Il maggiore contributo è venuto dalla domanda estera, mentre quella interna è rimasta debole: i consumi delle famiglie sono aumentati in misura contenuta e gli investimenti sono diminuiti<sup>1</sup>. Rimane fiacca soprattutto l'attività nel settore manifatturiero.

Si stima che nel secondo trimestre il prodotto sia cresciuto moderatamente, sostenuto dai servizi; le indagini presso le imprese confermano invece la debolezza dell'attività industriale.

L'inflazione continua a scendere, con oscillazioni nei dati mensili. In giugno è diminuita al 2,5 per cento; la sua componente di fondo, che esclude le voci più volatili, è rimasta stabile, al 2,9 per cento (fig. 1).

Figura 1

### Inflazione al consumo nell'area dell'euro (1) (valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati BCE ed Eurostat.

(1) I tassi di inflazione per l'indice dei prezzi al consumo armonizzato (IPCA) sono calcolati come: variazione percentuale sui 12 mesi; variazione annualizzata sui 3 mesi dell'indice destagionalizzato. L'inflazione di fondo esclude le componenti energetiche e alimentari.

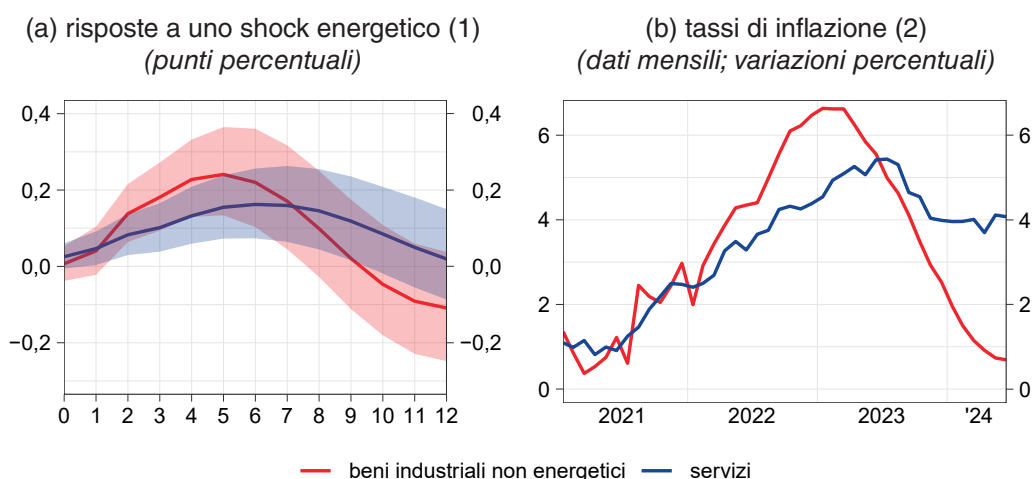
<sup>1</sup> Il calo degli investimenti complessivi è stato attenuato dal positivo andamento nel settore edilizio, che ha beneficiato di fattori temporanei, tra cui in particolare le favorevoli condizioni meteorologiche in Germania.

All'inizio del mese scorso il Consiglio direttivo della BCE ha abbassato di 25 punti base i tassi ufficiali, dopo averli mantenuti invariati per nove mesi su livelli elevati. La decisione riflette il progressivo calo dell'inflazione e la prospettiva di una sua ulteriore discesa nei mesi a venire.

Pur nell'attuale fase di disinflazione, taluni osservatori manifestano preoccupazioni riguardo alla dinamica dei prezzi nel comparto dei servizi, tuttora pari al 4,1 per cento. Sono preoccupazioni non immotivate, ma vanno ridimensionate se si considera che i prezzi dei servizi tendono a muoversi in modo diverso da quelli dei beni. Come è avvenuto in occasione di shock energetici del passato, nei mesi scorsi l'inflazione nei servizi ha reagito in ritardo all'aumento del prezzo dell'energia, ha toccato in ritardo il suo valore massimo e sta ora scendendo in ritardo rispetto all'inflazione nel comparto dei beni (fig. 2)<sup>2</sup>.

Figura 2

### Reattività e persistenza dell'inflazione dei beni industriali non energetici e dei servizi



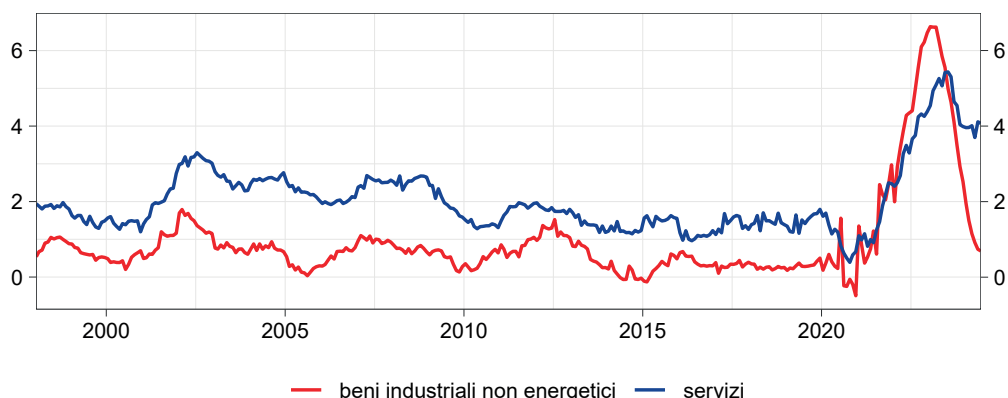
Fonte: elaborazioni su dati BCE ed Eurostat.

(1) Funzioni di risposta agli impulsi basate su un modello VAR trimestrale per il campione 1996-2023; l'asse delle ascisse indica il numero di trimestri successivi allo shock energetico. Le specifiche del modello e l'identificazione degli shock energetici sono simili a quelle presentate in S. Neri, F. Busetti, C. Conflitti, F. Corsello, D. Delle Monache e A. Tagliabracci, *Energy price shocks and inflation in the euro area*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 792, 2023. – (2) Variazioni percentuali sui 12 mesi dell'IPCA dell'area dell'euro relativo, rispettivamente, ai beni industriali non energetici e ai servizi nel periodo 2021-2024.

Per di più, la circostanza che l'inflazione nei servizi si collochi al di sopra di quella dei beni non è una novità. Nell'area dell'euro è stato così sin dalla fine degli anni novanta, anche quando l'inflazione complessiva era in linea con l'obiettivo della BCE o inferiore (fig. 3).

<sup>2</sup> Per una analisi più estesa della dinamica dell'inflazione e delle prospettive della politica monetaria nell'area dell'euro, cfr. F. Panetta, *Monetary policy after a perfect storm: festina lente*, intervento alla 3ª Conferenza internazionale di politica monetaria organizzata dalla Banca di Finlandia *Monetary policy in low and high inflation environments*, Helsinki, 26 giugno 2024.

### Tassi di inflazione dei beni industriali non energetici e dei servizi (1) (dati mensili; variazioni percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

(1) Variazioni percentuali sui 12 mesi dell'IPCA dell'area dell'euro relativo, rispettivamente, ai beni industriali non energetici e ai servizi nel periodo 1998-2024.

Si discute inoltre della crescita dei salari, tuttora robusta. Anche in questo caso un'attenta analisi dei dati attenua i timori. Dopo le perdite degli anni scorsi, l'attuale aumento delle retribuzioni rappresenta un inevitabile recupero del potere d'acquisto, destinato ad affievolirsi a mano a mano che si ridurrà la perdita da recuperare. Inoltre, i minori costi degli input produttivi intermedi e i cospicui profitti sin qui accumulati consentono alle imprese di assorbire la crescita salariale senza trasferirla sui prezzi finali. Infine, l'incremento del costo del lavoro da un lato e il calo dei prezzi dell'energia e del costo del capitale dall'altro<sup>3</sup> favoriranno un aumento del rapporto capitale-lavoro e della produttività, contribuendo anche per questa via a contenere le pressioni inflazionistiche.

Le future decisioni di politica monetaria dovranno tenere conto di due importanti fattori. Il primo è che i rialzi passati dei tassi ufficiali stanno tuttora comprimendo la domanda, l'attività produttiva e l'inflazione e continueranno a farlo nei mesi a venire<sup>4</sup>. Il secondo è che gli effetti espansivi dell'allentamento monetario che si profila per i prossimi mesi saranno attenuati dall'ulteriore contrazione del bilancio dell'Eurosistema, che continuerà ad agire in senso restrittivo sui costi di raccolta e sulla liquidità delle banche e quindi sull'offerta di credito all'economia.

<sup>3</sup> In questa fase il costo del capitale si sta riducendo per effetto del calo dei tassi di interesse effettivi e attesi, oltre che della contrazione dei prezzi dei prodotti energetici.

<sup>4</sup> Secondo nostre stime, l'effetto della restrizione monetaria sull'inflazione sarà persino maggiore nel 2024 rispetto al 2023; cfr. A.M. Conti, S. Neri e A. Notarpietro, *Credit strikes back: the macroeconomic impact of the 2022-2023 ECB monetary tightening and the role of lending rates*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, in corso di pubblicazione.

Da qui in avanti la disinflazione potrà essere completata adeguando gradualmente il livello dei tassi ufficiali al calo dell'inflazione effettiva e attesa, se gli sviluppi macroeconomici confermeranno l'attuale quadro previsivo. Ma dovremo essere pronti a rispondere con rapidità a nuovi shock che potrebbero allontanarci, verso l'alto o verso il basso, da quella traiettoria.

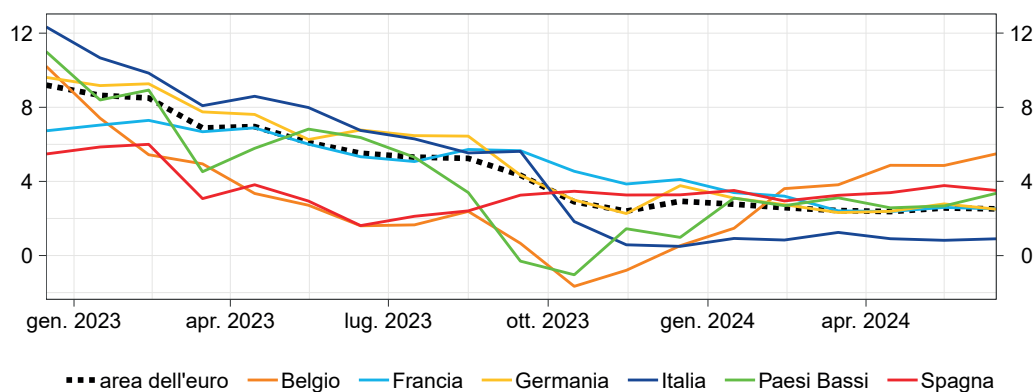
L'evoluzione congiunturale dell'economia italiana segue da vicino quella dell'area dell'euro. Nel primo trimestre di quest'anno la crescita è stata anche da noi dello 0,3 per cento, e sarebbe rimasta dello stesso ordine di grandezza nel secondo. Continua l'espansione dei servizi, soprattutto quelli legati al turismo, mentre perdura la debolezza della manifattura. Per il complesso del 2024 le previsioni di Consensus Economics indicano una crescita dello 0,8 per cento<sup>5</sup>.

L'attività è trainata principalmente dalla domanda estera netta, mentre quella interna rimane debole. Diminuiscono gli investimenti in impianti, macchinari e beni immateriali, che risentono delle condizioni restrittive di finanziamento e dell'incertezza del quadro economico e politico a livello internazionale.

I consumi delle famiglie crescono moderatamente, sostenuti dal positivo andamento del mercato del lavoro: nei primi cinque mesi del 2024 gli occupati sono stati, in media, quasi mezzo milione in più rispetto allo stesso periodo del 2023. La dinamica salariale rimane moderata.

Figura 4

**Tassi di inflazione nei sei principali paesi dell'area dell'euro (1)**  
(variazioni percentuali)



Fonte: Eurostat.

(1) Variazioni percentuali sui 12 mesi dell'IPCA. I dati di giugno sono stime preliminari.

<sup>5</sup> Le previsioni di Consensus Economics sono coerenti con le proiezioni pubblicate in giugno dalla Banca d'Italia, che indicavano una crescita dello 0,6 per cento correggendo per le giornate lavorative e dello 0,8 senza tale correzione. Le nostre proiezioni sono state effettuate a maggio, prima che l'Istat rendesse noti i dati aggiornati sui conti economici trimestrali. Incorporando queste revisioni le proiezioni risulterebbero più elevate di circa un decimo di punto.

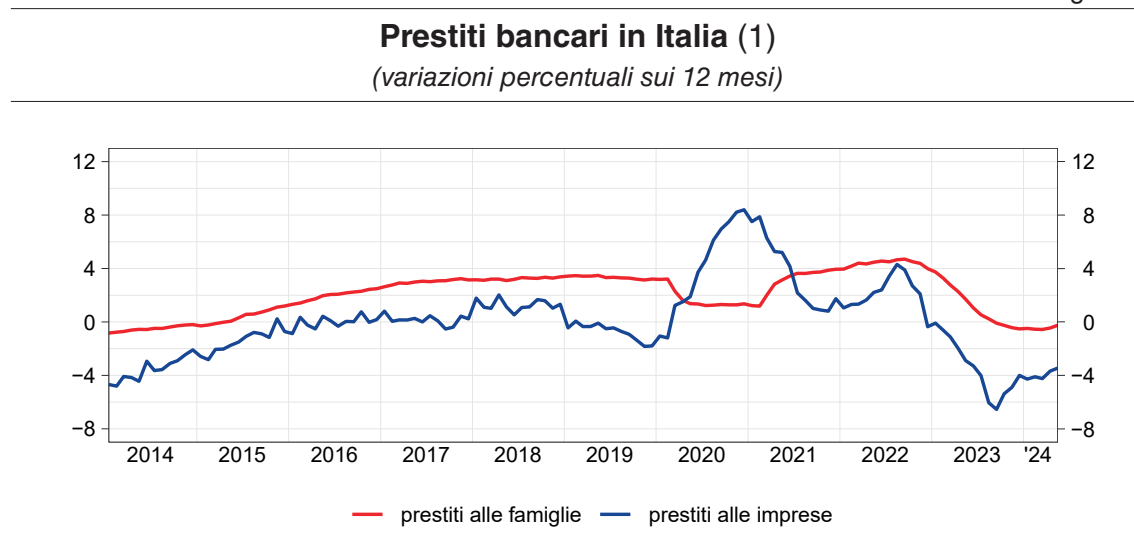
L'inflazione, che fino alla scorsa estate era superiore alla media dell'area dell'euro, è rapidamente scesa, raggiungendo valori molto contenuti<sup>6</sup> e contribuendo in misura significativa alla disinflazione dell'area dell'euro nel suo complesso (fig. 4).

Sugli sviluppi congiunturali in Italia non vado oltre questi brevi cenni, rimandando al *Bollettino economico* che pubblicheremo alla fine di questa settimana.

## 2. Credito, imprese, banche

Di riflesso alla restrizione monetaria, in Italia la dinamica del credito si è fortemente indebolita. La consistenza dei prestiti alle imprese ha registrato una decisa contrazione, che solo ora si sta attenuando. I finanziamenti alle famiglie hanno anch'essi rallentato bruscamente, fino a ristagnare nell'ultimo anno (fig. 5). I tassi di interesse sui nuovi prestiti sono considerevolmente aumentati.

Figura 5



Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) I dati di maggio 2024 sono provvisori. I prestiti includono i pronti contro termine e le sofferenze; sono esclusi i pronti contro termine verso controparti centrali. Le variazioni percentuali sono corrette per tenere conto dell'effetto contabile di cartolarizzazioni, riclassificazioni, aggiustamenti di valore, aggiustamenti di cambio e altre variazioni non derivanti da transazioni. I dati per le imprese si riferiscono alle società non finanziarie e alle famiglie produttrici.

La decelerazione del credito è di entità paragonabile a quella che caratterizzò gli episodi di crisi dello scorso quindicennio. Gli effetti sull'economia reale sono stati però assai meno gravi.

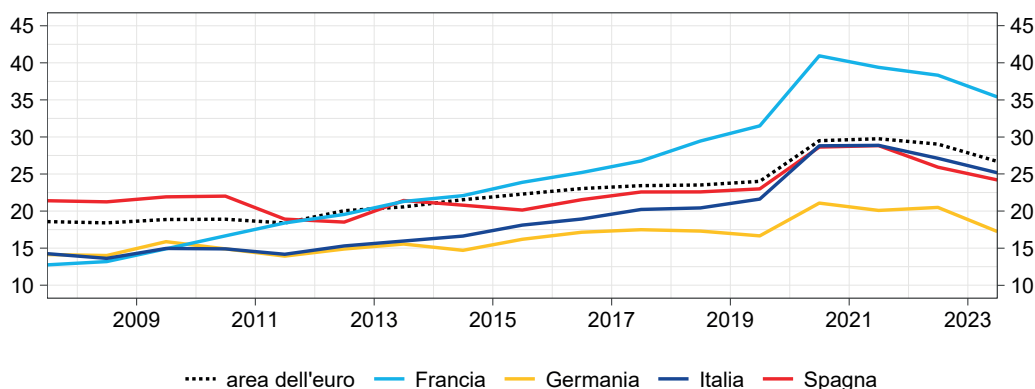
<sup>6</sup> Per ulteriori approfondimenti, cfr. il capitolo 14: *L'inflazione dopo la pandemia: evoluzione, cause e conseguenze* nella *Relazione annuale* sul 2023.

Ciò si deve in primo luogo a una situazione macroeconomica resa più favorevole dalle eccezionali misure di sostegno adottate dalle autorità in risposta alle crisi sanitaria ed energetica. Ma è anche il risultato delle migliori condizioni di imprese, famiglie e banche, che oltre ad avere beneficiato direttamente o indirettamente di quelle misure mostrano oggi maggiore solidità di fondo.

Per le imprese, l'elevata redditività ha evitato che l'aumento degli oneri finanziari minasse la sostenibilità del debito<sup>7</sup>. Le scorte di liquidità accumulate negli anni della pandemia sono state in parte usate per rimborsare, talvolta in anticipo, prestiti divenuti più onerosi<sup>8</sup>. Nonostante questi esborsi, la liquidità rimane ampia (fig. 6).

Figura 6

**Liquidità delle imprese in rapporto al PIL (1)**  
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia (Conti finanziari), BCE ed Eurostat.  
(1) La liquidità è la somma di biglietti e depositi detenuti dalle imprese.

La solida condizione delle famiglie riflette l'alto livello dell'occupazione e il contenuto indebitamento: l'incidenza dei debiti finanziari sul reddito disponibile, già bassa nel confronto internazionale, è ancora diminuita, al 58,6 per cento.

<sup>7</sup> Il rapporto fra gli oneri finanziari e il margine operativo lordo (MOL) è inferiore al 10 per cento, la metà del valore medio del periodo 2008-2011. Nel biennio 2022-2023 il MOL è cresciuto del 13 per cento in termini reali, raggiungendo l'8 per cento dell'attivo, il livello massimo da vent'anni. All'aumento dei profitti si è associata una crescita dell'autofinanziamento del 4 per cento. Sulla base dell'*Indagine sulle imprese industriali e dei servizi*, la quota di imprese in utile ha superato l'80 per cento nel 2023.

<sup>8</sup> *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2023. Si stima che i prestiti estinti in anticipo nel biennio 2022-2023 ammontino al 20 per cento di quelli in essere alla fine del 2021. La quota dei rimborsi è stata superiore per le aziende più grandi, soprattutto per i finanziamenti a tasso variabile e non assistiti da garanzie pubbliche.



Infine, come ho già avuto modo di ricordare, la condizione delle banche è nettamente migliorata quanto a redditività, qualità degli attivi e capitalizzazione. Le restrizioni all'offerta di credito, pure emerse nei mesi passati, riflettono principalmente la percezione di maggiore rischiosità dei debitori, e non la condizione degli intermediari; esse sono rimaste pertanto confinate entro limiti fisiologici, e non hanno costretto le imprese a ridimensionare gli investimenti o le famiglie a comprimere i consumi<sup>9</sup>.

L'irrobustimento delle imprese, la solida posizione finanziaria delle famiglie e la forza delle banche ci consentono di guardare avanti con fiducia, ma non devono indurre a un eccessivo ottimismo.

Il protrarsi della debolezza del credito inciderebbe su un contesto che come in altri paesi è esposto a vulnerabilità, nel quale sarebbe difficile immaginare interventi pubblici come quelli eccezionalmente generosi varati dopo la pandemia.

Il quadro nel quale le banche sono chiamate a fornire sostegno creditizio all'economia reale è peraltro reso complesso da più fattori.

La contrazione del bilancio dell'Eurosistema cui ho accennato in precedenza potrebbe accrescere il costo di emissione delle obbligazioni bancarie e accentuare il ribilanciamento dei portafogli dei risparmiatori verso attività più remunerative, aumentando la concorrenza e i tassi nel mercato dei depositi bancari. La situazione geopolitica globale e quella politica interna di importanti paesi mantengono elevata l'incertezza di fondo.

Per di più, un prolungamento della fase di alti tassi di interesse potrebbe incidere sulla capacità di rimborso dei debiti. Segnali in tal senso stanno già emergendo: nel primo trimestre del 2024 il flusso dei prestiti deteriorati è salito al 2,1 per cento dei finanziamenti complessivi alle imprese, dall'1,8 del trimestre precedente<sup>10</sup>, e si stima che continuerà a crescere moderatamente sia quest'anno sia il prossimo. Per le famiglie il tasso di deterioramento rimarrebbe più contenuto, intorno all'1 per cento. Si tratta comunque di valori lontani dai massimi storici: nei

---

<sup>9</sup> In base alle risposte degli intermediari alla *Bank Lending Survey* dell'Eurosistema, negli anni recenti l'andamento del credito ha riflesso, oltre che la debolezza della domanda, una restrizione dei criteri di offerta riconducibile soprattutto alla percezione di rischi crescenti da parte delle banche. A differenza del passato, la situazione dei bilanci bancari non sembra invece avere avuto effetti significativi. Su questo, cfr. M. Bottero e A.M. Conti, *In the thick of it: an interim assessment of monetary policy transmission to credit conditions*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 810, 2023 e S. Auer e A.M. Conti, *Bank lending in an unprecedented monetary tightening cycle: evidence from the euro area*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 856, 2024.

<sup>10</sup> Quest'ultimo dato è stato lievemente rivisto al rialzo in base alle precedenti segnalazioni.

momenti difficili dello scorso decennio questo indicatore sfiorò il 10 per cento per le imprese e superò il 3 per le famiglie.

In un tale contesto, le banche dovranno contemperare l'esigenza di contenere i rischi con quella di sostenere l'economia reale. Il credito dovrà continuare a fluire ai prenditori capaci di onorare i propri impegni. Ciò richiederà un'attenta selezione dei debitori, un costante vaglio delle loro condizioni reddituali e finanziarie e un'efficace strategia di recupero in caso di insolvenza.

Il livello delle rettifiche di valore va definito in modo prudente. Le banche con operatività tradizionale sulle quali vigiliamo direttamente hanno in media un tasso di copertura dei prestiti deteriorati inferiore a quello dei gruppi significativi. Abbiamo già richiamato gli intermediari interessati ad adeguare gli accantonamenti; la maggior parte ha intrapreso iniziative, la cui efficacia sarà valutata nei prossimi mesi. Rimane un numero limitato di banche che non ha pienamente fatto seguito alle nostre esortazioni; con esse proseguiremo il confronto per stimolare l'adozione dei necessari interventi.

Alcuni intermediari con indicatori di bilancio meno favorevoli rispetto alla media del sistema hanno formulato piani industriali caratterizzati da una rapida espansione delle attività. Strategie di questa natura vanno attentamente ponderate. Il recupero di redditività va perseguito facendo leva sui guadagni di efficienza e sull'affinamento dei criteri di selezione della clientela, con la consapevolezza che non esistono scorciatoie per raggiungere gli obiettivi prefissati.

### **3. La regolamentazione bancaria e finanziaria**

Un efficace impianto normativo è essenziale, insieme a un'attenta attività di supervisione, per conferire al sistema bancario l'efficienza e la forza necessarie per finanziare l'economia reale in condizioni di stabilità.

Ne abbiamo avuto conferma negli anni recenti. Le riforme regolamentari varate dopo la crisi del 2008-2009 hanno irrobustito il sistema bancario globale, consentendogli di superare senza scosse eccessive una concatenazione di eventi sfavorevoli senza precedenti: la pandemia, una guerra ai confini dell'Europa, il ritorno dell'inflazione e una stretta monetaria di intensità mai vista nella storia recente. Negli Stati Uniti, dove la riforma è stata attuata in maniera poco stringente per una parte del sistema bancario, si sono verificati episodi di crisi che hanno generato effetti di contagio e richiesto pesanti interventi da parte delle autorità.

È nell'interesse di tutti, degli stessi intermediari, proseguire il rafforzamento del sistema di regole per banche e operatori finanziari, per contenere sia i rischi tradizionali sia quelli derivanti dalle attività innovative.

### *La regolamentazione prudenziale delle banche*

Il prossimo anno entrerà in vigore in Europa l'ultima parte della normativa prudenziale sulle banche definita dal Comitato di Basilea. L'attuazione sarà graduale e si concluderà nel 2030<sup>11</sup>. Alla fine di questo percorso la revisione regolamentare avrà richiesto ben oltre vent'anni: un periodo troppo lungo se confrontato con le conseguenze di potenziali instabilità e con la rapidità con cui sorgono nuovi rischi.

Il legislatore europeo ha recepito le norme di Basilea senza deviazioni significative dall'impianto iniziale e considerando le peculiarità dell'economia del nostro continente, a partire dall'alto peso delle piccole e medie imprese, cui viene garantito un favorevole trattamento prudenziale nell'allocazione del credito<sup>12</sup>.

Viene ridimensionato il ruolo dei modelli interni utilizzati dalle banche, il cui impiego in pratica si traduce in minori requisiti patrimoniali; aumenta inoltre la sensibilità al rischio delle metodologie cosiddette standardizzate<sup>13</sup>. Gli impatti sui requisiti saranno quindi maggiori per gli intermediari italiani ed europei che utilizzano i modelli interni – tipicamente quelli grandi e complessi.

In linea con l'impegno preso dal Gruppo dei Governatori e dei Capi della vigilanza di non richiedere eccessivi aggravamenti di capitale, le nuove regole comportano incrementi patrimoniali cui le banche possono fare fronte agevolmente nell'attuale fase di alti profitti. Anche per questo motivo, esitazioni nell'attuazione sarebbero controproducenti: nell'immediato esporrebbero a rischi l'intera economia, e renderebbero l'attuazione più ardua qualora essa slittasse a una fase meno positiva di quella attuale.

---

<sup>11</sup> La gradualità prevista per l'attuazione (il cosiddetto *phase-in*) è volta a evitare un'eccessiva discontinuità rispetto alla disciplina vigente e ad accompagnare gradualmente il sistema verso le nuove regole.

<sup>12</sup> I finanziamenti alle piccole e medie imprese comportano un assorbimento di capitale inferiore rispetto a esposizioni analoghe verso altri debitori.

<sup>13</sup> I modelli interni riconosciuti dalla regolamentazione consentono alle banche di stimare, sulla base dei propri dati e rispettando una serie articolata di criteri quantitativi e qualitativi, i principali parametri di rischio, che sono a loro volta alla base del calcolo dei requisiti patrimoniali. Per contro nelle metodologie standardizzate, destinate alle banche meno sofisticate, i requisiti sono calcolati attraverso formule predefinite.

Il recepimento degli accordi non sta però procedendo ovunque alla stessa velocità. In particolare, negli Stati Uniti esso avanza lentamente. Ciò rende la riforma incompleta e crea disparità competitive, come nel caso delle nuove regole sui rischi di mercato. Per tale motivo la Commissione europea, al fine di assicurare parità concorrenziale tra gli intermediari che operano a livello globale, ha recentemente annunciato l'intenzione di sospendere per un anno l'entrata in vigore in Europa di questa parte della riforma. Non è certo l'esito ottimale: una corsa al ribasso tra diversi ordinamenti non è la risposta che va data all'esigenza di ridurre i rischi e di rendere omogenee le regole a livello mondiale.

In parallelo con la riforma in atto in ambito internazionale, nel nostro paese procedono il rafforzamento dei presidi macroprudenziali e il completamento del relativo sistema di supervisione.

Per accrescere le difese contro i rischi che possono formarsi all'esterno del sistema finanziario, in aprile la Banca d'Italia ha introdotto una riserva di capitale per il rischio sistemico. La riserva, pari all'1,0 per cento delle esposizioni ponderate per il rischio di credito e di controparte verso i residenti in Italia, dovrà essere raggiunta gradualmente: lo 0,5 per cento quest'anno, il rimanente 0,5 entro il 30 giugno del 2025.

Le crisi passate hanno inoltre posto in luce che la stabilità finanziaria va salvaguardata valutando il sistema nel suo complesso, e non soltanto le sue componenti separatamente. A tal fine l'Italia si è dotata di un assetto coerente con i migliori orientamenti internazionali, volto a rafforzare il coordinamento e lo scambio di informazioni tra autorità.

Lo scorso 5 luglio si è tenuta la prima riunione del Comitato nazionale per le politiche macroprudenziali, cui partecipano le autorità che contribuiscono a rafforzare il ruolo del sistema finanziario al servizio della crescita e dello sviluppo: oltre alla Banca d'Italia, la Consob, l'Ivass e la Covip. Nel complesso, pur in presenza di vulnerabilità, la valutazione del Comitato è che i rischi per la stabilità finanziaria in Italia siano attualmente contenuti<sup>14</sup>.

### *Le cryptoattività e il regolamento MiCAR*

Tra i rischi che oggi richiedono attenzione vi sono quelli derivanti dalle cryptoattività, una categoria che comprende strumenti di diversa natura.

---

<sup>14</sup> Banca d'Italia, Consob, Ivass e Covip, *Prima riunione del Comitato per le politiche macroprudenziali*, comunicato stampa del 5 luglio 2024.

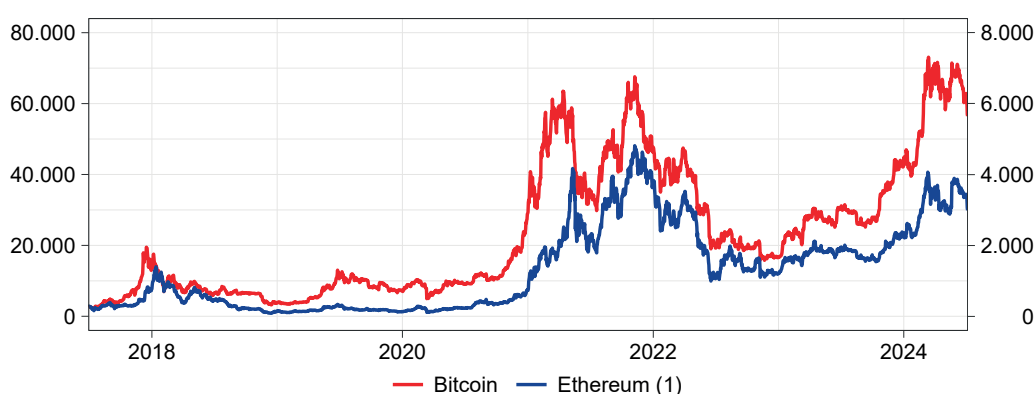
La principale distinzione è quella tra le cosiddette *stablecoins* e le cryptoattività non coperte da attività sottostanti, che di qui in avanti indicherò più semplicemente come “non garantite”.

Le *stablecoins* – come ad esempio Tether e USD Coin – sono strumenti digitali il cui valore è legato a quello di un portafoglio di attività (le cosiddette attività di riserva) quali valute, depositi, titoli o altre<sup>15</sup>. In mancanza di una regolamentazione adeguata e incisiva queste cryptoattività risulterebbero particolarmente vulnerabili a “corse ai riscatti” qualora venisse a mancare la fiducia dei detentori.

Le cryptoattività non garantite – quali Bitcoin ed Ethereum – non sono di regola emesse da alcun operatore, sono prive di valore intrinseco e non generano flussi di reddito come cedole o dividendi. Esse sono create mediante procedure informatiche e non vi è alcun soggetto né attività reale o finanziaria che ne assicuri il valore. Sono talvolta scambiate su circuiti informali e opachi o su piattaforme non sottoposte ad adeguati controlli. Coloro che le detengono hanno l’obiettivo principale di rivenderle a prezzi maggiori e in alcuni casi quello di eludere le norme fiscali, di lotta al riciclaggio di denaro e di contrasto al finanziamento del terrorismo. In genere, queste cryptoattività rappresentano di fatto una scommessa, un contratto speculativo ad alto rischio, il cui valore è svincolato da fondamentali. Per questi motivi il loro valore registra fortissime oscillazioni (fig. 7). Com’è evidente, esse non hanno le caratteristiche per svolgere le tre funzioni proprie della moneta: mezzo di pagamento, riserva di valore e unità di conto.

Figura 7

### Prezzi di Bitcoin ed Ethereum (dollari statunitensi; dati giornalieri)



Fonte: Coinmarketcap e Yahoo Finance.  
(1) Scala di destra.

La quota di cryptoattività non garantite detenute da investitori potenzialmente inconsapevoli degli alti rischi in cui incorrono è ancora contenuta, ma non

<sup>15</sup> Le *stablecoins* possono essere ancorate ad altre cryptoattività.

trascurabile<sup>16</sup>; potrebbe aumentare in futuro, come è avvenuto negli anni della pandemia, soprattutto in paesi emergenti.

Al fine di presidiare i rischi attinenti alle criptoattività, l'Unione europea ha recentemente varato uno specifico insieme di norme, la *Market in Crypto Asset Regulation* (MiCAR)<sup>17</sup>, la cui applicazione si completerà quest'anno. La Banca d'Italia e la Consob, sulla base dello schema di decreto legislativo approvato nei giorni scorsi, saranno chiamate a esercitare le funzioni di vigilanza previste dal nuovo assetto.

MiCAR individua le tipologie di strumenti rappresentati sotto forma digitale (*tokens*) soggetti alla sua disciplina: i *tokens* di moneta elettronica (*electronic money tokens*, EMT), il cui valore è legato a quello di una sola valuta ufficiale; i *tokens* collegati a una o più attività sottostanti (*asset-referenced tokens*, ART); una categoria residuale, che include le criptoattività non garantite e gli *utility tokens*<sup>18</sup>. Dato il loro ancoraggio ad attività sottostanti, solo gli EMT e gli ART appartengono alla categoria delle *stablecoins*.

MiCAR interviene in modo diverso su queste tipologie di criptoattività. Nel caso degli EMT e degli ART essa stabilisce precisi requisiti per i *tokens* e obblighi puntuali a carico sia degli intermediari che li emettono o li distribuiscono, sia degli operatori che partecipano a vario titolo al mercato<sup>19</sup>. Al contrario, nel caso delle criptoattività non garantite e degli *utility tokens*, la disciplina rimane per lo più confinata a meri obblighi di notifica preventiva: pertanto tali prodotti rimangono di fatto al di fuori del perimetro regolamentare.

Le nuove disposizioni contribuiscono a dare ordine al mercato delle criptoattività, anche se in alcuni casi la loro efficacia si scontra con la complessità e la continua evoluzione dei fenomeni trattati. Ad esempio, la gestione di *stablecoins* su piattaforme di scambio non affidabili, in particolare fuori dall'Europa, potrebbe generare rischi non controllabili dallo stesso emittente.

---

<sup>16</sup> L'indagine sulle abitudini di pagamento dei consumatori effettuata dall'Eurosistema nel 2022 indica che il 4 per cento degli intervistati deteneva criptoattività, meno di un terzo dei quali le utilizzava anche come mezzo di pagamento (cfr. BCE, *Study on the payment attitudes of consumers in the euro area (SPACE)*, dicembre 2022). Secondo dati di fonte Statista, negli Stati Uniti la quota dei detentori di criptoattività è circa il doppio di quella dell'area dell'euro.

<sup>17</sup> Regolamento UE/ 2023/1114.

<sup>18</sup> Gli *utility tokens* sono criptoattività che hanno la funzione di fornire l'accesso a un bene o a un servizio prestato dal loro emittente: si pensi ad esempio ai *tokens* utilizzabili su piattaforme di *gaming*.

<sup>19</sup> Si tratta prevalentemente di requisiti connessi con l'accesso al mercato, di natura prudenziale e di trasparenza.

Tutto ciò accresce le responsabilità degli intermediari di questo mercato – sia quelli tradizionali sia gli altri – che nell’assetto normativo previsto da MiCAR sono chiamati a prestare la necessaria attenzione tanto ai rischi finanziari quanto a quelli operativi.

Essi dovranno inoltre garantire la robustezza della tecnologia utilizzata sotto il profilo tecnico e legale, anche al fine di contrastare operazioni con finalità illecite o criminose. Saranno tenuti in particolare ad assicurare il rispetto delle norme antiriciclaggio e di contrasto al finanziamento del terrorismo, oltre che l’osservanza delle misure sanzionatorie stabilite a livello internazionale, conformando a tali fini il proprio assetto organizzativo. Per far fronte a queste esigenze gli intermediari dovranno dotarsi, sin dalla fase di pianificazione delle nuove iniziative, di competenze adeguate e di efficaci funzioni di controllo.

Secondo il regolamento MiCAR, sia gli EMT sia gli ART hanno le caratteristiche per essere utilizzati come mezzo di pagamento o di scambio. Tuttavia, nelle nostre valutazioni gli unici strumenti in grado di svolgere pienamente funzioni di pagamento preservando la fiducia del pubblico sono gli EMT, i *tokens* di moneta elettronica, che possono essere emessi da banche e Istituti di moneta elettronica. Soltanto questi strumenti sono infatti ancorati al valore di una moneta con corso legale e protetti da specifiche norme che salvaguardano il valore dei fondi versati, al fine di offrire in ogni momento ai detentori la garanzia di rimborso al valore nominale.

L’offerta come mezzo di scambio degli ART, disciplinata da MiCAR con presidi e restrizioni, va invece valutata con la massima attenzione dagli intermediari, in considerazione dei rischi connessi con eventuali oscillazioni di valore di tali strumenti e con l’assenza di una garanzia di rimborso al valore nominale.

Nei prossimi giorni pubblicheremo una comunicazione al mercato su questa materia, al fine di favorire un’applicazione di MiCAR che contribuisca a preservare il regolare funzionamento dei mercati e del sistema dei pagamenti e a salvaguardare i detentori di questi strumenti.



#### **4. Conclusioni**

L'economia europea nei mesi scorsi ha registrato una moderata espansione, dopo un lungo ristagno. È un segnale positivo, ma l'evoluzione futura rimane incerta. Tardano a emergere segnali di un deciso miglioramento della domanda interna. Pesano le condizioni monetarie tuttora restrittive, oltre che le inquietudini generate dalle tensioni geopolitiche e dalle vicende politiche a livello internazionale.

Il calo dell'inflazione ha consentito di avviare un primo allentamento delle condizioni monetarie. La riduzione dei tassi ufficiali potrà proseguire con gradualità, accompagnando il ritorno dell'inflazione all'obiettivo, se gli andamenti macroeconomici rimarranno in linea con le attese del Consiglio direttivo della BCE. Se eventi inattesi rischiassero invece di allontanarci dal sentiero previsto, in una direzione o nell'altra, dovremo essere pronti ad adeguare prontamente le nostre decisioni.

In Italia la crescita procede a ritmi moderati. La contrazione del credito all'economia provocata dalla restrizione monetaria non ha avuto effetti dirompenti, a differenza di quanto avvenuto in passato. Ciò riflette anche la robusta condizione reddituale e patrimoniale delle banche, cui ha contribuito la riforma normativa avviata dopo la crisi finanziaria.

La solidità delle banche rappresenta oggi un elemento di forza del nostro sistema produttivo.

Esse hanno ora il compito di accompagnare la ripresa della domanda, affiancando famiglie e imprese ed evitando che il credito possa costituire un freno ai consumi e agli investimenti. Potranno, per questa via, contribuire al rilancio dell'economia italiana.









Questa pubblicazione è stata stampata  
su carta certificata Ecolabel UE  
(numero di registrazione: FR/011/003)

Inoltre l'impatto ambientale connesso con il ciclo di vita della carta utilizzata  
è stato compensato con l'acquisto di crediti di carbonio e piantando alberi in aree del territorio italiano.

*Grafica e stampa a cura della Divisione Editoria e stampa della Banca d'Italia*