

Lezioni Mario Arcelli
XXII

CeSPEM Mario Arcelli
Centro Studi di Politica Economica e Monetaria

Atti della ventiduesima
“Lezione Mario Arcelli”

Guerra o pace

a cura di
S.E. Mons. Andrea Ripa e Angelo Federico Arcelli

Piacenza, 11 aprile 2026

RUB3ETTINO
2026

Comitato Scientifico delle “Lezioni Mario Arcelli”

Prof. Maurizio Baussola
Prof. Luigi Campiglio
Prof. Enrico Ciciotti
Prof. Ignazio Angeloni
Prof. Marco Mazzoli
Prof. Francesco Timpano
Prof. Angelo Federico Arcelli
Dott. Francesco Arcelli
Dott. Marco Arcelli Fontana
Prof.ssa Francesca Arcelli Fontana

Comitato Direttivo

Angelo Federico Arcelli
Francesca Arcelli Fontana
Luca Bagato
Maurizio Baussola
Angelo Manfredini
Francesco Timpano



CeSPEM Mario Arcelli
Centro Studi di Politica Economica e Monetaria Mario Arcelli
Università Cattolica - Sede di Piacenza
Via Emilia Parmense, 84 - 29100 - www.marioarcelli.org

© 2026 - Rubbettino Editore
88049 Soveria Mannelli - Viale Rosario Rubbettino, 10 - Tel. (0968) 6664201
www.rubbettino.it





Indice

Con viva gioia (di S.E. Mons. Andrea Ripa)	7
<i>Nota introduttiva</i>	9
Guerra o pace (di Giulio Tremonti)	11
«La pace ha il respiro dell'eterno» <i>Il magistero di Leone XIV sulla cura dell'uomo, l'economia, l'Europa e la pace come obiettivo comune</i> (di S.E. Mons. Andrea Ripa)	19
The future of money: a central bank perspective (di Piero Cipollone)	27
Crisi della globalizzazione e integrazione europea: una lettura economica della sostenibilità degli Stati Uniti d'Europa (di Francesco Timpano)	37
Quali scenari per una nuova Bretton Woods e che ruolo per l'Europa (di Angelo Federico Arcelli)	47





Con viva gioia
di S.E. Mons. Andrea Ripa

Con viva gioia mi unisco a coloro che salutano la pubblicazione di questo volume – Guerra o pace. Atti della ventiduesima «Lezione Mario Arcelli», Piacenza, 11 aprile 2026 – espressione di un impegno autentico per il bene comune.

Papa Leone XIV, nella sua Lettera Enciclica Magnifica Humanitas (15 maggio 2026), ricorda a tutta la comunità cristiana e agli uomini di buona volontà che «la magnifica umanità creata da Dio» è chiamata a custodire la propria dignità in ogni stagione della storia, anche – e soprattutto – in quella profonda trasformazione che il nostro tempo sta attraversando. Il titolo di questi Atti risuona con forza singolare alla luce del magistero del Santo Padre, che fin dalla sera della sua elezione ha voluto fare della pace il cuore del suo annuncio: «questa è la pace del Cristo risorto, una pace disarmata e una pace disarmante, umile e perseverante» (Messaggio per la LIX Giornata Mondiale della Pace, 1° gennaio 2026).

Di fronte alle tenebre della guerra, Leone XIV invita a non perdere il realismo della luce: «La pace esiste, vuole abitarci, ha il mite potere di illuminare e allargare l'intelligenza, resiste alla violenza e la vince. La pace ha il respiro dell'eterno». E sul fronte europeo, con altrettanta chiarezza, ha ricordato che l'Europa sarà fedele a se stessa solo se saprà difendere i più vulnerabili, radicandosi nelle proprie tradizioni di dignità e solidarietà, senza accettare che le fratture sociali siano considerate normalità.

Gli studi e le riflessioni raccolti in questi Atti si collocano con felice consonanza in tale orizzonte: nel dialogo tra sapere scientifico, responsabilità istituzionale e coscienza morale si costruisce quella «civiltà dell'amore» che Leone XIV ci indica come meta e come metodo.

Auguro a ogni lettore che queste pagine siano stimolo fecondo per un impegno rinnovato al servizio del bene comune, nella convinzione che il pensiero serio e onesto sia già, di per sé, una forma eminente di carità sociale.

Con cordiale stima e benedizione,

Mons. Andrea Ripa
Vescovo tit. di Cerveteri

Nota introduttiva

La ventiduesima «Lezione Mario Arcelli», organizzata dal CeSPEM Mario Arcelli, centro studi dell'Università Cattolica, sede di Piacenza, e copromossa dalla Fondazione Mario Arcelli ETS si è tenuta a Piacenza il giorno 11 aprile 2026.

La Lezione 2026, sul tema “Guerra o pace”, che ha visto un’ampia partecipazione degli studenti dei corsi magistrali della sede di Piacenza, è stata tenuta dall’on. prof. Giulio Tremonti, presidente della commissione Affari esteri e comunitari della Camera dei deputati nell’attuale legislatura. L’intervento del presidente Tremonti è stato preceduto dal saluto introduttivo della sindaca di Piacenza, on. Katia Tarasconi e delle autorità accademiche.

Il prof. Tremonti vanta anche un lungo curriculum di attività politica, ed è stato artefice di proposte a livello europeo sui temi economici spesso dibattuti nelle lezioni. Tra l’altro, ricordiamo, durante il suo primo mandato come ministro dell’Economia e delle finanze (2001-2004) il lancio, nel corso della presidenza italiana della UE del 2003, dell’idea degli “eurobond” per le spese di difesa, che si è dimostrata profetica. Nel 2010-2011, ancora da ministro dell’Economia, sostenne in Europa la creazione dei meccanismi di stabilità (EFSF, che poi dette origine al trattato sul MES). Illustre accademico, membro dell’Istituto lombardo di Scienze e Lettere, è stato anche artefice di importanti provvedimenti (ad esempio la “legge Tremonti”) e partecipò al negoziato (1985) sulla revisione del sostegno economico alla Chiesa cattolica, contribuendo alla proposta del meccanismo dell’8 per mille ancora in vigore attualmente. È autore di numerosi libri su temi geopolitici e internazionali, l’ultimo dei quali (omonimo del titolo della lezione di quest’anno), è stato tradotto in varie lingue.

La lezione del presidente Tremonti, di cui si allega in questo volume di Atti una sintesi, ha offerto nuove chiavi di lettura ap-

plicabili agli eventi contemporanei e alle loro cause, sia per quanto riguarda gli aspetti di natura più prettamente economica ed europea, sia avanzando idee e proposte sui possibili scenari futuri in ambito geopolitico, a cui necessariamente l'Europa, che dovrà probabilmente passare da una nuova fase di riforme, sarà chiamata a rispondere.

Il prof. Francesco Timpano, direttore del CeSPEM Mario Arcelli, ha moderato la lezione e il dibattito che le è seguito. Al termine della lezione il rettore ha consegnato il premio di laurea Mario Arcelli 2025 al candidato vincitore, alla presenza del presidente della Fondazione Mario Arcelli ETS, ing. Francesco Arcelli.

Piacenza, 11 aprile 2026

I curatori



Guerra o pace

di Giulio Tremonti

Trascrizione degli atti della lezione tenuta il 13 aprile 2026

Guerra o pace è il titolo che ho dato a un mio libro, ma riflettendoci oggi proporrei quasi un'inversione dell'ordine: partire dalla pace, comprendere come si arrivi alla guerra e interrogarsi infine su come si possa tornare alla pace. È questa, credo, la sequenza più utile per leggere il tempo che stiamo vivendo, un tempo che non può essere compreso senza uno sguardo lungo, senza una ricostruzione delle trasformazioni che lo hanno preceduto.

La Torre di Babele e la globalizzazione

Se vogliamo cercare una metafora originaria, possiamo risalire alla Genesi, alla storia della Torre di Babele. Lì si racconta di un'umanità convinta di poter raggiungere una dimensione superiore, unificando linguaggi, capacità e potere, costruendo una torre che la avvicini alla divinità. Ma quel progetto viene interrotto: la lingua unica viene spezzata e l'umanità ritorna alla divisione, alla pluralità, al conflitto. È difficile non vedere in questa immagine una straordinaria anticipazione simbolica di ciò che abbiamo vissuto negli ultimi decenni. La globalizzazione è stata, in fondo, una nuova Babele: l'illusione di una lingua comune – economica, finanziaria, culturale – capace di unificare il mondo. Oggi abbiamo l'impressione che quella fase si stia esau-

rendo e che stia emergendo una nuova epoca, caratterizzata da tensioni, conflitti e ritorni identitari.

Il biennio 1989-1991 e la nascita dell'ultima utopia

Il punto di origine di questa fase va collocato tra il 1989 e il 1991, con la caduta del muro di Berlino e l'implosione dell'Unione sovietica. Mai nella storia un processo così radicale si è verificato in un arco di tempo così breve, e per di più in modo relativamente pacifico. In pochi anni cambia l'assetto del mondo: si chiude la penultima utopia del Novecento, il comunismo, e si apre l'ultima, quella della globalizzazione. È una trasformazione che ho visto nascere e svilupparsi soprattutto negli Stati Uniti, dove prende forma un'idea nuova, per certi versi rivoluzionaria. Non si tratta più delle categorie politiche tradizionali, né di una semplice evoluzione del liberalismo, ma di un paradigma completamente diverso, in cui il mercato diventa un principio ordinatore universale.

Si afferma l'idea che il mercato è una macchina intrinsecamente positiva, capace di produrre progresso e benessere in modo automatico e infallibile. In questa visione, la politica passa in secondo piano, così come gli Stati e i popoli: ciò che conta è la capacità del mercato di autoregolarsi e di generare sviluppo. È un cambiamento profondo, che si traduce rapidamente in scelte concrete: vengono abrogate le grandi leggi del New Deal, vengono liberalizzati i movimenti di capitale, si costruisce un sistema globale in cui la finanza assume un ruolo centrale. Una frase che circolava allora, mutuata dalla City di Londra, era che «per muovere i solidi servono i liquidi»: ed è esattamente ciò che accade, con i capitali che si muovono su scala globale alla ricerca delle condizioni più favorevoli.

Una trasformazione troppo rapida

Il processo si sviluppa con una velocità impressionante. Nel giro di pochi anni si passa dalla fine del blocco sovietico alla creazione del WTO, fino all'ingresso della Cina nel mercato glo-

bale. È uno sviluppo che, in termini storici, è minimo, ma con effetti enormi.

Questo processo ha prodotto risultati certo positivi: milioni di persone sono uscite dalla povertà, nuovi mercati si sono aperti, la crescita economica si è estesa su scala globale. Ma è stato anche un processo squilibrato, perché troppo rapido, troppo concentrato, privo di adeguati strumenti di regolazione. E poi va messo nel conto globale anche l'inquinamento.

Già nel 1994, quando tutti teorizzavano la globalizzazione – dall'America all'Europa, all'Italia – era possibile prevedere alcune conseguenze. In un libro intitolato *Il fantasma della povertà* scrivevo che i capitali si sarebbero spostati verso l'Asia alla ricerca di manodopera a basso costo, la manifattura si sarebbe delocalizzata, l'Occidente avrebbe progressivamente concentrato la ricchezza nei settori finanziari e nei servizi avanzati ma quasi distrutto la manifattura americana. Questo avrebbe prodotto negli USA una frattura interna, con crescita verso l'alto e impoverimento verso il basso. Non si trattava di un'interpretazione retrospettiva: era un esito prevedibile. Tuttavia, per lungo tempo questo squilibrio è rimasto in secondo piano, quasi nascosto, fino a riemergere con forza negli anni più recenti.

Il «fantasma della povertà» ha dormito per trent'anni, poi si è svegliato. Si è manifestato nelle trasformazioni sociali e politiche dell'Occidente, soprattutto negli Stati Uniti, dove intere comunità hanno visto declinare le proprie condizioni di vita – esattamente come descritto da J.D. Vance nella sua *Elegia americana*. È in questo contesto che si comprendono fenomeni politici come l'ascesa di Donald Trump, che ha promesso di restituire ciò che era stato perduto attraverso strumenti come i dazi e il protezionismo. Si tratta di risposte complesse, spesso inefficaci, ma che nascono da una domanda reale: quella di chi si è sentito escluso dai benefici della globalizzazione.

La crisi del 2008 e la scelta della liquidità

La crisi del 2008 rappresenta il momento in cui queste contraddizioni emergono con chiarezza. Non è soltanto una crisi fi-

nanziaria, ma una crisi sistemica, la prima vera crisi della globalizzazione – come avevo anticipato sul «Corriere della Sera» già nel 2006, scrivendo che l’America rischiava un nuovo 1929. Di fronte a questa crisi si compiono scelte che segneranno profondamente il futuro. Da un lato cambia la struttura della governance globale: il G7 lascia spazio al G20, un contesto molto più eterogeneo, in cui convivono sistemi politici, economici e culturali radicalmente diversi. Il G7 era 700 milioni di persone unificate da un codice linguistico, l’inglese, da un codice commerciale, il Washington Consensus, da un codice democratico condiviso. Il G20 è invece un luogo politico in cui siedono paesi che parlano lingue diverse, adottano sistemi politici incompatibili – i cinesi dichiarano con orgoglio di essere comunisti – e non condividono né il primato del dollaro né le stesse regole economiche. È stato questo un cambiamento di enorme portata, spesso sottovalutato.

Il Global Legal Standard: una proposta inascoltata

Di fronte alla crisi del 2008, che non era soltanto una crisi finanziaria ma la prima vera crisi sistemica della globalizzazione, il governo italiano avanzò nel 2009 una proposta destinata a restare inascoltata ma che, col senno di poi, appare quanto mai lungimirante. La proposta era semplice nella sua logica: non si può vivere in un mondo in cui l’unica regola è che non ci sono regole. Era necessario passare dal *free trade* al *fair trade*, costruendo un sistema di standard condivisi che potesse svolgere per il mercato globale la funzione che Bretton Woods aveva svolto per la moneta nel dopoguerra.

Il testo che elaborammo prese il nome di *Global Legal Standard* e conteneva principi oggi di particolare attualità: all’articolo quattro, ad esempio, era previsto il rispetto di regole ambientali e igieniche – un criterio che, alla luce della pandemia da Covid-19, suona come un’anticipazione. Ricordo di aver presentato quella proposta alla Scuola centrale del Partito comunista cinese a Pechino, dove fu accolta con interesse e rispetto. Tuttavia, quella visione fu battuta dalla finanza: si stabilì che non fosse

necessario riscrivere le regole del sistema, che fosse sufficiente stampare moneta. È così che si attuò il *Financial Stability Board* – e suggerisco sempre una certa diffidenza quando nel nome di un organismo compare la parola *board* – che sancì la scelta di immettere liquidità nel sistema piuttosto che riformarlo strutturalmente. Fu una scelta che avrebbe segnato profondamente il decennio successivo.

La finanza che si separa dalla realtà

Dal 2012 in poi si assiste a un fenomeno senza precedenti: la finanza si separa dall'economia reale e cresce in modo verticale, senza più un legame diretto con la produzione di ricchezza. Fino al 2012, la curva della finanza era più o meno allineata con quella del pil; da quella data in poi sale in verticale, in modo mai visto nella storia. I tassi di interesse scendono fino a diventare negativi. Karl Marx diceva che il tasso zero sarebbe stato la fine del capitalismo, senza immaginare che i banchieri centrali europei sarebbero arrivati a tassi sotto zero, mandando in perdita le banche centrali per anni. È comunque così che le banche centrali assumono un potere enorme e diventano protagoniste assolute del sistema, in un assetto senza precedenti storici. Nel 2019, a Francoforte, sul palco siedono i due presidenti della BCE, entrante e uscente, mentre in platea tutti i capi di Stato e di governo europei applaudono. È difficile immaginare Adenauer o De Gasperi ad applaudire i banchieri: quell'immagine dà la misura dell'inversione avvenuta.

Si può dire che la ricchezza, che un tempo era rappresentata da beni concreti – la “pecunia”, la pecora – abbia perso il suo ancoraggio alla realtà. La finanza diventa autonoma, autoreferenziale, e in qualche misura “impazzita”. In questo contesto, anche il linguaggio cambia: si parla di bazooka monetari, di elicotteri di liquidità, di strumenti che avrebbero dovuto essere eccezionali e temporanei, ma che diventano strutturali. Questa lunga fase di espansione finanziaria crea una sorta di sospensione della realtà, ma non elimina le tensioni profonde. Al contrario, le accumula.

Habermas e il Nodo di Gordio

Un episodio che mi serve per descrivere le contraddizioni di quel periodo riguarda una lunga conversazione avuta nel 2011 a casa del filosofo tedesco Jürgen Habermas, che aveva scritto di un «*dolce colpo di Stato*». Habermas parlava degli spread, di come la finanza li utilizzasse come strumento di pressione politica, cancellando il senso della solidarietà europea e tradendo lo spirito originario del progetto comunitario. La mia risposta fu: «Sono d'accordo con te, ma è un colpo non così dolce».

Fu in quella stessa conversazione che Habermas mi invitò a studiare il *Nodo di Gordio*, questo poi il titolo di un volume collettaneo commentato da due autori tedeschi – nel quale si descriveva il confronto secolare tra Occidente e Asia. Habermas aggiunse: inevitabilmente, finita questa fase di sospensione della storia, si sarebbe ripresentato quel confronto millenario. Oggi, dall'Ucraina al Mar Rosso, siamo esattamente in quel nodo.

Il ritorno della storia: Russia e il conflitto in Ucraina

L'idea che la globalizzazione potesse portare alla fine della storia si rivela un'illusione. La storia ritorna, e ritorna con forza, accompagnata dalla geografia e dalle identità. Il conflitto in Ucraina rappresenta uno dei punti più evidenti di questo confronto. Non si tratta soltanto di una guerra territoriale, ma dell'espressione di un cambiamento più profondo. Ricordo una prima fase nella quale un funzionario russo – a cui avevo venduto la frase «from communism to gangsterism», e che odiava il capitalismo accusandolo di aver gettato nella miseria la Russia – era diventato un convinto fautore del sistema capitalistico. La Russia degli anni Novanta e dei primi anni Duemila cercava un'integrazione nel sistema occidentale, entrava nel G8, si dichiarava aperta all'Europa.

Ma la crisi del 2008 cambia tutto. Putin comprende che il sistema capitalistico non è infallibile. Comincia così un cambiamento di dottrina che porta alla formula del Cremlino: «Il nostro futuro è nel nostro passato, e il nostro passato è religione,

tradizione e confini». Non è un caso che “Ucraina” in russo significhi proprio “confini”. La Russia torna alla sua storia, alla sua tradizione, alla sua religione, e si colloca in una posizione distinta e alternativa rispetto all’Occidente. Analogamente, nel Medio Oriente si manifesta un’altra forma di opposizione, anch’essa radicata in identità profonde: non è un caso che le Torri gemelle fossero il World Trade Center, il simbolo della civiltà occidentale del commercio e della finanza.

L’Europa tra regolazione eccessiva e nuova dimensione geopolitica

In questo scenario, l’Europa si trova in una posizione complessa. Da un lato appare indebolita, appesantita da un eccesso di regolazione che limita la sua capacità di azione. Sulla Gazzetta ufficiale europea si contano, normalizzando anche gli atti recenti, circa 1.400.000 pagine di regole. Per fare un solo esempio: se Guglielmo Marconi operasse oggi in Europa, finirebbe in galera – per violazione del codice del lavoro, per l’uso improprio dei contadini come assistenti, per l’emissione di segnali via etere non autorizzati, per aver trasformato il panfilo Elettra in laboratorio scientifico senza autorizzazione IVA. Il Medioevo giuridico europeo va superato come fu superato quello medioevale con i grandi codici: allora i produttori, nei loro quaderni di doglianza, chiedevano un re, una legge, un’unica imposta. Non l’anarchia, ma la semplicità. Il re non li ascoltò e gli tagliarono la testa, ed è così che poi venne il codice di Napoleone.

Dall’altro lato, però, emergono segnali di una possibile evoluzione dell’Europa verso una dimensione geopolitica più autonoma. Nel 2003, durante il semestre di presidenza italiana, fu proposta l’emissione di eurobond per la difesa europea – proposta accolta come un sacrilegio dalla Commissione Prodi, ma giudicata intelligentemente da Gordon Brown, che disse: «Voto contro, ma perché questo è *nation building* europeo». Vent’anni dopo, gli eurobond per la difesa dell’Ucraina vengono votati in Europa. L’accordo tra Regno Unito e Francia sul coordinamento delle armi nucleari – impensabile fino a ieri – è un altro segnale. Il grande accordo Mercosur dà all’Europa una proiezione

geopolitica esterna. L'Europa sta, lentamente, acquisendo una sua dimensione politica.

Verso un nuovo equilibrio

La vera sfida per l'Europa è recuperare una dimensione politica, superando la frammentazione e l'eccesso di regolazione. Non si tratta di abbandonare le regole, ma di semplificarle, di renderle coerenti e funzionali a un progetto strategico. Allo stesso tempo, resta aperta la questione degli squilibri sociali prodotti dalla globalizzazione: non si tratta di negarne i benefici, ma di riconoscere che non sono stati distribuiti in modo equo. La soluzione non può essere un ritorno al passato, ma nemmeno la prosecuzione di un modello privo di correttivi. Occorre costruire un equilibrio, introducendo regole condivise che riguardino il lavoro, l'ambiente e la produzione – esattamente ciò che il *Global Legal Standard* proponeva nel 2009.

Resta infine la questione del futuro dell'Europa. Come mi disse il presidente della Scuola centrale del Partito comunista cinese – oggi, credo, alla guida del paese – un tavolo per essere stabile deve avere almeno tre gambe: America, Europa e Cina. Questo assetto potrebbe offrire una base di stabilità, a condizione che ciascuno di questi attori sappia svolgere un ruolo coerente. Ciò che emerge è che la fase di apparente stabilità degli ultimi decenni era in realtà una parentesi. La storia non è finita: è tornata, con le sue tensioni, le sue identità, i suoi conflitti. La sfida è affrontare questa nuova fase con strumenti adeguati – e questo è soprattutto un compito per le nuove generazioni.

«La pace ha il respiro dell'eterno»
*Il magistero di Leone XIV sulla cura dell'uomo,
l'economia, l'Europa e la pace come obiettivo comune*
di S.E. Mons. Andrea Ripa

1. *Un pontificato nato sotto il segno della pace*

L'8 maggio 2025, dalla loggia centrale della Basilica di San Pietro, il nuovo Vescovo di Roma rivolse al mondo il suo primo saluto con parole che avrebbero segnato l'intera cifra del suo pontificato: «pace a voi». Non era una formula di rito. Era, nelle intenzioni di chi le pronunciava, una dichiarazione programmatica: la pace come orizzonte teologico, come categoria politica, come imperativo morale, come dono da implorare e da costruire insieme. Il nome scelto – Leone XIV – confermava subito la direzione: un esplicito richiamo a Leone XIII, il papa della *Rerum novarum*, il pontefice che alla fine del XIX secolo aveva osato confrontare il Vangelo con le ferite aperte dalla prima rivoluzione industriale.

Lo spiegò egli stesso con rara chiarezza al Collegio cardinalizio, dieci giorni dopo l'elezione: «il Papa Leone XIII, con la storica Enciclica *Rerum novarum*, affrontò la questione sociale nel contesto della prima grande rivoluzione industriale; e oggi la Chiesa offre a tutti il suo patrimonio di dottrina sociale per rispondere a un'altra rivoluzione industriale e agli sviluppi dell'intelligenza artificiale, che comportano nuove sfide per la difesa della dignità umana, della giustizia e del lavoro»¹. In quelle parole stava già, in nuce, il manifesto intellettuale e spirituale di un pontificato: custodire l'umano nell'epoca delle macchine

¹ LEONE XIV, Discorso al Collegio cardinalizio, 10 maggio 2025.

pensanti, difendere la dignità del lavoro quando il lavoro stesso cambia volto, promuovere la pace quando la guerra torna a essere considerata un'opzione normale.

Il presente contributo intende ricostruire, attraverso i principali documenti magisteriali del primo anno di pontificato, le linee portanti del pensiero di Leone XIV su quattro grandi temi che costituiscono altrettante dimensioni di un'unica questione: la cura degli esseri umani nella loro vulnerabilità, il rapporto tra economia e dignità, l'identità e il destino dell'Europa, la pace come obiettivo comune dell'umanità. Temi che la ventiduesima Lezione Mario Arcelli – «Guerra o pace» – ha assunto come propria cifra problematica, e che trovano nel magistero pontificio un interlocutore esigente e fecondo.

2. *La cura degli esseri umani: la «magnifica umanità» come categoria fondante*

Il 15 maggio 2026, nel 135° anniversario della *Rerum novarum*, Leone XIV ha promulgato la sua prima lettera enciclica: *Magnifica Humanitas*. Il titolo – tratto dall'incipit del *Magnificat* – non è ornamentale. Esso nomina la categoria teologica e antropologica fondante di tutto il documento: l'umanità è magnifica perché creata da Dio, perché portata a pienezza nell'Incarnazione del Verbo, perché chiamata a crescere verso quella «vita in abbondanza» di cui parla il Vangelo di Giovanni. Il titolo è, al tempo stesso, una diagnosi e un appello: la grandezza dell'essere umano è minacciata, e occorre custodirla.

L'enciclica si apre con una domanda radicale che Leone XIV pone a tutta la comunità umana: «innalzare una nuova torre di Babele o edificare la città dove Dio e l'umanità abitano insieme»?² La metafora biblica non è casuale. Babele rappresenta la tentazione dell'autosufficienza tecnica, dell'uniformità che elimina la diversità, del potere che prescinde dalla dignità delle persone. Gerusalemme – ricostruita da Neemia con il lavoro condiviso di sacerdoti, artigiani, donne e giovani – rappresenta invece la logica della corresponsabilità, dell'ascolto, della comunione nella pluralità.

² LEONE XIV, Lettera enciclica *Magnifica Humanitas*, 15 maggio 2026, n. 1.

Il filo rosso che attraversa l'enciclica è la preoccupazione per «ciò che non possiamo perdere»: il cuore umano, la libertà, la capacità di relazione, la coscienza morale. Di fronte alla promessa tecnocratica di liberare l'umanità da ogni fragilità, Leone XIV risponde con lucidità: «la vera realizzazione non nasce dalla rimozione delle fragilità, ma da una crescita armoniosa: là dove libertà e responsabilità si intrecciano con la cura reciproca e la vera solidarietà, e dove il progresso si misura sulla dignità di ciascuno e sul bene dei popoli»³. Il limite, la vulnerabilità, la dipendenza reciproca non sono errori da correggere con la tecnologia: sono strutture costitutive dell'umano, e come tali vanno custodite.

Non meno significativa è la denuncia del «paradigma tecnocratico»: la tendenza di pochi attori privati – spesso transnazionali, dotati di risorse superiori a quelle di molti governi – a guidare lo sviluppo tecnologico senza adeguato controllo democratico e senza orientamento al bene comune. «Un tempo erano soprattutto gli Stati a guidare e indirizzare l'innovazione. Oggi, invece, i principali motori dello sviluppo sono attori privati [...] dotati di risorse e capacità di intervento superiori a quelle di molti governi»⁴. Si tratta di una preoccupazione che non riguarda solo il futuro dell'intelligenza artificiale, ma la struttura stessa del potere nell'epoca globale: chi decide, a vantaggio di chi, con quali criteri.

La risposta del magistero non è la condanna della tecnica, ma l'indicazione di criteri di discernimento: «dignità della persona, destinazione universale dei beni, opzione per i poveri, cura della Casa comune, pace»⁵. Cinque principi che non sono soltanto categorie etiche, ma criteri di valutazione politica ed economica per il tempo dell'intelligenza artificiale.

3. *L'economia al servizio della dignità: lavoro, disoccupazione, giustizia sociale*

Tra le molte questioni affrontate nell'enciclica, quella del lavoro occupa un posto di rilievo strutturale. Il capitolo quarto –

³ Ibid., n. 12.

⁴ Ibid., n. 5.

⁵ Ibid., n. 14.

«Custodire l'umano nella trasformazione: verità, lavoro, libertà» – affronta la transizione digitale non come fenomeno neutro, ma come processo che ridistribuisce potere, ricchezza e opportunità in modo tutt'altro che equo. La dignità del lavoro è messa alla prova da un mercato che Leone XIV definisce, senza perifrasi, «sempre più spesso disumanizzante e poco appagante»⁶.

Il pontefice non si limita a denunciare: propone un'economia che «valorizzi la dignità», che promuova condizioni di lavoro dignitose, che aiuti a superare la paura di costituire una famiglia e avere figli. Queste espressioni rivelano una concezione del lavoro non riduzionista: il lavoro non è solo produzione di reddito, ma è spazio di realizzazione della persona, luogo di contributo alla comunità, fondamento delle condizioni materiali della famiglia e della speranza intergenerazionale.

La risposta proposta dall'enciclica è quella della «corresponsabilità coraggiosa»: «scienziati e ricercatori, imprenditori e lavoratori, educatori e legislatori, società civile, movimenti popolari e comunità di fede»⁷ – ciascuno con il suo contributo, in una logica di sussidiarietà che valorizza la cooperazione tra generazioni, tra popoli, tra discipline. Non è un appello vago alla buona volontà: è l'indicazione di una struttura di governance condivisa, alternativa sia al dirigismo statale sia al laissez-faire del mercato.

Il legame tra economia e pace – che è il tema centrale della Lezione Mario Arcelli – emerge con chiarezza in questa prospettiva. Un'economia che esclude, che precarizza, che concentra il potere nelle mani di pochi non è solo ingiusta: è anche un fattore di instabilità politica, di risentimento sociale, di conflitto. La pace, per Leone XIV, non è semplicemente l'assenza di guerra tra gli Stati: è il nome di un ordine sociale giusto, in cui le condizioni materiali della vita umana permettono a ciascuno di svilupparsi secondo la propria dignità.

⁶ LEONE XIV, Discorso ai Membri del Partito Popolare Europeo al Parlamento Europeo, 25 aprile 2026.

⁷ LEONE XIV, *Magnifica Humanitas*, n. 13.

4. L'Europa tra radici e responsabilità

Nel discorso ai membri del Partito Popolare Europeo del 25 aprile 2026, Leone XIV ha inquadrato il progetto europeo nella sua genesi e nella sua responsabilità attuale con parole di notevole densità storica. Il progetto europeo – nato dalle ceneri della Seconda Guerra Mondiale – «nasce certamente da una necessità pratica – evitare che si ripeta un tale conflitto —, ma è altrettanto intriso di un orizzonte ideale, ossia della volontà di dare vita a una collaborazione che ponesse fine a secoli di divisioni e consentisse ai popoli del continente di riscoprire il patrimonio umano, culturale e religioso che li accomuna»⁸. I Padri fondatori – Adenauer, De Gasperi, Schuman – vengono citati non come figure del passato da commemorare, ma come modello di una politica capace di trascendere l'interesse nazionale immediato in nome di un bene comune più ampio.

Particolarmente incisiva è la citazione che il pontefice trae da De Gasperi: costruire l'Europa significa porre la persona umana al centro «col suo fermento di fraternità evangelica, col suo culto del diritto ereditato dagli antichi, col suo culto della bellezza affinati attraverso i secoli, con la sua volontà di verità e di giustizia acuita da un'esperienza millenaria»⁹. La persona, non il mercato né la sovranità statale, come centro dell'ordine politico: è questa la tradizione cristiano-democratica che Leone XIV invita a riscoprire, non come nostalgia ideologica, ma come bussola per navigare le sfide del presente.

Il papa distingue però con cura tra ispirazione cristiana e confessionalismo: «Essere cristiani in politica non significa essere confessionali, ma lasciare che il Vangelo illumini le decisioni che devono essere prese, anche quelle che non sembrano raccogliere un facile consenso»¹⁰. L'eredità cristiana è un patrimonio culturale e spirituale condiviso, non una pretesa di monopolio sul campo politico. In questo senso, la questione delle «radici

⁸ LEONE XIV, Discorso ai Membri del PPE, 25 aprile 2026.

⁹ A. DE GASPERI, *La nostra patria Europa*. Discorso alla Conferenza Parlamentare Europea, 21 aprile 1954, citato in LEONE XIV, Discorso ai Membri del PPE, 25 aprile 2026.

¹⁰ LEONE XIV, Discorso ai Membri del PPE, 25 aprile 2026.

cristiane» dell'Europa non è una rivendicazione identitaria esclusivista, ma il riconoscimento di una storia da cui nessun progetto politico europeo può prescindere, se vuole comprendere se stesso.

Sul versante delle disuguaglianze interne all'Europa, Leone XIV ha parlato con analoga chiarezza. Nel marzo 2026, al convegno «Oggi chi è il mio prossimo?» promosso dal CCEE, dalla CEI e dall'OMS, il pontefice ha indicato le fratture sociali del continente – povertà, solitudine, isolamento, difficoltà di accesso alle cure, crisi della salute mentale – e ha sottolineato che un'Europa fedele a se stessa non può accettare che queste fratture siano considerate normalità. La salute è un diritto universale, non un privilegio di mercato.

5. *La pace come obiettivo comune: tra teologia e politica*

È sulla pace che il magistero di Leone XIV raggiunge forse la sua espressione più compiuta e originale. Nel Messaggio per la LIX Giornata Mondiale della Pace – *La pace sia con tutti voi. Verso una pace disarmata e disarmante* – il pontefice parte dalla risurrezione: «Pace a voi» (Gv 20,19.21) è la parola del Cristo risorto, che «non soltanto augura, ma realizza un definitivo cambiamento in chi la accoglie e così in tutta la realtà». La pace non è innanzitutto un'utopia politica né un equilibrio di potenze: è un dono che ha la sua sorgente in Dio e che può abitare il cuore umano, e attraverso quel cuore trasformare la realtà. Ma questa affermazione teologica si traduce immediatamente in impegno storico: «La pace esiste, vuole abitarci, ha il mite potere di illuminare e allargare l'intelligenza, resiste alla violenza e la vince. La pace ha il respiro dell'eterno: mentre al male si grida 'basta', alla pace si sussurra 'per sempre'»¹¹.

Sul rapporto tra religione e guerra, Leone XIV si è espresso con forza nel discorso alla Comunità di Sant'Egidio del 28 ottobre 2025: «mai la guerra è santa, solo la pace è santa, perché vo-

¹¹ LEONE XIV, Messaggio per la LIX Giornata Mondiale della Pace, 1° gennaio 2026, in: vatican.va.

luta da Dio!»¹² È una formula che riprende il magistero di Francesco ma lo intensifica: la santità è attributo della pace, non della guerra, qualunque sia la giustificazione religiosa, nazionale o ideologica addotta. La denuncia dell'uso strumentale della religione per legittimare la guerra è uno degli elementi più politicamente coraggiosi del primo anno di pontificato.

Ugualmente significativa è la rievocazione del Venerabile Giorgio La Pira, citato nello stesso discorso: ci vuole «una storia diversa del mondo: *la storia dell'età negoziale*, la storia di un mondo nuovo senza guerra»¹³. Il riferimento a La Pira non è nostalgico: è la rivendicazione di una tradizione cattolica di impegno per la pace che non si è mai arresa all'idea che la guerra sia inevitabile o che il realismo politico imponga di accettarla come dato strutturale della convivenza umana.

Nella *Magnifica Humanitas*, la «cultura della potenza» – che il capitolo V descrive nei suoi elementi costitutivi: normalizzazione della guerra, forza senza limiti, armi e intelligenza artificiale, crisi del multilateralismo, presunto realismo politico – viene contrapposta alla «civiltà dell'amore». Leone XIV riconosce la complessità della politica internazionale e i rischi reali che le democrazie devono fronteggiare; ma sostiene con forza che il «sano realismo» non è quello che si rassegna alla guerra, bensì quello che «coltiva la speranza» e non cede agli atteggiamenti fatalistici secondo cui le dinamiche in atto sarebbero prodotte da anonime forze impersonali indipendenti dalla volontà umana.

6. *Un magistero per il tempo presente: convergenze e implicazioni*

Percorrendo le linee del magistero di Leone XIV – dall'enciclica ai discorsi, dai messaggi alle omelie – emerge un pensiero sistematico e coerente, che non si esaurisce nella somma delle sue parti. Al centro sta una visione integrale dell'essere umano:

¹² LEONE XIV, Discorso ai partecipanti all'Incontro Internazionale di Preghiera per la Pace, Comunità di Sant'Egidio, Roma, 28 ottobre 2025, in: press.vatican.va.

¹³ G. LA PIRA, *Abbatere muri, costruire ponti*, Cinisello Balsamo 2015, p. 802, citato in LEONE XIV, Discorso ai partecipanti all'Incontro di Sant'Egidio, 28 ottobre 2025.

creato a immagine di Dio, vulnerabile e capace di grandezza, sempre minacciato da poteri che tendono a ridurlo a funzione, a dato, a risorsa. La cura di quest'umano – nella concretezza del lavoro, nella salute, nelle relazioni familiari e sociali, nella vita politica – è il compito che il pontefice indica come comune a credenti e non credenti, a istituzioni religiose e a istituzioni laiche.

L'economia, in questa prospettiva, non è un sistema auto-sufficiente con le sue leggi neutrali: è un insieme di scelte umane che producono effetti umani, e come tale deve essere valutata alla luce della dignità di ogni persona. Il mercato è uno strumento, non un fine. La tecnologia è un talento, non un destino. L'Europa è un progetto, non una struttura burocratica: un progetto che ha radici, che ha ideali, che ha la responsabilità di non lasciare indietro i propri cittadini più fragili.

La pace, infine, non è il residuo che rimane quando le guerre sono finite: è la condizione positiva di una convivenza giusta, il nome di un ordine sociale in cui ciascuno può svilupparsi secondo la propria dignità. Costruire la pace richiede disarmare le parole prima ancora delle armi, rilanciare il dialogo e il multilateralismo, osare la negoziazione quando sembra più facile – e più redditizio per alcuni – continuare a combattere.

Il tema scelto per la ventiduesima Lezione “Mario Arcelli” – «Guerra o pace» – acquisisce, alla luce di questo magistero, una dimensione che va oltre la contingenza geopolitica. Non si tratta soltanto di analizzare i conflitti in corso o di prevedere gli equilibri futuri: si tratta di scegliere, come individui, come comunità, come istituzioni, da quale parte stare. Leone XIV non lascia dubbi sulla risposta: «Basta! È il grido dei poveri e il grido della terra»¹⁴. Un grido che i cristiani e tutti gli uomini di buona volontà sono chiamati non solo a ripetere, ma a tradurre in politica, in economia, in istituzioni capaci di servire la pace.

¹⁴ LEONE XIV, Discorso ai partecipanti all'Incontro di Sant'Egidio, 28 ottobre 2025.



The future of money: a central bank perspective*

di Piero Cipollone**

Rome, 19 December 2025

Money is at the heart of what central banks do¹. Ever since central banks have existed, their core role has been to issue money and protect its value. That mandate will not change – but the technological environment in which we deliver it is changing, and it is changing radically.

Digital payments are now the norm, and new technologies are disrupting financial services. Financial institutions have become technological entities, and tech firms have entered the spheres of payments and finance.

Central banks are no exception. If they want money to remain stable, trusted and usable in a digital world, they must help shape that world and modernise central bank money. If they fail

* Contribution by Piero Cipollone, Member of the Executive Board of the ECB, to a roundtable at Aspen Institute Italia. This article reflects exactly what available on ECB website (<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2025/html/ecb.sp251219~fd2fee081a.en.html>) and presented by Dr Piero Cipollone in an Aspen Institute Italia seminar on December, 19th, 2025.

** Member of the Executive Board, European Central Bank.⁴ Pirandello, L. (1921), *Six Characters in Search of an Author*.

¹ This contribution is an abridged version of Cipollone, P. (2025), «The transformation of money: technological disruption and the future of financial services», guest lecture at the Frankfurt School of Finance & Management, 8 December.

to do so, central banks may no longer be able to provide an anchor of stability to the financial system.

In the euro area context, there are good reasons for the central bank to not just follow but take the lead in the transformation of money. As a monetary union, we share a single currency and a single monetary policy. For that to work, we must ensure the singleness of money across the euro area: one euro must always be worth one euro, no matter its form and no matter where in the euro area.

The Eurosystem – that is, the ECB and the national central banks of euro area countries – has played a key role in this respect. In just 25 years the euro has become the currency of 20 countries (soon to be 21) and the world's second most important currency. The Eurosystem issues euro banknotes, which have become the tangible symbol of Europe's economic unity. And we have built robust infrastructures – T2 for large-value payments, T2S for securities, TIPS for instant payments and ECMS for collateral – which allow money and assets to move safely and efficiently across the euro area.

We now need to take the next steps. Today, I will discuss the challenges we face, how public and private money can complement each other and what this means for retail, wholesale and cross-border payments. Our strategy is three-fold. First, we are getting ready for the potential issuance of a digital equivalent of cash: the digital euro. Second, starting next year, we will make it possible to settle transactions based on distributed ledger technology (DLT) in central bank money. And third, we are working on interlinking our fast payment system with those of other countries to enhance cross-border payments.

1. Three problems in search of a solution

But let me start with the challenge we face.

It has sometimes been suggested that digital central bank money is a solution in search of a problem. But it is increasingly acknowledged, even by those that dispute the solution, that we face a real issue in the euro area context. To paraphrase the title

of Pirandello's famous play², I see three problems in search of a solution.

First, retail payments in Europe are still fragmented. The Single Euro Payments Area (SEPA) has integrated credit transfers and direct debits, but we still lack a European solution for everyday payments at the point of sale and in ecommerce that works throughout the euro area³. As a result, we rely heavily on a few non-European card and wallet providers. This dependence puts our strategic autonomy at risk.

Second, the nature of money and payments is changing. Tokenisation and DLT promise more efficient capital markets⁴. Yet without tokenised central bank money at their core, these new ecosystems would rely on fragmented pools of private settlement assets, reintroducing credit risk and fragmentation. We would be more exposed to the expansion of settlement assets denominated in foreign currencies or issued elsewhere, which would undermine our monetary sovereignty. And public money would no longer provide the anchor of stability into which all private assets can be converted.

Third, cross-border payments remain too slow, too costly and too opaque. Stablecoins offer an alternative. But stablecoins come with a number of risks for domestic currencies and financial systems⁵. And if dollar-based stablecoins were to expand and continue dominating the market, they could erode the international role of the euro.

² Pirandello, L. (1921), *Six Characters in Search of an Author*.

³ Cipollone, P. (2024), «Innovation, integration and independence: taking the Single Euro Payments Area to the next level», speech at the ECB conference on «An innovative and integrated European retail payments market», 24 April.

⁴ Decentralised ledger technology allows information to be shared and kept synchronised across a network. Tokenisation is the process of converting or issuing assets as programmable tokens. Tokenisation allows programmable tokens to carry two sets of information at the same time: information about the asset itself (what it is, who issued it, who holds it, etc.) and the rules about how this token can be used (who can hold it, how it can change ownership, as well as more complex rules compiled into smart contracts).

⁵ See Cipollone, P. (2025), «Stablecoins and monetary sovereignty», presentation at the Euro50 Group Meeting, 18 October.

In this context, doing nothing is not a sound option. If central bank money were to become marginal in a digital world, we would risk having a less resilient payment system, a less stable financial system, weaker monetary sovereignty and reduced strategic autonomy. European financial institutions and infrastructures would be at a competitive disadvantage, and the euro's role could diminish.

2. Building on the complementarity of public and private money

Our mandate does not allow us to ignore these risks. When the foundations of money and payments are shifting, the central bank must evolve as well. Our goal is not to crowd out private innovation, but to provide a solid public foundation on which innovation can flourish safely and at scale.

This requires a renewed public-private partnership across all payment dimensions – retail, wholesale and cross-border. Our strategy rests on three pillars: the complementarity of public and private money, a collaborative approach with market participants and strict technology neutrality.

Central bank money and private money are not rivals, they complement each other. Central bank money provides the ultimate settlement asset, free of credit and liquidity risk, and the reference that makes one euro equal to one euro across banks, instruments and technologies. The convertibility of private money into central bank money gives people confidence that a euro is a euro, whatever form it takes.

This gives private intermediaries a solid basis on which to provide trusted and innovative services. Moreover, our infrastructures and standards provide common rails that the private sector can use across Europe. This reduces fragmentation, ensures interoperability and lowers costs in a network industry where scale and common standards matter.

We already offer digital central bank money and the associated rails for wholesale payments. And the digital euro would extend the same approach to retail payments, complementing cash with its digital equivalent and offering pan-European rails

that private European providers can use to innovate and scale up their solutions. But we cannot stand still in wholesale payments either as the market explores the opportunities associated with tokenised securities, DLT-based trading and settlement, and smart contract automation⁶. For these innovations to be scaled up safely in Europe, central bank money has clear advantages in terms of safety, scalability and liquidity management compared with private settlement assets constrained by the reserves backing them and market risk. In fact, the private sector has been clear: the absence of central bank money as a settlement asset is a major obstacle to the growth of the digital asset ecosystem.

Our approach is explicitly collaborative. We engage with all stakeholders. We test solutions with the market rather than designing them in isolation. This is what we did in 2024 when we conducted the most extensive exploratory work on wholesale DLT settlement in central bank money in the world to date⁷. And we are following the same approach in preparing for the possible issuance of the digital euro. For instance, we collaborated with market participants to explore the digital euro's innovative potential⁸. And we will launch a pilot exercise that will offer banks an opportunity to gain first-hand experience in a simulated digital euro ecosystem⁹.

In supporting this digital transformation, we remain technology neutral. While being open to new technologies, we do

⁶ Cipollone, P. (2025), «Tokenisation and the future of finance: the role of central bank money», presentation at the Central Bank of Ireland's Financial System Conference 2025, 25 November.

⁷ ECB (2025), *Bridging innovation and stability: the Eurosystem's exploratory work on new technologies for wholesale central bank money settlement*, June.

⁸ See ECB (2025), *Digital euro innovation platform – Outcome report: pioneers and visionaries workstreams*, September and Cipollone, P. (2025), «Preparing the future of payments and money: the role of research and innovation», keynote speech at the conference «The future of payments: CBDC, digital assets and digital capital markets», hosted by Bocconi University, the Centre for Economic Policy Research and the European Central Bank, 26 September.

⁹ ECB (2025), «Eurosystem to invite payment service providers to participate in digital euro pilot», *MIP News*, 28 November.

not pick winners. Instead, we focus on setting the conditions for a safe, integrated system that is fit for the digital age and supports innovation.

3. Shaping the future of money

So, in practice, what are we doing to help shape the future of money?

4. The digital euro

In the retail space, we are working on the potential issuance of a digital euro. Assuming that European co-legislators adopt the Regulation on the establishment of the digital euro in the course of next year, a pilot exercise and initial transactions could take place as of mid-2027, and the digital euro could be ready for first issuance in 2029.

The digital euro would be a digital form of cash. It would offer a public solution that is legal tender and can thus be used to pay wherever merchants accept digital payments, throughout the euro area, in both physical and online shops.

The digital euro would extend the benefits of physical cash to the digital sphere. At a time when the role of cash in day-to-day payments is declining, it would ensure that consumers always have a European option to pay digitally. This would increase consumers' freedom of choice and Europe's strategic autonomy. The digital euro would be available both online and offline, supporting resilience and privacy. And by avoiding excessive reliance on a few dominant players, it would reduce costs for merchants and ultimately prices for consumers.

The digital euro is also being designed to preserve the role of banks in financing the economy. Banks will distribute the digital euro, maintain customer relationships and manage digital euro accounts or wallets. They will be remunerated for these services. Moreover, we have included safeguards to preserve banks' role in credit intermediation and monetary transmis-

sion¹⁰: the digital euro will not bear interest, holding limits will prevent destabilising outflows and links to existing bank accounts will allow consumers to seamlessly pay amounts that exceed their digital euro holdings.

For payment service providers, including banks, the digital euro is an opportunity. A single European standard, backed by legal tender status and an unparalleled acceptance network, will make it easier to scale up European cards, wallets and value-added services. Co-badging existing solutions with the digital euro¹¹ and building on common standards will lower the cost of expanding acceptance and make it easier for European initiatives to expand across the euro area.

5. *Tokenised central bank money*

In wholesale payments and capital markets, we aim to make tokenised central bank money available to support an integrated European market for digital assets.

Tokenisation can reduce reconciliation, shorten settlement chains, enable atomic delivery-versus-payment and allow near-continuous trading and settlement¹². But without a common, risk-free settlement asset, liquidity can splinter, assets may not be traded across platforms and the landscape could fragment along national or private lines.

Tokenisation also offers us the opportunity to design an integrated European market for digital assets – in other words, a

¹⁰ See ECB (2025), *Technical data on the financial stability impact of the digital euro*, October.

¹¹ Co-badging domestic private schemes and the digital euro would mean that domestic schemes would be the preferred brand wherever they were accepted, and the digital euro would be the fall-back solution wherever they were not accepted. See ECB (2025), *Fit of the digital euro in the payment ecosystem – Report on the dedicated Euro Retail Payments Board (ERPB) technical workstream*, October.

¹² Vlassopoulos, T. (2025), «Making wholesale central bank money fit for the digital age - Delivering innovation, integration and independence to Europe's wholesale financial markets», speech at the House of the euro, 7 November.

digital capital markets union – from the outset. Providing tokenised central bank money is essential for this digital asset ecosystem to grow in Europe and not elsewhere. This will also ensure it is built on European infrastructures, euro settlement and EU-wide rules.

To this end, the ECB is pursuing a dual-track approach¹³.

Project Pontes will connect market DLT platforms to our existing TARGET services, so that tokenised asset transactions can be settled in central bank money¹⁴.

Project Appia will explore two possible approaches for an integrated digital asset ecosystem, which could potentially be combined¹⁵. First, a European shared ledger that brings together central bank money, commercial bank money and other assets on a single platform where market stakeholders provide services. Second, a European network of interoperable platforms that reduces current frictions in the market.

6. *Interlinking fast payment systems*

In cross-border payments, our objective is openness with autonomy.

Today, many cross-border transactions still pass through long correspondent banking chains, making them slow, costly and opaque. One possible future would see global, dollar-based stablecoins and their platforms dominate cross-border payments, creating risks of new dependencies and currency substitution.

We want a different path.

Within Europe, TIPS already provides instant settlement in central bank money and is being extended across currencies. In the near future, TIPS could evolve into a global hub for instant cross-border payments. By interlinking TIPS with the fast payment systems of other countries, starting with India and other

¹³ ECB (2025), «ECB commits to distributed ledger technology settlement plans with dual-track strategy», *press release*, 1 July.

¹⁴ See the ECB's webpage on Project Pontes.

¹⁵ See the ECB's webpage on Project Appia.

partners worldwide, we can cut intermediaries, shorten transaction chains and lower costs.

The digital euro, too, is being designed with potential international use in mind, in a way that respects other countries' sovereignty and avoids unwanted currency substitution. It could in time act as a connector, adding another safe option for cross-border payments. Moreover, like TIPS, the digital euro's design includes multi-currency enabling features that would allow non-euro area countries to use the digital euro infrastructure to offer their own digital currencies and facilitate transactions across these currencies.

7. Conclusion

Let me conclude.

Technological disruption is transforming money and finance. For Europe, this is both a risk and an opportunity. If we simply rely on foreign private solutions, we will import technologies, standards and dependencies and risk fragmentation and instability. If we act together, we can build an innovative, integrated and resilient digital financial system that has the euro at its core but remains open and respectful of the sovereignty of our partners.

Our strategy is clear. Central bank money must remain available and usable, also in digital form, as the anchor of trust. Public and private sectors must work together. The Eurosystem provides settlement in central bank money and common standards, thereby giving private intermediaries a sound basis for competing and innovating. And markets, not the central bank, will decide which technologies and business models succeed, within a framework that keeps money and payment systems safe and integrated.

In retail payments, the digital euro will complement cash and support a truly European market for everyday digital payments.

In wholesale markets, tokenised central bank money through projects such as Pontes and Appia will make it possible



to settle digital asset transactions safely in central bank money.

In cross-border payments, interlinking fast payment systems and exploring tokenised settlement will make payments cheaper, faster and more transparent while preserving our monetary sovereignty.

The choice before us is simple: watch the future of money being shaped elsewhere or help design it ourselves. By acting now, in partnership with the private sector, Europe can lead in the transformation of money, support its competitiveness and resilience, and deliver tangible benefits for citizens and businesses.

Crisi della globalizzazione
e integrazione europea: una lettura economica
della sostenibilità degli Stati Uniti d'Europa
di Francesco Timpano

Abstract



La crisi della globalizzazione e la rottura delle tradizionali interdipendenze strategiche impongono una ridefinizione strutturale del ruolo dell'Unione europea nel sistema economico internazionale. Il contributo propone una lettura economica del processo di integrazione europea, interpretandolo come risposta necessaria – e non meramente auspicabile – ai fallimenti di coordinamento su scala continentale. Si sostiene che, in assenza di un avanzamento verso una forma federale – gli Stati Uniti d'Europa – l'Unione resterà un'area economicamente integrata ma istituzionalmente subottimale, incapace di competere con le altre grandi aree regionali e destinata a una perdita progressiva di rilevanza geopolitica ed economica. Tale evoluzione, tuttavia, è vincolata alla sua sostenibilità politica, in un contesto europeo segnato da preferenze nazionali divergenti, asimmetrie economiche e consenso fragile. Ne deriva la necessità di un percorso graduale di riforma istituzionale, rafforzamento del mercato unico, costruzione di beni pubblici europei e consolidamento della legittimazione democratica del livello sovranazionale.



1. Introduzione

La fase attuale dell'economia globale può essere interpretata come una transizione da un equilibrio di integrazione globale a un equilibrio di regionalizzazione competitiva. La letteratura economica ha evidenziato come la globalizzazione abbia prodotto rilevanti guadagni aggregati, accompagnati tuttavia da costi distributivi crescenti e da una maggiore esposizione a vulnerabilità sistemiche (Rodrik 2011; Stiglitz 2017). Tale evoluzione può essere letta come il progressivo disallineamento tra la scala dei mercati, ormai globale, la scala della regolazione, che resta prevalentemente nazionale, e la scala della legittimazione politica, anch'essa ancora in larga misura ancorata ai contesti domestici.

Questo disallineamento genera fallimenti di coordinamento e inefficienze allocative che rendono instabile l'equilibrio precedente. In tale contesto, le grandi aree regionali emergono come soluzioni di secondo best, in grado di riallineare almeno parzialmente le diverse scale dell'azione economica e politica (Baldwin 2016). L'Unione europea si colloca in questa dinamica come un esperimento avanzato, ma ancora incompiuto, la cui evoluzione rappresenta una delle variabili decisive per il futuro degli equilibri internazionali.

Dal punto di vista economico, l'Unione europea può essere interpretata come un equilibrio istituzionale incompleto, nel quale il livello di integrazione dei mercati non è accompagnato da un analogo grado di integrazione delle politiche. Il mercato unico ha certamente prodotto effetti positivi in termini di concorrenza, efficienza e crescita, come evidenziato dal rapporto Sapir (Sapir *et al.* 2004), ma tali benefici risultano oggi limitati da persistenti asimmetrie istituzionali.

L'unione monetaria costituisce un esempio emblematico di tale incompletezza. Come sottolineato da De Grauwe (2018), l'assenza di una capacità fiscale centralizzata impedisce una piena stabilizzazione macroeconomica e contribuisce a generare divergenze tra Stati membri. Analogamente, la frammentazione dei mercati dei capitali e dell'energia riduce l'efficienza complessiva del sistema e limita la capacità di assorbire shock ester-

ni, come recentemente evidenziato anche nei rapporti Draghi e Letta sulla competitività europea e sul mercato unico.

A ciò si aggiunge la persistente natura nazionale delle politiche industriali, che in presenza di esternalità tecnologiche e rendimenti crescenti conduce a livelli subottimali di investimento aggregato. Nel loro insieme, questi elementi configurano un problema di fallimento di coordinamento multilivello, nel quale l'equilibrio esistente risulta inferiore rispetto a quello che sarebbe raggiungibile attraverso un più elevato grado di integrazione istituzionale. La teoria dell'allocazione ottimale delle funzioni pubbliche (Musgrave 1959; Oates 1972) suggerisce che in presenza di esternalità intergiurisdizionali il livello istituzionale più efficiente è quello che ne internalizza l'intera portata – nel caso europeo, il livello continentale.

2. *Rottura delle interdipendenze, vincoli di sicurezza economica e risposte alla crisi della globalizzazione*

Le recenti trasformazioni del contesto internazionale hanno reso evidente la natura strategica di variabili tradizionalmente considerate puramente economiche. La letteratura sull'interdipendenza ha mostrato come le relazioni economiche possano essere utilizzate come strumenti di potere, trasformando la dipendenza in vulnerabilità (Farrell e Newman 2019).

La risposta americana alla crisi della globalizzazione – attraverso il *CHIPS and Science Act* e l'*Inflation Reduction Act*, poi accompagnati da un più ampio ritorno a strumenti di politica commerciale e industriale – costituisce un caso emblematico di riposizionamento strategico dello Stato nell'economia. Le valutazioni di questa strategia sono controverse: da un lato, essa ha effettivamente mobilitato investimenti rilevanti nei semiconduttori, nelle tecnologie pulite e nelle filiere strategiche; dall'altro, la sua coerenza complessiva risulta parzialmente indebolita dalla contestuale riemersione di misure tariffarie e restrittive che aumentano i costi di produzione e introducono nuove frizioni negli scambi internazionali (Evenett e Winters 2024). Più che un ritorno lineare al protezionismo, il caso americano mostra

l'emergere di una politica economica centrata sulla sicurezza, sulla resilienza industriale e sul controllo delle tecnologie critiche.

Per l'Europa, tale dinamica si è manifestata con particolare evidenza attraverso la crisi delle forniture energetiche, il progressivo indebolimento della protezione esterna garantita dagli Stati Uniti e l'accentuarsi della competizione geoeconomica globale. Il modello economico europeo, costruito su energia relativamente a basso costo, apertura commerciale e sicurezza esterna relativamente stabile, si è trovato improvvisamente esposto a shock di natura sistemica. La difficoltà di sviluppare rapidamente una politica energetica comune, una politica industriale realmente continentale e una più robusta capacità di difesa ha reso evidenti i limiti dell'attuale configurazione istituzionale dell'Unione.

In termini economici, ciò implica che la sicurezza delle catene di approvvigionamento, l'accesso alle tecnologie critiche, la resilienza delle infrastrutture strategiche e la difesa dell'autonomia industriale debbano essere considerati beni pubblici europei. Tuttavia, la loro produzione è ostacolata da problemi classici di sottoinvestimento, frammentazione decisionale e incentivi divergenti tra Stati membri, che derivano dall'assenza di un livello decisionale e fiscale adeguato alla scala del problema (Oates 1999).

La crisi della globalizzazione può quindi essere interpretata come una riduzione dell'efficienza del coordinamento globale rispetto a forme di integrazione regionale più ristrette e più coerenti sul piano istituzionale. In questo quadro, le aree regionali assumono la funzione di spazi nei quali è possibile ricostruire un equilibrio tra apertura economica e capacità di governo.

L'Unione europea potrebbe, in linea teorica, rappresentare uno di questi spazi. Tuttavia, la sua attuale configurazione la espone al rischio di una posizione intermedia inefficiente. Da un lato, il grado di integrazione raggiunto limita la possibilità per gli Stati membri di adottare politiche pienamente autonome; dall'altro, l'assenza di un adeguato livello di integrazione politica impedisce di operare come soggetto unitario. Il Rapporto Letta (2024) sul mercato unico evidenzia

chiaramente questo rischio, sottolineando come la mancata integrazione nei settori strategici comprometta la capacità competitiva dell'Europa. Ne deriva che il rafforzamento dell'integrazione europea non è soltanto una scelta politica, ma una condizione economica per evitare una perdita di rilevanza nel sistema globale.

Il confronto con altre grandi aree di integrazione regionale rafforza questa conclusione. Nel caso nordamericano, l'integrazione economica è sostenuta dalla presenza di una potenza egemone capace di orientare le condizioni macroeconomiche e strategiche dell'area. Nel caso asiatico, l'integrazione resta più flessibile e meno vincolante sul piano istituzionale, ma proprio per questo presenta limiti evidenti nella produzione di beni pubblici comuni e nella gestione coordinata degli shock. L'Unione europea rappresenta invece un esperimento di integrazione profonda tra Stati formalmente sovrani (Baldwin 2016): proprio questa sua natura rende il completamento istituzionale non un'opzione accessoria, ma una necessità sistemica. In assenza di tale completamento, il rischio è che l'Europa rimanga intrappolata in una configurazione ibrida, più vincolante di una semplice area di libero scambio ma meno efficace di una vera unione economico-politica.

3. Stati Uniti d'Europa: soluzione di efficienza con problemi di sostenibilità politica

In questa prospettiva, la costruzione degli Stati Uniti d'Europa può essere interpretata come un processo di internalizzazione delle esternalità generate dall'integrazione economica. Un assetto federale consentirebbe di fornire in modo più efficiente beni pubblici europei, migliorare il coordinamento delle politiche macroeconomiche e rafforzare il potere negoziale dell'Europa nei confronti delle altre grandi aree economiche.

Si tratterebbe, in termini analitici, di passare da un equilibrio non cooperativo tra Stati membri a un equilibrio cooperativo sostenuto da istituzioni comuni. Tale passaggio permetterebbe di ridurre i costi di transazione, superare le inefficienze

derivanti dalla frammentazione e sfruttare pienamente le economie di scala.

Tuttavia, questa evoluzione non può essere considerata soltanto in termini di efficienza economica, poiché comporta costi politici rilevanti e richiede un livello di consenso che oggi non può essere dato per acquisito. La sostenibilità politica rappresenta quindi il vincolo centrale del processo di integrazione. La teoria economica suggerisce che la stabilità di un'unione dipende dalla distribuzione dei benefici, dalla presenza di adeguati meccanismi compensativi e dalla percezione di equità tra i soggetti coinvolti (Mundell 1961; Alesina e Spolaore 2003). Nel caso europeo, tali condizioni risultano solo parzialmente soddisfatte.

Le differenze tra Stati membri in termini di produttività, struttura economica e finanza pubblica rendono complessa l'adozione di politiche comuni. Allo stesso tempo, la percezione dei benefici dell'integrazione è distribuita in modo diseguale tra paesi e gruppi sociali, alimentando tensioni politiche. A ciò si aggiunge una legittimazione democratica ancora incompleta del livello europeo, che limita l'accettabilità di ulteriori trasferimenti di sovranità.

È utile, tuttavia, distinguere almeno tre dimensioni della sostenibilità politica. Una prima dimensione riguarda il consenso elettorale, sensibile al ciclo economico e alla distribuzione percepita dei benefici. Una seconda concerne l'accettabilità costituzionale e istituzionale, legata ai trattati, agli ordinamenti nazionali e ai limiti posti dalle corti. Una terza dimensione riguarda la convergenza degli interessi strategici degli Stati membri, che tende a diventare più intensa quando aumentano i rischi esterni e i costi della non cooperazione (Alesina e Spolaore 2003). È soprattutto su questo terzo piano che l'argomento per un rafforzamento dell'integrazione acquista maggiore forza economica.

Un approccio economicamente e politicamente sostenibile richiede dunque un processo graduale, fondato sull'individuazione delle aree nelle quali i guadagni dell'integrazione sono più elevati e più visibili. In particolare, i settori dell'energia, dei mercati dei capitali, della difesa, dell'innovazione tecnologica e delle

infrastrutture strategiche rappresentano ambiti nei quali la dimensione europea appare non solo opportuna, ma necessaria (Draghi 2024).

Allo stesso tempo, il principio di sussidiarietà deve essere interpretato come criterio di efficienza istituzionale. Le competenze devono essere allocate al livello che consente di minimizzare i costi di coordinamento e massimizzare l'efficacia delle politiche (Oates 1972; Oates 1999). Ciò implica un assetto nel quale il livello europeo si concentri sulla produzione dei beni pubblici a più elevata scala e sugli strumenti di stabilizzazione comuni, mentre gli Stati membri e le regioni mantengano un ruolo centrale nelle politiche redistributive, sociali e territoriali.

Conclusioni: una risposta condizionata alla crisi della globalizzazione

La crisi della globalizzazione non implica necessariamente un ritorno al nazionalismo economico né una regressione verso modelli di semplice coordinamento intergovernativo che conservano la forma dell'integrazione svuotandone progressivamente la sostanza. L'Unione europea dispone delle caratteristiche per rispondere a questa crisi come soggetto unitario, ma solo a condizione di superare la propria incompletezza istituzionale attraverso un avanzamento verso forme più compiute di integrazione politica ed economica.

Da un punto di vista economico, il rafforzamento del tessuto istituzionale europeo rappresenta una risposta razionale ai fallimenti di coordinamento su scala continentale (Rodrik 2011; De Grauwe 2018). Le obiezioni alla sovranità condivisa, per quanto politicamente comprensibili, non sembrano reggere pienamente all'analisi dei costi della non integrazione: la storia dell'Unione mostra infatti che i guadagni da cooperazione aumentano quando il coordinamento istituzionale diventa più credibile, mentre i costi di un'integrazione incompiuta tendono ad accumularsi fino a generare crisi ricorrenti.

La prospettiva degli Stati Uniti d'Europa emerge quindi non come una mera aspirazione normativa, ma come una possibile

traiettorie di equilibrio in un sistema internazionale in trasformazione (Letta 2024). La sostenibilità politica non costituisce un argomento contro questa prospettiva, ma il criterio attraverso cui essa deve essere costruita in modo graduale, legittimato e durevole.

Riferimenti bibliografici

- Alesina A., Spolaore E. (2003), *The Size of Nations*, MIT Press Cambridge (MA).
- Baldwin R. (2016), *The Great Convergence: Information Technology and the New Globalization*, Harvard University Press, Cambridge (MA).
- De Grauwe P. (2018), *Economics of Monetary Union*, 12^a ed., Oxford University Press, Oxford.
- Draghi M. (2024), *The Future of European Competitiveness*, Report to the European Commission, Commissione europea, Bruxelles.
- Evenett S. J., Winters L.A. (2024), *Revisiting the Trade Policy Trilemma*, CEPR Discussion Paper.
- Farrell H., Newman A.L. (2019), “Weaponized Interdependence: How Global Economic Networks Shape State Coercion”, *International Security*, Vol. 44, n. 1, pp. 42-79.
- Letta E. (2024), *Much More Than a Market: Report on the Future of the Single Market*, Report to the European Council and the European Commission, Unione europea, Bruxelles.
- Mundell R.A. (1961), “A Theory of Optimum Currency Areas”, *American Economic Review*, Vol. 51, n. 4, pp. 657-665.
- Musgrave R.A. (1959), *The Theory of Public Finance*, McGraw-Hill, New York.
- Oates W.E. (1972), *Fiscal Federalism*, Harcourt Brace Jovanovich, New York.
- Oates W.E. (1999), “An Essay on Fiscal Federalism”, *Journal of Economic Literature*, Vol. 37, n. 3, pp. 1120-1149.
- Rodrik D. (2011), *The Globalization Paradox: Democracy and the Future of the World Economy*, W.W. Norton & Company, New York.

- Sapir A. *et al.* (2004), *An Agenda for a Growing Europe: The Sapir Report*, Oxford University Press, Oxford.
- Stiglitz J.E. (2017), *Globalization and Its Discontents Revisited: Anti-Globalization in the Era of Trump*, W.W. Norton & Company, New York.



Quali scenari per una nuova Bretton Woods e che ruolo per l'Europa*

di Angelo Federico Arcelli**

Il sistema monetario definito a Bretton Woods nel luglio 1944 fu il frutto di un noto dibattito tra il negoziatore britannico, John Maynard Keynes, che puntava alla definizione di un sistema di regolamento monetario internazionale, il “Bancor”, e quello americano, Henry Dexter White, che ottenne, alla fine, che il dollaro statunitense fosse posto al centro del sistema, come moneta di riserva principale. Questo rifletteva sia la nuova *leadership* economica degli Stati Uniti, che, ormai, l'irreversibile declino dell'Europa e della principale potenza europea di allora, il Regno Unito.

In effetti, Keynes cercò di mettere la sterlina in una posizione tale da poter essere partner in un mondo multipolare (tale sarebbe stato l'implicito effetto della creazione dei “Bancor” per regolare le differenze commerciali): il Regno Unito non voleva che la sua moneta fosse subordinata al dollaro americano, cosa che alla fine però avvenne, dato il riconoscimento della posizione del dollaro.

Il meccanismo definito allora prevedeva che il dollaro fosse al centro di un sistema di bande di oscillazione entro le quali

* Questo articolo trae liberamente spunto e rielabora alcune parti del volume *Una nuova Bretton Woods per il XXI secolo. Riflessioni sul futuro delle relazioni e degli scambi internazionali* di Giovanni Tria e Angelo Federico Arcelli, edizioni ILSoLe24Ore, Milano, maggio 2026.

** Docente di Economic Policy presso l'Università Cattolica del Sacro Cuore e professore straordinario a t.d. di Economia delle istituzioni finanziarie internazionali presso l'Università telematica G. Marconi.

fluttuavano le principali valute delle altre economie avanzate, pur rimanendo un vincolo di convertibilità in oro, o in altre valute convertibili. Forse all'epoca non fu subito chiaro che il dollaro avrebbe acquisito un "privilegio esorbitante" (definizione, molto successiva, di Valéry Giscard d'Estaing).

Il nuovo sistema aveva consentito di ancorare alla dimensione e alla forza dell'economia americana non solo il regolamento dei surplus commerciali ma, anche, di favorire la reindustrializzazione dell'Europa e delle altre aree del mondo devastate dalla guerra. Ma esso aveva anche un limite, quello ben sintetizzato nel "dilemma di Triffin" e poi stigmatizzato dal consigliere del presidente francese, Jacques Rueff, negli anni '60, col celebre "paradosso del sarto".

Infatti, la posizione centrale del dollaro consentiva una naturale asimmetria, ovvero consentiva agli Stati Uniti di mantenere in permanenza uno squilibrio delle partite correnti, finanziato con l'emissione di moneta. Tuttavia, a un certo punto – che si verificò puntualmente nei primi anni '60 del secolo scorso – la pressione da parte dei detentori di dollari per ottenere almeno una parziale conversione in oro portò prima a riallineamenti del sistema (1963, 1968) e poi alla denuncia da parte americana dell'opzione di conversione in oro (agosto 1971).

Tuttavia, rileggendo in chiave storica le ragioni del lungo successo di questo meccanismo – e delle sue successive evoluzioni, fino a oggi – si deve notare quanto eccezionale fosse stato il cambiamento: per secoli il denaro era stato rappresentato (o garantito) da oro e argento, e quindi non legato alla situazione economica di alcuno Stato. Per la prima volta nella storia la moneta si evolveva in qualcosa di maggiormente legato alla credibilità dell'emittente (e, dopo il 1971, con la fine della convertibilità in oro, questa fiducia nel paese e nella banca centrale che emetteva ogni banconota era alla base del suo valore).

Forse nel 1944 molti avevano pensato che la situazione si sarebbe evoluta in una forma più bilanciata una volta che le economie europee si fossero riprese dalle distruzioni della guerra.

Ma quando gli Stati Uniti, nell'agosto del 1971, decisero di sganciare la loro valuta dall'oro, non c'erano dubbi sul fatto che il dollaro americano fosse il centro del sistema internazionale.

Posizione che Washington era determinata a mantenere, e che fu ulteriormente rafforzata nel corso degli anni '70 dagli effetti delle crisi petrolifere. Infatti, dato che il dollaro era la valuta di quotazione del petrolio, ogni paese doveva mantenere riserve in dollari, il che, nei fatti, imponeva a tutti di mantenere un surplus commerciale con gli Stati Uniti (o di disporre di credito in dollari senza restrizioni). Ma questo rese il dollaro ancora più forte rispetto alla situazione precedente. Non così, però, era per le valute europee.

Ciò che fu chiaro, infatti, in parte da subito, ma molto di più in seguito, era che le differenze tra le aree monetarie – ad esempio per gli squilibri commerciali – avrebbero portato a valute che riflettevano meglio le differenze nelle eccedenze e nei deficit commerciali. Inoltre, il fatto che il dollaro fosse libero da qualsiasi ancoraggio all'oro aveva implicitamente obbligato i paesi dell'Europa occidentale a seguire lo stesso percorso: tutte le economie avanzate sganciarono le loro valute nei due anni successivi.

Tuttavia, l'Europa e gli altri paesi OCSE furono poi colpiti dalle crisi petrolifere e dalle loro conseguenze inflazionistiche, ma, a differenza degli Stati Uniti, che potevano stampare tutti i dollari necessari, almeno in teoria, gli altri paesi dovevano tenerli di riserva e aumentare le loro esportazioni verso gli Stati Uniti per ottenere ulteriori disponibilità. Questo però determinò, tra le altre conseguenze, che i prezzi delle attività reali negli Stati Uniti e nelle economie avanzate iniziarono a essere denominati in valute che erano richieste oltre i loro confini, a differenza dei paesi emergenti.

Infatti, prima del 1971 quei paesi avevano anch'essi la possibilità di emettere valuta "convertibile", purché sostenuta da una banca centrale con riserve stabili (auree, ma non solo) e una bilancia commerciale non deficitaria. Tuttavia, dopo il 1971, i paesi emergenti non solo dovevano mantenere delle riserve in dollari americani, ma nei fatti non furono più in grado di sostenere una valuta convertibile, dato che il vincolo di convertibilità era caduto (e se lo avessero mantenuto avrebbero perduto velocemente le loro riserve d'oro), mentre la credibilità di una valuta emergente senza sottostante la rendeva, nei fatti, inadatta a es-

sere detenuta al di fuori dell'economia di riferimento, e quindi, praticamente non convertibile.

Questo cambiamento ha grandemente rafforzato il ruolo degli Stati Uniti, ma anche le altre economie avanzate ne hanno beneficiato. L'esempio più chiaro si è verificato durante le crisi petrolifere, quando i dollari in eccesso detenuti dagli esportatori dell'OPEC hanno finito per essere in gran parte "petrodollari" detenuti in Europa, con i produttori di petrolio del Golfo che hanno effettuato grandi investimenti nelle economie dell'Europa occidentale (e sono diventati sottoscrittori rilevanti delle loro obbligazioni). Tuttavia, questo fenomeno era asimmetrico – cioè avvantaggiava le economie più forti anche in Europa – e alla fine, vi fu una crescente necessità di trovare un'ancora per il valore del denaro, per evitare una crisi di fiducia e peggiori conseguenze.

Il sistema di Bretton Woods non era intenzionalmente un sistema "neutrale" su scala globale (l'equivalente di un *gold standard* puro o del "Bancor"), in quanto la *leadership* del dollaro statunitense ha spianato la strada agli Stati Uniti per dominare il commercio internazionale. Tuttavia, nell'attuale mondo globalizzato, il dibattito tra Keynes e White sull'utilità di una valuta globale, sul modello del "Bancor" o qualcosa di simile, è riemerso con forza, dato che la dimensione economica della Cina e il suo crescente ruolo nel commercio internazionale pongono una sfida alla supremazia del dollaro.

La Cina non è ancora completamente integrata nei mercati finanziari globali e ha una valuta che di fatto non è scambiabile sui mercati internazionali, ma è sempre più evidente che non potrà mantenere nel lungo periodo una moneta solo parzialmente convertibile. Se, da un lato, senza questo passo è improbabile immaginare un mondo economico davvero multipolare, dall'altro la piena convertibilità della valuta cinese sembra ancora lontana, poiché un'eventuale apertura improvvisa delle frontiere monetarie creerebbe instabilità e probabili forti deflussi di capitali e rischi per la Cina stessa e per il resto del mondo.

Tenendo conto di queste considerazioni, immaginare come potrebbero evolvere gli scenari futuri e cosa potrebbe significa-

re per l'architettura finanziaria mondiale non è cosa banale. Infatti, la stabilità del mercato monetario globale tende ancora oggi a dipendere dalla Federal Reserve statunitense, nonostante il ruolo decrescente del dollaro.

Nel determinare le opzioni di politica monetaria, la BCE e tutte le altre principali banche centrali devono considerare non solo l'obiettivo di garantire la stabilità dei prezzi. Devono anche assicurarsi che il tasso di cambio delle loro valute con il dollaro americano non generi effetti inflazionistici indesiderati. Nonostante l'apparenza di politiche monetarie indipendenti, la realtà è che i paesi occidentali devono tenere conto delle decisioni della Fed quando conducono la politica monetaria. Ma, paradossalmente, anche la Cina si trova in una situazione simile. Infatti, da quando la Cina è entrata nel WTO, la sua domanda di dollari americani ha generato notevoli riserve denominate in dollari. Quindi, la Cina ha un proprio interesse nella stabilità del dollaro, poiché il deprezzamento del dollaro influisce direttamente sulle riserve cinesi e sulla competitività delle esportazioni cinesi.

Alla luce delle nuove politiche monetarie e tariffarie dell'amministrazione americana (2025) la domanda logica è se nel lungo termine gli Stati Uniti possano o vogliano ancora sostenere il ruolo del dollaro come fornitore di ultima istanza di *safe asset*, continuando ad aumentare il debito pubblico e l'offerta di denaro. Se le tensioni geopolitiche dovessero combinarsi con le pressioni economiche generate dalle tensioni commerciali, sia gli Stati Uniti che i paesi occidentali avrebbero interesse a immaginare uno scenario in cui stipulare alcuni accordi internazionali per mitigare i rischi di instabilità.

Tuttavia, se in tale scenario l'appetito degli Stati Uniti per ogni tipo di accordo sembrerebbe limitato, vi potrebbe essere spazio per forme di cooperazione rafforzata tra gli altri paesi per assicurare la stabilità del sistema, pur riconoscendo al dollaro un ruolo maggiore. L'obiettivo dovrebbe essere quello di muoversi verso un sistema più multipolare senza rinunciare alla possibilità di avere una valuta globale di riferimento, anche se non si tratta di una valuta nazionale emessa da un singolo paese.

Nell'attuale contesto di tensioni geoeconomiche e geopolitiche, è uno scenario difficile da immaginare, ma se si vo-

lesse sfruttare il potenziale ruolo dell'euro, che è l'unica moneta internazionale alternativa al dollaro in termini di diffusione e credibilità, si dovrebbe immaginare un rafforzamento della moneta europea su due linee: la creazione di un *safe asset* europeo, quindi una sorta di debito comune, e un incremento del ruolo dell'euro come riferimento per altre valute (uno schema simile a quello di Bretton Woods), in parallelo al dollaro.

Nel caso del debito europeo, che non ha certo unanime consenso tra i paesi membri, un'idea proposta in ambito accademico sarebbe quella di creare un'agenzia europea del debito (alcuni pensano all'attuale MES o a un nuovo ente), che, in pratica, rilevi (almeno in parte) gli ingenti quantitativi di debito dei vari paesi detenuti dall'eurosistema contro l'emissione di un passivo di obbligazioni in euro emesse da un ente sovranazionale europeo. Ciò sarebbe solo un primo passo, dato che la dimensione del debito americano è probabilmente dieci volte quello che si potrebbe emettere con questo schema, ma il primo passo sarebbe compiuto. Naturalmente per rendere credibile ogni "secondo passo" gli europei dovrebbero poi definire un nuovo schema di bilancio europeo, con dei poteri comparabili a quelli di un ministro delle finanze e dell'economia a Bruxelles che possa vincolare le scelte dei membri. Sembra uno scenario ancora lontano.

Per quanto riguarda la riproposizione del sistema Bretton Woods con l'euro al centro, questo sarebbe più facile, dato che un accordo tra banche centrali (nella premessa di un consenso dei governi) sarebbe sufficiente a definire un sistema in cui l'euro sia al centro, con la credibilità del suo obiettivo di inflazione, e altre valute – pensiamo a quelle inglesi, canadesi, australiane in primis – potrebbero fluttuare in bande definite.

L'esperienza europea insegna che tali accordi devono rispondere a un'esigenza di stabilità del mercato. Non possono derivare da mere decisioni politiche. La credibilità del denaro rappresenta qualcosa che permette di avere più ricchezza in generale. Questo è legato alle preferenze del mercato, non solo alle decisioni sovrane. Di conseguenza, la possibile *roadmap* deve in-

corporare le tendenze attuali e partire dalla consapevolezza di quello che può essere il futuro se non si fa nulla, valutando infine se si può fare qualcosa o, piuttosto, lasciare che l'evoluzione del sistema monetario nelle mani di attori concorrenti e non cooperativi possa essere una soluzione migliore. Non si tratta di uno scenario evidente e facile, ma sembrerebbe tra i pochi praticabili mantenendo una *leadership* nei governi e un ruolo sostanziale delle banche centrali.

Qualsiasi riforma concordata probabilmente comporterà un nuovo “protocollo di cooperazione” tra il FMI (e/o altre istituzioni), l'OMC e la BRI (in particolare per le questioni relative ai pagamenti e per la possibilità che i sistemi di pagamento si “disaccoppino”) per garantire la coerenza tra gli sviluppi monetari e le questioni di sostegno al commercio. Questa evoluzione potrebbe essere molto rilevante anche nel caso in cui le banche centrali debbano trovare un accordo sul ruolo (se *commodity* o *currency-like*) delle criptovalute (ad esempio BitCoin e altri) e di altri meccanismi di pagamento ibridi (ad esempio le stablecoin), per determinare se debbano rimanere strumenti di mercato privati o essere monitorati a livello istituzionale.

La rilevanza in questo caso è che i sistemi monetari del passato si sono sempre evoluti verso meccanismi olistici e integrati che assicuravano che le banche centrali e i governi mantenessero il pieno controllo del settore pubblico sul denaro e sui sistemi di pagamento. Accettare il denaro privato come alternativa al denaro pubblico nei mercati significa riconoscere che i mercati si stabilizzeranno in tale situazione. È difficile sapere se questa sia una prospettiva credibile e accettabile o se il risultato sarebbe il caos. È necessario un dibattito. Inoltre, tutti i principali attori economici mondiali, non solo l'Occidente, dovrebbero essere d'accordo.

Se tale dibattito avrà luogo, in modo ottimale in un forum internazionale come il Fondo Monetario Internazionale, è probabile che la negoziazione porti alla progressiva realizzazione di un nuovo accordo simile a quello di Bretton Woods, che dovrebbe: a) rispecchiare l'attuale tendenza dei mercati emergenti di uno schema di valute multipolari collegate (uno

scenario “quasi-bancario”) ancorato a uno strumento sovranazionale; oppure b) dirigersi verso una nuova valuta sovranazionale ancorata a un paniere di valute nazionali vincolate da regole morbide.

Il percorso verso una valuta globale deve ovviamente essere compatibile con la sopravvivenza delle valute nazionali, alle quali dovrebbe offrire un’ancora credibile, ma sotto gli auspici di un’autorità emittente internazionale che si assuma la responsabilità della sua governance.

Si tratta certamente di un risultato difficile da raggiungere, date le molteplici forze che giocano ruoli contrastanti nel dibattito e date le pressioni geopolitiche. Tuttavia, è probabile che una cosa sia vera: solo un nuovo accordo globale che riconosca la posizione degli Stati Uniti e dell’Occidente e dia alle economie emergenti una voce commisurata al loro peso garantirà una pace geopolitica di stabilità economica continua. Molto probabilmente il momento scatenante arriverà quando la Cina, come notato in precedenza, sarà in condizione di aprire completamente i suoi mercati finanziari, rendendo gradualmente il renminbi completamente convertibile, consentendo ai cinesi di spostare liberamente il capitale all’estero e permettendo agli stranieri di investire con restrizioni limitate (paragonabili a quelle esistenti in Occidente). Questo creerebbe un mondo più equilibrato, in cui il dollaro e il renminbi potrebbero essere in qualche modo coprotagonisti della stabilità di ultima istanza. Farebbe pressione sugli Stati Uniti affinché gestiscano le loro finanze pubbliche e consentirebbe agli americani di trasferire più facilmente i loro capitali all’estero (le attuali norme antiriciclaggio e fiscali costituiscono un onere significativo per l’apertura dei flussi). Probabilmente l’economia mondiale beneficerebbe così di un ambiente più competitivo.

È probabile nel breve termine? No. L’apertura completa dei mercati finanziari cinesi avrebbe oggi un effetto completamente destabilizzante, in particolare sulla capacità delle autorità cinesi di mantenere il controllo sulla propria economia. Questo percorso sarebbe possibile solo a condizione che i mercati siano liberi di giudicare come allocare le risorse,

compresa l'opzione per gli stessi cinesi di trasferire liberamente i loro capitali. Questo sembra difficile da immaginare, visti i problemi di credibilità e stabilità e il fatto che il possibile risultato di una "apertura" mal gestita sarebbe davvero un "territorio inesplorato", compresi eventuali gravi rischi geopolitici.



FACOLTÀ DI ECONOMIA E GIURISPRUDENZA
CORSO DI POLITICA ECONOMICA AVANZATA – LAUREA MAGISTRALE IN GESTIONE D'AZIENDA
CORSO DI ECONOMIC POLICY – LAUREA TRIENNALE IN ECONOMIA AZIENDALE

XXII LEZIONE MARIO ARCELLI

Guerra o Pace

Giulio TREMONTI

Presidente della Commissione Affari Esteri della Camera dei Deputati

Introducono

Marco ALLENA, Preside della Facoltà di Economia e Giurisprudenza, Università Cattolica del Sacro Cuore

Katia TARASCONI, Sindaco di Piacenza

Concludono

Angelo Federico ARCELLI, Università Cattolica e Università G. Marconi

Francesco TIMPANO, Direttore del CeSPEM, Università Cattolica del Sacro Cuore

Nel corso della Lezione sarà consegnato il Premio di Laurea Mario Arcelli 2025.

Lezione magistrale

Lunedì 13 aprile 2026
ore 9,30-11,30
Università Cattolica - Via Emilia Parmense, 84 - Piacenza
Sala Giuseppe Piana

Per info su cespem@unicatt.it

FO
MA
FONDAZIONE
MARIO ARCELLI

CeSPEM
CENTRO STUDI
E POLITICI
ECONOMICI
E SOCIETARI



UNIVERSITÀ
CATTOLICA
del Sacro Cuore



Le lezioni Mario Arcelli organizzate dal CeSPeM Mario Arcelli

1. 4 marzo 2005 - On. Dr. Alberto Carzaniga, già Sottosegretario di Stato al Bilancio, "L'esperienza di governo con Mario Arcelli"
2. 3 marzo 2006 - Dr. Gerlando Genuardi, vicepresidente della Banca europea per gli Investimenti, "Sviluppo locale e intervento europeo"
3. 12 aprile 2007 - Prof. Peter Hammond, Stanford University, "Intergenerational Public Finance in the Global Economy"; e 13 aprile 2007 (2ª lezione) - On. Prof. Antonio Marzano, già ministro per le Attività Produttive e presidente del CNEL, "La globalizzazione, l'Italia e l'Europa"
4. 29 febbraio 2008 - Sen. Prof. Mario Baldassarri, già ministro delegato per l'Economia e le Finanze "The World Economy toward Global Disequilibrium"
5. 6 marzo 2009 - Prof. Paolo Savona, già ministro per l'Industria: "Genesi e partenogenesi della crisi dei subprime"
6. 5 marzo 2010 - Prof. Pierluigi Ciocca, già vice-direttore generale e membro del direttorio della Banca d'Italia: "L'impresa, lo stato e il ristagno dell'economia"
7. 4 marzo 2011 - Prof. Antonio Pedone, ordinario di economia "Le prospettive del debito pubblico in Europa"
8. 2 marzo 2012 - Prof. Romano Prodi, Brown University e China Europe International Business School, già presidente del Consiglio dei Ministri e presidente della Commissione Europea
9. 1 marzo 2013 - Prof. Mario Sarcinelli, già ministro per il Commercio Estero e direttore generale del Tesoro "L'unione bancaria europea: è sufficiente per stabilizzare l'Eurozona?"
10. 6 marzo 2014 - Prof. Enrico Giovannini, ministro del Lavoro e delle Politiche Sociali "Condizione giovanile e benessere della società: quali prospettive per l'Italia?"
11. 2 marzo 2015 - Prof. Rainer Masera, già ministro del Bilancio e della Programmazione Economica "Macroprudential policy as a reference for economic policies: an analysis for the euro area" e Keynote Speech del CEO di Unicredit, Dr Federico Ghizzoni "L'Unione Bancaria: un primo bilancio".

12. 3 marzo 2016 - Prof. Paolo Guerrieri, Senatore della Repubblica e ordinario di Economia all'Università La Sapienza di Roma "Crescita, governance e nuovi equilibri dell'economia mondiale" e Keynote Speech "Regolazione e Supervisione del sistema finanziario europeo: problemi e prospettive" di Alessandro Profumo, presidente Equita SIM.
13. 12 aprile 2017 - Prof. Fabrizio Saccomanni già ministro dell'Economia e delle Finanze, "Una nuova *governance* per l'economia europea", Senior Fellow, Luiss School of European Political Economy, Visiting Professor, Sciences Po, Parigi.
14. 23 aprile 2018 - On. Prof. Giorgio La Malfa, già ministro del Bilancio e degli Affari Europei lezione "Genesi e attualità della Teoria Generale di J.M. Keynes".
15. 2 aprile 2019 - Prof. Carlo Cottarelli, professore presso l'Università Cattolica del Sacro Cuore; già Presidente del Consiglio incaricato, "Perché l'Italia non cresce?".
16. 29 settembre 2020 - Prof. Giovanni Tria, professore emerito presso l'Università Roma 2 "Tor Vergata"; già Ministro dell'Economia e delle Finanze "L'evoluzione del sistema valutario internazionale. Euro, dollaro, yuan e valute digitali".
17. 29 settembre 2021 - Prof. Domenico Siniscalco, già ministro dell'Economia e delle Finanze e già Direttore Generale del Tesoro, "L'Economia Politica della Pandemia".
18. 4 aprile 2022 - Prof. Enzo Moavero Milanesi, professore di diritto dell'Unione Europea al College of Europe e alla LUISS Guido Carli; già Ministro degli Affari Esteri e per la Cooperazione Internazionale e Ministro per gli Affari Europei, "Le prospettive dell'Unione europea: i profili chiave e i nodi da sciogliere".
19. 1 marzo 2023 - Prof. Pier Carlo Padoan, presidente Unicredit e già Ministro per l'Economia e le Finanze, "NextGenEU: un motore di crescita per l'Europa?".
20. 5 marzo 2024 - dott. Daniele Franco, già ministro dell'economia e delle finanze, "Sostenibilità finanziaria, sostenibilità climatica: il ruolo dei processi decisionali".
21. 11 aprile 2025 - Dr. Ignazio Visco, governatore onorario della Banca d'Italia e membro corrispondente (classe di scienze morali) dell'Accademia Nazionale dei Lincei: "Squilibri economici e finanziari nel nuovo quadro geopolitico".

22. 11 aprile 2026 - On. Prof. Giulio Tremonti, già vice presidente del consiglio dei ministri e ministro dell'economia e delle finanze, Presidente della Commissione Affari Esteri della Camera dei Deputati: "Guerra o pace".

STAMPATO IN ITALIA
nel mese di maggio 2026
da Rubbettino print per conto di Rubbettino Editore srl
88049 Soveria Mannelli (Catanzaro)
www.rubbettinoprint.it



