



Dipartimento di Scienze Politiche

Laurea Triennale in Scienze Politiche e Relazioni

Internazionali

Cattedra di Diritto dell'Economia

**L'EGEMONIA DEL DOLLARO: SFIDE PRESENTI
E FUTURE**

Relatore

Prof. Luigi Alla

Candidato

Pier Lucio Saltarelli

ANNO ACCADEMICO 2024/2025

<i>INTRODUZIONE</i>	5
<i>CAPITOLO 1</i>	8
<i>L'EQUILIBRIO DOLLARO-CENTRICO: PROSPETTIVA STORICA</i>	8
1.1 Cosa si intende per egemonia del dollaro?	8
1.2 Gli albori di Bretton Woods: l'inizio del dominio	9
1.3 Sviluppo e maturità dell'equilibrio dollaro-centrico	12
1.4 L'inizio della crisi	13
1.5 Il tramonto di Bretton Woods	15
1.6 Dalla fine degli accordi di Bretton Woods alla rivoluzione finanziaria	18
1.7 Il ruolo delle istituzioni economiche internazionali	20
1.8 Dalla crisi del 2008 al tempo presente.....	22
1.9 Lo scenario attuale.....	23
<i>CAPITOLO 2</i>	26
<i>LE PRINCIPALI SFIDE ALL'EQUILIBRIO DOLLARO-CENTRICO – QUALI POTENZIALI ALTERNATIVE?</i>	26
2.1 L'euro insidia il primato del dollaro?	26
2.2 Lo yuan/renminbi - futuro egemone?	38
2.3 L'emergere dei BRICS: una minaccia per l'equilibrio dollaro-centrico?.....	53
2.4 Le implicazioni e le conseguenze delle criptovalute	61
<i>CAPITOLO 3</i>	67
<i>CONFLITTI MILITARI, GUERRE COMMERCIALI, SANZIONI ECONOMICHE E FINANZIARIE</i>	67
3.1 Le conseguenze del conflitto Russo-Ucraina	67
3.2 Sanzioni internazionali: strumento efficace o arma a doppio taglio?.....	74

3.3 L'impatto delle politiche protezionistiche statunitensi	80
<i>CONCLUSIONE</i>	87
<i>Bibliografia</i>	90

INTRODUZIONE

Durante il mio corso di studi in scienze politiche e relazioni internazionali, mi sono sempre interrogato su quanto fosse stretta la connessione tra l'economia e la politica internazionale. La mia attenzione si è indirizzata tra i vari temi ad uno in particolare: quello del rapporto tra la valuta di uno stato, e le altre dimensioni non economiche di esso, soprattutto quelle che afferiscono all'ambito sociale, giuridico, demografico e militare. Con il tempo mi sono interessato alle analisi di questo rapporto applicate alla valuta internazionale per eccellenza, ovvero il dollaro statunitense. Mi sono sempre chiesto se esso fosse la fonte del potere degli Stati Uniti, o la sua diretta conseguenza. Molti corsi hanno trattato temi che concernevano l'una e l'altra, alcuni separatamente, altri congiuntamente. Ma un corso specifico trattava in modo dettagliato la nascita del predominio del dollaro e quindi dell'aspetto economico-finanziario del fenomeno che chiamiamo globalizzazione. Mi riferisco al corso di *diritto dell'economia*, in particolare, nella sezione dedicata appunto alla globalizzazione finanziaria. Questa materia ha alimentato ancor di più il mio interesse verso questi temi. Uno degli argomenti centrali del corso è stato il ruolo egemonico del dollaro nel sistema monetario internazionale e il modo in cui il mantenimento di tale primato rappresenti uno degli obiettivi fondamentali della politica economica statunitense, sia sul piano commerciale che finanziario. In questa sezione è stata dedicata un'analisi non solo verso processi storici che hanno reso il dollaro la valuta internazionale per eccellenza, ma soprattutto verso le condizioni strutturali necessarie alla conquista e al mantenimento della sua egemonia, fenomeno che l'autore del nostro libro di testo *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria*, Giuseppe di Gaspare ha denominato "*equilibrio dollaro-centrico*".

La presente ricerca non si concentra esclusivamente sui fattori che garantiscono la supremazia del dollaro, ma pone particolare attenzione alle potenziali minacce all'equilibrio dollaro-centrico. Tali minacce possono derivare dall'ascesa di valute alternative, convenzionali e non, da eventi bellici dirompenti, da tensioni internazionali sfociate in schieramenti contrapposti, oppure da svolte nella politica economica degli stessi Stati Uniti.

L'elaborato è articolato in tre capitoli principali, ciascuno suddiviso in paragrafi tematici.

Il primo capitolo traccia un *excursus* storico volto a ricostruire le dinamiche politiche ed economiche che hanno portato all'affermazione del dollaro e alla sua progressiva centralità nel sistema monetario internazionale, seguendone l'evoluzione attraverso i principali eventi della storia contemporanea fino a giungere all'attualità.

Nel secondo capitolo vengono analizzate le prospettive di alcune tra le principali valute a livello internazionale, in particolare l'euro e lo yuan, valutandone le possibilità di sostituire il dollaro. Un paragrafo sarà dedicato alle implicazioni della crescente coesione del gruppo BRICS e al ruolo che questo riveste nel progetto di dedollarizzazione, sbandierato da molti dei rivali degli Stati Uniti. Il capitolo si conclude con un'analisi del fenomeno delle criptovalute, valutando se le loro caratteristiche innovative possano consentire loro di subentrare alle valute tradizionali, incluso il dollaro.

Il terzo capitolo affronta le ripercussioni economiche e finanziarie del conflitto in Ucraina e delle sanzioni internazionali imposte alla Federazione Russa. Un paragrafo specifico sarà dedicato al funzionamento delle sanzioni economiche in generale e alle conseguenze della loro applicazione nei confronti di soggetti statali e non statali. Nel paragrafo finale verranno valutati gli effetti, nel breve e medio termine, delle più recenti politiche protezionistiche adottate dalla nuova amministrazione Trump.

CAPITOLO 1

L'EQUILIBRIO DOLLARO-CENTRICO: PROSPETTIVA STORICA

1.1 Cosa si intende per egemonia del dollaro?

Il concetto di egemonia del dollaro è un concetto che, abitualmente, si usa per descrivere il contesto storico nel quale il dollaro è adottato, a livello internazionale come riserva di valore, unità di conto e mezzo di pagamento, ovvero le tre principali funzioni che la moneta ha assunto storicamente e che convenzionalmente ne costituiscono le condizioni necessarie affinché un oggetto o una valuta si possa definire tale.

Se l'egemonia del dollaro fosse determinata esclusivamente da parametri numerici e geografici, possiamo affermare che essa ebbe inizio già dagli anni '20 del XX secolo, e continua ancora oggi: nonostante una lieve riduzione del suo utilizzo a livello internazionale negli anni '10 del XXI secolo, alla fine del 2018 esso costituiva circa il 62% delle riserve ufficiali (e circa il 57% alla fine del 2024, dopo l'impatto degli sconvolgimenti internazionali che successivamente analizzeremo) seguito dall'euro, che rappresentava (e tuttora rimasto invariato) solo il 20% delle riserve ufficiali (IFM DATA).

Ma per descrivere la situazione monetaria internazionale e l'aspetto monetario della competizione geopolitica, bisogna trascendere un approccio esclusivamente numerico. Ciò implica l'analisi di tutti i vantaggi (o svantaggi) di emettere una valuta, in termini di prestigio, signoraggio, flessibilità nella bilancia dei pagamenti, minori vincoli nell'indebitamento e maggiore autonomia nella politica economica, oltre alle ripercussioni nei tassi di cambio, e i potenziali guadagni politici, commerciali e finanziari a lungo termine. Bisogna anche individuare la relazione causale tra la posizione internazionale della valuta e il potere politico dello Stato che le emette, intesa sia come diretta conseguenza di questo

potere, sia come dinamica circolare, in quanto strumento nel mantenere ed accrescere lo stesso potere che è la causa del suo prestigio.¹

Bisogna egualmente tener conto tanto degli onori quanto degli oneri dell'emettere la principale valuta internazionale. Oneri che sono stati affrontati e da cui si è tentato di svincolarsi in vari modi lungo la storia, e infine accettati anche dalla superpotenza quale condizione per restare tale. Questa accettazione non è definitiva, ma la sua tenuta dipende anche dagli esiti delle nuove complicazioni riguardanti la politica internazionale a cui si sta assistendo negli ultimi anni.

1.2 Gli albori di Bretton Woods: l'inizio del dominio

Tra i due conflitti mondiali si ritentò, fallendo, di tornare al “*classical gold standard ottocentesco*”, incentrato sulla convertibilità della sterlina britannica in oro, oltre che sulla possibilità di usare quest'ultimo come mezzo di pagamento nelle bilance commerciali. In tale sistema ciascuna moneta presentava una parità fissa rispetto all'oro, e precedentemente anche rispetto all'argento (sistema bimetallico) e quindi non alterabile attraverso svalutazione, secondo logiche mercantilistiche o con apprezzamenti, al fine di acquistare materie prime. Meccanismi messi in atto da parte delle istituzioni monetarie dei vari Stati, foraggiate dai rispettivi governi, per incidere sui volumi di importazioni ed esportazioni. Questa situazione naturalmente favoriva le economie più competitive, penalizzando quelle meno innovatrici, e ciò incise molto sulla traiettoria economica degli Stati Uniti.

Le dinamiche scaturite dalla Grande Guerra, oltre ad innescare una spirale inflazionistica globale fecero in modo che gli Stati Uniti diventassero il primo creditore internazionale e il motore degli scambi internazionali. Gli States erano diventati la prima potenza economica mondiale, e detenevano un credito nei confronti dei tre principali stati membri

¹ Basosi, D., Dollar Hegemony. In: Ness, I., Cope, Z. (eds) The Palgrave Encyclopedia of Imperialism and Anti-Imperialism. Palgrave MacMillan. 2021.

dell'Intesa, Italia Francia e Gran Bretagna, di quasi dieci miliardi di dollari in totale, cifra esorbitante per l'epoca.²

Ciò portò alla fine del sistema dei cambi fissi, all'abbandono della parità con l'oro, non più sostenibile a causa dell'incremento esponenziale della spesa militare. Il fatto che Francia e Regno Unito fossero enormemente indebitate con gli Stati Uniti spinse questi ultimi ad elaborare dei piani di aiuto verso i principali paesi del vecchio continente, soprattutto perché i flussi che giungevano negli Stati Uniti, dipendevano in larga parte dal pagamento delle riparazioni tedesche verso questi due paesi, ma anche perché in tal modo si sarebbe potuto tornare al sistema monetario precedente, di cui gli States beneficiavano.

Per l'eterogenesi dei fini la reintroduzione del gold standard a metà degli anni '20 si dimostrò catastrofica per le fragili economie europee, generando di nuovo inflazione e recessione, alimentando il nazionalismo economico e quindi vanificando il ritorno al sistema aureo ottocentesco, oltre a contribuire nel creare le premesse per la Seconda Guerra Mondiale, così devastante da sconvolgere totalmente il sistema internazionale.

Dopo la fine del secondo conflitto mondiale, l'obiettivo statunitense era quello di sfaldare il protezionismo commerciale, non solo per prevenire il ripetersi della situazione dei due decenni precedenti, creare sbocchi all'eccedenza del sistema manifatturiero, e garantire la parità fissa delle valute mantenendo i prezzi stabili per gli scambi commerciali, ma soprattutto per imporre il dollaro, la valuta all'epoca più forte, come perno del sistema finanziario e commerciale internazionale.

Nella Conferenza di Bretton Woods, John Maynard Keynes, sollevò preoccupazioni sulle configurazioni asimmetriche delle partite correnti. Sulla base di ciò poggiava la sua proposta di creare una International Clearing Union (ICU), che sarebbe stata dotata di una banca internazionale finalizzata all'emissione di una nuova moneta internazionale, il *bancor*. Attraverso questa banca sarebbero state riequilibrate le bilance commerciali: i paesi in deficit avrebbero dovuto rispettare un massimo scoperto, così come quelli in surplus non potevano superare un massimo assegnato alla loro posizione creditoria. Inoltre, sia gli stati in surplus che quelli in deficit avrebbero pagato tassi di interesse altamente sfavorevoli nei loro conti in *bancor*, e successivamente avrebbero svalutato o

² Maronta F., Deglobalizzazione - Se il tramonto dell'America lascia il mondo senza centro. Horpli, 2024.

rivalutato le loro rispettive valute, sempre in concertazione con l'ICU. I surplus dei paesi in avanzo sarebbero stati indirizzati per importare dai paesi in disavanzo, stimolandone la produttività. In casi eccezionali si prevedeva che i saldi negativi sarebbero stati eliminati dalla contabilizzazione.³

Gli Stati Uniti, rappresentati dal rispettivo sottosegretario al Tesoro, Henry White, rifiutarono questo modello, essendo (e ritenendo di continuare ad esserlo in futuro) il paese con i maggiori surplus commerciali, e quindi con la più elevata posizione creditoria nel sistema delle banche centrali. White prevalse su Keynes, per via del diverso peso politico, economico e militare dei rispettivi paesi, rimodellato dalle dinamiche scaturite del recente conflitto.⁴

Con gli accordi di Bretton Woods, siglati nel 1944, tutte le valute degli stati firmatari venivano ancorate al dollaro con un tasso di cambio fisso, e il dollaro a sua volta era l'unica valuta convertibile in oro con il quale era legato attraverso la parità fissa di 35 dollari per oncia d'oro. Vennero inoltre costituite due istituzioni fondamentali: il Fondo Monetario Internazionale, esistente ancora oggi, e la Banca Internazionale per la Ricostruzione e lo Sviluppo, tuttora parte della Banca Mondiale, istituita successivamente e alla quale è stata incorporata.

Nel 1947 venne siglato l'accordo generale sulle tariffe doganali (GATT) progenitore del WTO, da cui verrà sostituito nel 1995, e che comprenderà molti più paesi. Esso prevedeva varie misure volte a favorire il commercio tra le varie nazioni che gravitavano intorno all'orbita statunitense, e tra queste e gli stessi Stati Uniti, riducendo i vari ostacoli economici e giuridici che si anteponevano tra i rispettivi scambi internazionali. I punti principali di questo accordo erano i seguenti: la clausola della nazione più favorita (Articolo 1) sanciva che ogni vantaggio o concessione di cui una nazione godeva, sarebbe dovuto essere esteso a tutti gli altri firmatari; riduzione reciproca e progressiva delle

³ Selva S., Cinquant'anni dopo Bretton Woods: dollaro e sistema monetario internazionale tra storia e presente. Passato e Presente. 2021.

⁴ Arcelli A.F., Masera R. S., Tria G., Da Versailles a Bretton Woods e ai giorni nostri: errori storici e modelli ancora attuali per un sistema monetario internazionale sostenibile. Moneta e Credito. Vol. 74 n. 296. Dicembre 2021.

tariffe doganali dei vari paesi, per favorire il libero scambio; l'assenza di discriminazioni verso i prodotti provenienti dagli altri stati aderenti, che dovevano essere trattati allo stesso modo dei prodotti nazionali; riduzione reciproca delle restrizioni quantitative alle importazioni dei vari beni; trasparenza e pubblicità delle politiche economiche e commerciali adottate; meccanismi di risoluzione delle controversie inerenti al commercio internazionale.

Questo accordo era un'ulteriore manifestazione nella dimensione economica, della nuova egemonia conquistata dagli Stati Uniti.

1.3 Sviluppo e maturità dell'equilibrio dollaro-centrico

Bretton Woods era in effetti la diretta conseguenza dell'acquisita supremazia politico-militare ed economica degli Stati Uniti.

I flussi monetari sarebbero stati esclusivamente il riflesso degli scambi commerciali, essendo all'epoca vietati i movimenti di capitali svincolati dall'economia reale (retaggio della volontà di prevenire un'ulteriore crisi come quella del '29). Questa limitazione garantiva anche la stabilità del sistema dei cambi, rendendolo funzionale al commercio internazionale, e riducendo la propensione al deficit commerciale, disincentivando le importazioni e aumentando la tendenza ad esportare. Inoltre, erano vietati investimenti attraverso capitali esteri, ed era permesso l'acquisto solo dei titoli dello Stato di appartenenza, ma non di titoli di stato esteri.

Una differenza con il gold standard consisteva nelle bande di oscillazione previste, per poter riequilibrare le bilance commerciali, attraverso (lievi) apprezzamenti o deprezzamenti.

il Fondo Monetario Internazionale (FMI) aveva la funzione di fornire credito ai paesi in disavanzo, evitando l'insolvenza, in modo da non sconvolgere la stabilità dei prezzi e quindi degli scambi.

Due condizioni erano necessarie per il mantenimento di questo sistema: il libero accesso dell'export statunitense nel mercato internazionale e la possibilità di convertire le riserve di valuta estera in dollari. Per queste ragioni gli Usa avevano imposto a Londra come

condizione per l'erogazione degli aiuti post-bellici, la fine delle misure protezionistiche che aveva imposto alle proprie colonie, al fine di aprire nuovi mercati ai prodotti ed agli investimenti statunitensi.

La Banca Internazionale per la Ricostruzione e lo Sviluppo, aveva invece lo scopo di sostenere la ricostruzione dei paesi dilaniati dal conflitto, la cui ripresa era necessaria per realizzare i piani statunitensi. L'ente, di caratura sovranazionale, fungeva da garanzia per i mercati internazionali, emettendo titoli per finanziare i flussi verso quei paesi, attivando un meccanismo di trasformazione del rischio.

Il noto Piano Marshall era infatti finalizzato a dare un impulso alla domanda aggregata nel vecchio continente e in Giappone, in modo da rendere i loro mercati uno sbocco per l'eccedenza produttiva degli USA, oltre che per inglobarli nella loro sfera di influenza. Ciò ebbe come indubbia conseguenza, la crescita esponenziale del commercio internazionale.⁵

Questo meccanismo di cambi fissi con le varie valute ancorate al dollaro, a sua volta agganciato all'oro, era sostenibile finché gli Usa avrebbero vantato un surplus commerciale con l'estero, in tal modo i flussi in uscita di dollari per scopi militari, un esempio su tutti la guerra di Corea, o sborsati per sovvenzionare gli alleati, erano controbilanciati dai flussi in entrata, garantiti dell'avanzo nelle partite correnti.⁶

1.4 L'inizio della crisi

Dagli anni '50 il crescente impegno militare all'estero e l'inizio della corsa agli armamenti fecero lievitare la spesa pubblica e la quantità di dollari in circolazione, portando ad una continua emissione di valuta, esponendola a deprezzamento e quindi inflazione, ma aumentando la difficoltà nel mantenere la parità aurea da parte della superpotenza.

Inoltre, alla fine del decennio, a turbare l'equilibrio fu la recessione statunitense, che ne limitava il ruolo di maggior creditore internazionale. Ad aggiungere pressione sulla parità aurea del dollaro, tra i vari paesi che intrapresero attacchi speculativi acquistando oro, vi

⁵ *Ibidem* (Selva).

⁶ Di Gaspare G., *Teoria e Critica della globalizzazione finanziaria, Dinamiche del potere finanziario e crisi sistemiche*. Cedam, Padova 2011.

fu la Francia, che approfittò della situazione per sfogare i suoi sentimenti nostalgici del sistema aureo, ma anche di rivalsa, poiché le esternalità causate dall'aumento della massa monetaria si riversavano soprattutto all'esterno della superpotenza, poiché erano soprattutto, ma non solo, i paesi che intrattenevano rapporti commerciali con gli Stati Uniti, in particolare gli stati dell'Europa occidentale e il Giappone a pagare i costi dell'inflazione.

Impatto non indifferente è il differenziale delle quote di export sul mercato internazionale degli Stati Uniti, Germania e Giappone, negli anni immediatamente successivi a Bretton Woods, rispetto all'inizio degli anni '70: gli Usa videro una riduzione delle proprie quote analoga alla diminuzione del surplus commerciale che la superpotenza aveva nei confronti dei due ex rivali, che specularmente aumentarono le proprie quote di export nel commercio internazionale. Questo sconvolgimento fu contemporaneamente una delle cause ma anche conseguenza dell'aumento della spesa pubblica.

L'amministrazione Kennedy tentò di indirizzare la politica di potenza in funzione della stabilità del dollaro, attraverso le esportazioni di beni e servizi strettamente militari, accompagnata da una riduzione della spesa pubblica e quindi dell'immissione globale di dollari, oltre al simultaneo aumento di riserve di altre valute e metalli preziosi. Nei primi anni 60, la saturazione della domanda globale di prodotti statunitensi rallentò la crescita economica degli States, inducendo il presidente Johnson, nel 1964, ad attuare un piano di spesa pubblica, volto ad ammortizzare le ricadute sociali della crisi, il cosiddetto Great Society.

L'impegno bellico e le politiche securitarie vengono additate quali cause principali della difficoltà a mantenere la parità aurea. Il dispendio militare e finanziario per la guerra del Vietnam rappresenterebbe il punto di non ritorno, poiché minò definitivamente gli sforzi precedenti. Altri due fattori però contribuirono alla crisi. Il primo è costituito dagli "eurodollari", ovvero quegli asset in dollari detenuti dagli investitori americani fuori dagli States, ma soprattutto nella piazza londinese, che attraeva molti flussi di dollari, essendo molto meno restrittiva in termini di regole e requisiti. Il secondo fattore afferisce alle crisi politiche ed energetiche: la Guerra dei sei giorni, seguita dalla crisi di Suez nel 1967, e dalla Guerra dello Yom Kippur nel 1973 provocarono l'aumento del prezzo del greggio e delle *royalties* che gravavano sulle compagnie americane. Questa ritorsione da parte

dell'OPEC (cartello economico composto dei paesi esportatori di petrolio all'epoca in gran parte ostili agli Stati Uniti e ad Israele, tra cui spiccavano alcuni paesi Arabi) contribuì alla perdita di valore della valuta verde. Si tratta delle cosiddette crisi petrolifere.⁷

Questa però è solo una faccia della medaglia. Secondo alcuni analisti è necessario invertire il nesso causale che vede le crisi petrolifere come causa principale della perdita di valore del dollaro. Osservando la questione dalla prospettiva opposta, lo shock petrolifero sarebbe causato in realtà proprio dal deprezzamento del dollaro, la cui svalutazione spinse i paesi esportatori a richiederne maggiori quantità per poter evitare l'erosione dei loro profitti, alimentandone ulteriormente la svalutazione.⁸ Più che catalogare in modo netto quale di questi fattori sia causa, e quale conseguenza sarebbe più corretto parlare di circolo vizioso, o al massimo definire la ritorsione politica dai paesi arabi non come causa primaria o assoluta, bensì come semplice causa parziale o con-causa.

1.4 Il tramonto di Bretton Woods

A causa del continuo e ripetuto aumento della spesa pubblica, dell'emorragia di dollari e della conseguenziale dinamica inflazionistica che alimentava la difficoltà a mantenere la parità aurea, necessaria per stabilità del commercio internazionale, R. Nixon tentò di salvare a tutti i costi il sistema di Bretton Woods in modo paradossale: sospendendolo. Il primo passaggio consisteva nel ristabilire il pareggio della bilancia commerciale e di conseguenza della bilancia dei pagamenti: dopo averlo sganciato dall'oro era necessaria un'iniziale e temporanea svalutazione del dollaro, il tutto accompagnato da misure protezionistiche e mercantilistiche.

Un'altra chiave di lettura inquadra in una prospettiva puramente geopolitica questa mossa: sganciando la quantità di valuta emessa dalle riserve auree, essa da allora dipese solo dalla disponibilità degli Stati Uniti di emetterla e dalla fiducia del resto del pianeta nella loro economia. Emerse la moneta *fiat*, funzione dell'arbitraria volontà politica e

⁷ *Ibidem* (Di Gaspare).

⁸ *Ibidem* (Selva).

geopolitica statunitense, non più vincolata un corrispettivo fisso di moneta preziosa che ne determina la disponibilità e il valore.⁹

In questo modo sarebbe aumentata la domanda di dollari a livello internazionale, e ne sarebbe derivato un ingente flusso di rientro verso la patria, che avrebbe portato alla stabilizzazione dei movimenti valutari, e all'apprezzamento della valuta statunitense nei mercati di cambio internazionali, ponendo, una volta riapprezzato, le basi per una nuova parità del dollaro rispetto all'oro e alle altre valute. Nel 1971, con lo Smithsonian Agreement, Nixon mise in atto la svalutazione del dollaro e la fine del suo ancoraggio all'oro: era la fine degli accordi di Bretton Woods.

Ragioni puramente strutturali vennero accompagnate da fenomeni sovrastrutturali, ovvero ideologici, figli di nuove teorie economiche. Tra questi emerge il *monetarismo*, il cui massimo esponente è rappresentato da Milton Friedman, che avrebbe posto delle basi “scientifiche” alle nuove politiche economico-monetarie statunitensi. Secondo questa teoria il valore della moneta, così come per gli altri beni, viene determinato dall'equilibrio tra la sua domanda e la sua offerta. Un eccesso di offerta avrebbe inevitabilmente diminuito il valore della moneta in questione. Il deficit commerciale andava quindi ridotto al fine di mantenere stabile il valore del dollaro, in quanto le continue importazioni avrebbero causato la svalutazione della valuta del paese in disavanzo (svalutazione per giunta fisiologica, poiché funzionale ad un successivo aumento delle esportazioni che avrebbe riequilibrato la bilancia commerciale).

Questa analisi viene criticata per la sua astrattezza, poiché non terrebbe conto della volontà degli Stati di utilizzare la moneta per motivi essenzialmente strategici, e darebbe per scontata l'ineluttabilità delle leggi della moneta, impermeabili dalle logiche delle politiche nazionali e internazionali.¹⁰

Da sempre nella storia le monete sono state espressione della volontà e del potere di imperatori e sovrani, come testimoniano le incisioni dei loro volti su di esse, plasmate dalle volontà politica e dalle caratteristiche strutturali degli imperi, sia intenzionalmente,

⁹ *Ibidem* (Maronta).

¹⁰ *Ibidem* (Maronta).

in quanto mero strumento per mantenere o accrescere il potere, sia in modo inintenzionale, in quanto specchio della loro effettiva potenza economica e militare.

Per questi motivi, sebbene dopo un periodo di difficoltà che verrà analizzato nei paragrafi successivi, l'andamento del dollaro negli anni e nei decenni seguenti, dimostrò in effetti il contrario di ciò che sostenevano i monetaristi: la valuta verde manifestò una forte ripresa, nonostante, o proprio attraverso il continuo ed accresciuto deficit commerciale statunitense, necessario per immettere valuta nel sistema. L'aumento della domanda di dollari, infatti, ne ha effettivamente spinto al rialzo il valore, violando gli assunti di Friedman, e impedendo il riequilibrio della bilancia commerciale. Questo perché l'apprezzamento del dollaro sfavoriva le esportazioni a vantaggio delle importazioni. L'unico mezzo di cui dispone la FED per far diminuire la domanda di valuta verde in modo da svalutarla, è l'abbassamento del tasso di interesse, e quindi della remunerazione dei titoli, anche se ciò conduce inevitabilmente all'inflazione.¹¹ Nel mutato contesto economico internazionale il disavanzo commerciale era quindi fisiologico all'egemonia del dollaro, e per questo motivo, ogni politica volta a riequilibrarlo sarebbe stata fallimentare e deleteria. Le dimensioni dell'economia statunitense non erano più le stesse del secondo dopoguerra, e il suo peso relativo era diminuito molto, così come era aumentato quello dei paesi dell'Europa occidentale e del Giappone, le cui capacità produttive e quote di export si erano moltiplicate, come già accennato. Per via di queste circostanze, sommate effetti della crisi petrolifera, in quegli anni si raggiunse il riequilibrio della bilancia commerciale, ma al ribasso, poiché le misure protezioniste ebbero effetti nefasti: oltre a causare un isolamento economico, alimentarono l'inflazione interna e la disoccupazione, compromettendo la crescita produttiva. Questo fenomeno è definito dal gergo tecnico *stagflazione*. Le politiche finalizzate a preservare l'egemonia del dollaro ne stavano acuendo la crisi. Se si fosse voluto mantenere la centralità nel sistema monetario internazionale e la stabilità economica interna si sarebbe dovuto rinunciare al surplus commerciale, come già spiegato in precedenza.

Gli Stati Uniti decisero allora di rinunciare alla parità con l'oro, e di sacrificare il surplus commerciale, pur di mantenere l'egemonia della propria moneta. I flussi verso l'esterno sarebbero stati compensati dai flussi di rientro di valuta, canalizzati in vari modi, ma

¹¹ *Ibidem* (Maronta).

soprattutto attraverso la liberalizzazione del sistema finanziario statunitense, che verrà esaminata nel paragrafo successivo.

Nel 1973 ogni legame fisso con le altre valute venne reciso: nacque il sistema di cambi flessibili, tutt'ora vigente. Nel corso degli anni '70 la valuta statunitense continuò ad essere la principale moneta internazionale. Varie manovre favorirono questo rafforzamento. Tra queste spicca la creazione dei famosi petrodollari. Questo termine è usato per descrivere le operazioni finanziarie attuate dai paesi dell'OPEC (alcuni di essi si opposero all'iniziativa per motivi politici), in particolare le monarchie del golfo, in accordo con gli Stati Uniti. Questi stati decisero di accettare unicamente i pagamenti in dollari e di investire gli eccessi dei loro proventi non solo nel sistema finanziario americano, ma soprattutto acquistando i titoli di Stato statunitensi, in cambio della protezione politica e militare di Washington, ottenendo inoltre evidenti vantaggi economici.

1.5 Dalla fine degli accordi di Bretton Woods alla rivoluzione finanziaria

Nei primi 1980 si avviò una stretta creditizia statunitense che scatenò una crisi dei mercati azionari e obbligazionari, le principali fonti di finanziamento delle imprese e delle multinazionali, e che porterà alla nascita di nuovi strumenti finanziari, chiamati derivati e alla riduzione delle barriere e delle restrizioni. Il fine di tutto ciò continuava ad essere l'attrazione di investimenti esteri in asset espressi in dollari, e quindi flussi monetari verso gli States.

In effetti, l'altro principale fattore che determinò la ripresa del dollaro, come già menzionato precedentemente, consistette proprio nella deregolamentazione del sistema finanziario, volta ad attirare capitali ed investimenti stranieri, in modo da generare un flusso costante di dollari in entrata, per compensare quelli uscenti. Il sistema finanziario fu deregolamentato sempre di più.

Nel 1980, con il DIDMCA si inaugura la fase di deregolamentazione finanziaria. Attraverso questo atto giuridico vengono abrogate molte delle restrizioni per gli enti

bancari in materia di concorrenza, in questo modo si potevano rendere più appetibili gli investimenti attraverso l'aumento dei tassi di interesse, permettendo una competizione tra le banche molto più rischiosa; vennero ridotti i requisiti necessari per potersi quotare in borsa, spalancando l'ingresso a molti operatori precedentemente ritenuti non idonei; veniva permesso l'impiego indiretto dei fondi depositati nel mercato azionario (anticipazione della futura abolizione del Glass-Steagal Act); vennero permesse le scissioni e le fusioni, famose come *Mergers and Acquisitions* (M&A), tra i vari enti di investimento, e la possibilità di attuare operazioni di *Leveraged buyout*, ovvero di leva finanziaria, che consisteva nella concessione di credito da parte di banche commerciali agli operatori del mercato azionario, finanziando le acquisizioni e incrementando la domanda di azioni, facendone lievitare il prezzo. Nel 1982, con il *Garn-St. Germain Act* nacquero le GSE (società di servizi finanziari garantiti dallo Stato volte a coprire le potenziali insolvenze delle *Saving and Loan*), che comporranno parte del più grande fenomeno chiamato *keynesianesimo finanziario*, volto stimolare il settore immobiliare e agricolo attraverso il sistema finanziario, e che prevedeva inoltre una sorta occultamento del debito pubblico statunitense, ma soprattutto funzionale drenaggio di liquidità dall'estero. Nel 1991 venne emendato l'articolo 33 della FED, che in questo modo poteva immettere direttamente liquidità nel sistema finanziario senza essere vincolata nel dover operare indirettamente tramite le banche commerciali.

Nel 1999, durante la presidenza Clinton, venne abrogato il Glass-Steagal Act, risalente al 1933. Esso consisteva in una serie di regolamentazioni in materia di mercati finanziari, volte ad evitare il ripetersi della crisi del 1929. Con tale atto venne anche istituita la Federal Deposit Insurance Corporation, per prevenire corse allo sportello, e furono inoltre separate le attività bancarie tradizionali da quelle di investimento, per evitare che il rischio di insolvenza delle attività creditizie si ripercuotesse sui risparmi dei depositanti, generando una crisi sistemica che si ripercuoterebbe anche sull'economia reale.¹²

La deregolamentazione era vista come necessaria per il mantenimento della centralità del dollaro e all'egemonia politica e monetaria di Washington. Fu ignorato o sottovalutato il rischio di generare gravi effetti collaterali, come le bolle speculative, che una volta scoppiate, portarono a vari crolli, come accadde nel 1987. Quest'ultima crisi indusse gli

¹² *Ibidem* (Maronta).

strateghi economico-finanziari a separare ulteriormente l'economia reale dai mercati finanziari e a varare nuove misure per scongiurare futuri crolli. Una delle principali, il *Gramm-Leach-Bliley Act*, consentì di poter operare sia come dealer che come broker, proprio per evitare repentini crolli dei prezzi, e quindi il ripetersi della sopracitata crisi del 1987.

Si puntò inoltre sulla crescita del NASDAQ, la principale sede di negoziazione dove si quotano i titoli delle aziende operanti nei settori *High Tech* (ad alta tecnologia), istituita nel 1971. Essendo i prodotti di questo settore molto complessi, risultava complicatissimo stabilirne il valore reale così come l'andamento complessivo delle varie aziende e della situazione reale del mercato. In questo modo veniva separato ulteriormente il prezzo delle azioni dal valore reale, separazione finalizzata da un lato ad evitare la corsa alla svendita delle azioni (era difficile prevedere un futuro crollo della borsa, e ciò avrebbe evitato l'accendersi di allarmismi che effettivamente ne avrebbero causato il crollo mentre dall'altro ad attirare ulteriori flussi di capitale nel mercato azionario

1.6 Il ruolo delle istituzioni economiche internazionali

Un ingente contributo fu dato anche dalle istituzioni internazionali nate dagli accordi Bretton Woods, da sempre espressione della volontà di Washington, che, occupandosi dell'erogazione creditizia, specialmente nei paesi in via di sviluppo o finanziariamente fragili, ne plasmarono la politica economica, imponendo vincoli di bilancio restrittivi e controlli sulla stabilità monetaria, funzionale all'equilibrio dollaro centrico.

L'apprezzamento del dollaro inoltre debilitava i bilanci dei paesi in via di sviluppo, i cui debiti erano generalmente espressi in dollari, e la loro insolvenza veniva usata anche come leva per forzare l'ingresso delle multinazionali occidentali nei loro settori strategici, ed obbligandoli ad accettare operazioni di sfruttamento, soprattutto per ciò che riguarda le materie prime, ottenute a basso costo.¹³

A spianare la strada a questo processo, fu la dissoluzione dell'URSS (1989-1991), che permise di inglobare il resto del mondo non occidentale nel nuovo sistema economico,

¹³ Ibidem (Di Gaspare).

finanziario e geopolitico, compresi i suoi ex stati satellite, così come i vari paesi dell'estremo oriente, che godranno di una crescita economica esponenziale negli anni successivi. Si stava inaugurando la fase unipolare. Già agli anni '60, i paesi dell'America latina avevano iniziato ad emettere titoli di Stato espressi in dollari ed acquistati dalle banche statunitensi. Dagli anni '90, le tigri asiatiche e la Cina, entrando a far parte del Washington consensus, ancorarono le loro valute al dollaro, per poter investire negli Usa, attratti dall'ormai più grande mercato dei capitali al mondo.

Particolare attenzione merita l'istaurarsi dell'interdipendenza tra Cina e Stati Uniti. Il gigante asiatico funse già dagli anni '70 -'80 sia da leva di profitto per le aziende d'oltreoceano, sia da calmiera dei prezzi per contrastare e l'inflazione e mantenere alto il tenore dei cittadini americani.¹⁴ I due paesi si accordarono nel favorire la svalutazione del renminbi, ed un parallelo apprezzamento del dollaro. Ciò era funzionale all'aumento dell'export cinese nel mercato americano, e il surplus commerciale da esso generato veniva utilizzato dalla Cina stessa per acquistare Titoli di Stato della controparte, oltre che per intraprendere investimenti transfrontalieri e per l'acquisizione di materie prime, utilizzando dollari, in modo tale da disporre di un maggiore potere di acquisto. Queste manovre consolidarono ancor di più la divisa verde nel suo ruolo di prezzatura delle merci e di mezzo di pagamento nelle transazioni internazionali. La Cina, quindi, aveva un interesse diretto nell'evitare la svalutazione del dollaro, per mantenere ricco il suo principale acquirente delle sue merci e per mantenere elevato il suo potere di acquisto. Tutto ciò fece in modo che la produttività cinese si moltiplicasse, spianando la strada al più grande miracolo economico della storia. Questa dinamica portò all'ingresso della Cina nel WTO nel 2001, da inglobata nel sistema economico internazionale (e quindi statunitense).

Tutte queste premesse, unite alla supremazia politico-militare a stelle e strisce, hanno garantito al dollaro l'egemonia planetaria. La valuta statunitense, nonostante siano passati più di 50 anni dalla fine degli accordi di Bretton Woods, continua ad essere la moneta di riferimento internazionale, per gli scambi, come unità di conto e riserva di valore.¹⁵

¹⁴ *Ibidem* (Maronta).

¹⁵ *Ibidem* (Selva).

1.7 Dalla crisi del 2008 al tempo presente

La crisi del 2008 è considerata indubbiamente una delle più gravi della storia contemporanea. Le cause primarie vanno ricercate nella già analizzata liberalizzazione e deregolamentazione del sistema finanziario statunitense, che ha proseguito imperterrita fino ai primi anni 2000'. In questi anni iniziarono, inoltre, ad essere concessi da parte delle banche commerciali mutui ipotecari a soggetti ad alto rischio, i famigerati mutui *subprime*. Questi ultimi venivano agglomerati tra loro in strumenti finanziari articolati, come gli MBS (*Mortgage Backed Securities*), che a loro volta venivano aggregati in asset finanziari ulteriormente complessi, quali i CDO (*Collateralized Debt Obligation*), e cartolarizzati, in modo da trasferire il rischio agli acquirenti di questi asset, invogliati ad acquisirli anche spinti dalle agenzie di rating che, non riuscendo a valutarli adeguatamente, a causa della loro elevata complessità, gli conferivano valutazioni positive in merito al rischio (la classica tripla A), nonostante spesso fossero altamente rischiosi.

Il settore immobiliare era stato inoltre, insieme a quello agricolo, uno dei settori, stimolati e foraggiati dalle politiche del *keynesianesimo* finanziario. Ciò aveva fatto crescere la domanda immobiliare e di conseguenza si ebbe un aumento dei prezzi, che consentiva ai mutuatari di rivendere l'immobile per estinguere il mutuo che aveva consentito di acquistarlo, incassando la differenza, o di praticare il *refinancing cash out*, ovvero la capacità di chiedere un prestito di importo superiore al mutuo precedente, avendo come garanzia un immobile con un valore accresciuto rispetto al momento dell'acquisto, e guadagnando sulla differenza anche in questo caso. Il valore nominale degli immobili era ormai lontano dal loro valore reale.

A questo punto erano state poste tutte le condizioni per la genesi della bolla speculativa, che crebbe per anni, fino ad esplodere nel 2008, con effetti recessivi di portata globale, a causa dell'interconnessione commerciale e finanziaria tra l'economia statunitense e le restanti economie del mondo. Questa interconnessione fu rafforzata significativamente proprio delle riforme volte alla deregolamentazione e all'apertura del sistema finanziario

intraprese da Washington, che possono essere considerate causa primaria tanto della bolla in sé quanto della natura globale delle sue ripercussioni.

Nonostante possa sembrare controintuitivo, lo scoppio della bolla immobiliare del 2008 non solo non ha indebolito, ma ha addirittura rafforzato l'equilibrio dollaro-centrico. Come in tutti i momenti di incertezza politico-economica della storia, si tende a cercare rifugio nella valuta al momento più stabile, e nei titoli di debito dello stato che la emette. Questo meccanismo vale anche per gli Stati e gli intermediari finanziari: la FED, per mitigare gli effetti deleteri della crisi, ha immesso un ingente quantità di dollari nel sistema economico internazionale e in particolare nel vecchio continente, tramite la BCE e la *Bank of England*. Ciò è stato attuato tramite uno strumento derivato: lo swap valutario. Questo meccanismo consiste nell'erogazione di credito in dollari da parte della FED alle suddette banche, in cambio dello stesso ammontare nelle proprie valute, a condizione dell'impegno di mantenere le proprie valute stabili, in vista del flusso di ritorno al momento prestabilito. Liquidità indispensabile per contrastare la recessione generata dalla crisi.

1.8 Lo scenario attuale

Negli ultimi anni, varie sfide sono emerse all'egemonia statunitense ed alla rispettiva valuta. Le più rilevanti sono: l'ascesa economico-militare della Cina e l'eventuale affermazione dello yuan; la possibile alternativa costituita dall'euro, e l'impatto, seppur limitato, che possono avere le criptovalute; il formarsi del blocco geo-economico dei BRICS, e la loro volontà di schermarsi dal dollaro statunitense riducendone l'utilizzo, per attuare la conclamata dedollarizzazione, e la loro velleità di creare una nuova valuta comune.

L'acuirsi del contrasto tra USA e i suoi rivali, in particolare Russia e Iran, entrambi membri del gruppo BRICS (l'Iran ha compiuto il suo ingresso nel 2024), ha visto aumentare l'utilizzo delle sanzioni finanziarie, poste in essere per volontà degli Stati Uniti, seguiti dall'Unione Europea e degli altri paesi afferenti a Washington. Queste ultime costituiscono una vera e propria arma non convenzionale (a doppio taglio), i cui effetti si ripercuotono in maniera incontrollabile sull'intero sistema economico-finanziario internazionale, con conseguenze inintenzionali che spesso si ritorcono contro il soggetto che le ha messe in atto. Come già anticipato, queste rinnovate tensioni, che si ripercuotono

anche nel campo economico-finanziario, hanno indotto vari paesi strategicamente rivali degli USA, a voler ridurre l'utilizzo del dollaro: sia per erodere il primato della superpotenza, ma soprattutto per schermarsi dalla dipendenza da esso, per rendersi immuni da possibili ritorsioni economiche e finanziarie, che l'egemone puntualmente utilizza come strumento di soft power. Gli effetti di questa guerra economica verranno analizzati nel dettaglio nei prossimi capitoli.

La divisa verde, nonostante siano passati più di 50 anni dalla fine degli accordi di Bretton Woods, continua ad essere la moneta di riferimento internazionale, per gli scambi, come unità di conto e come riserva di valore. Il suo primato, al giorno d'oggi, è ancora indiscusso.

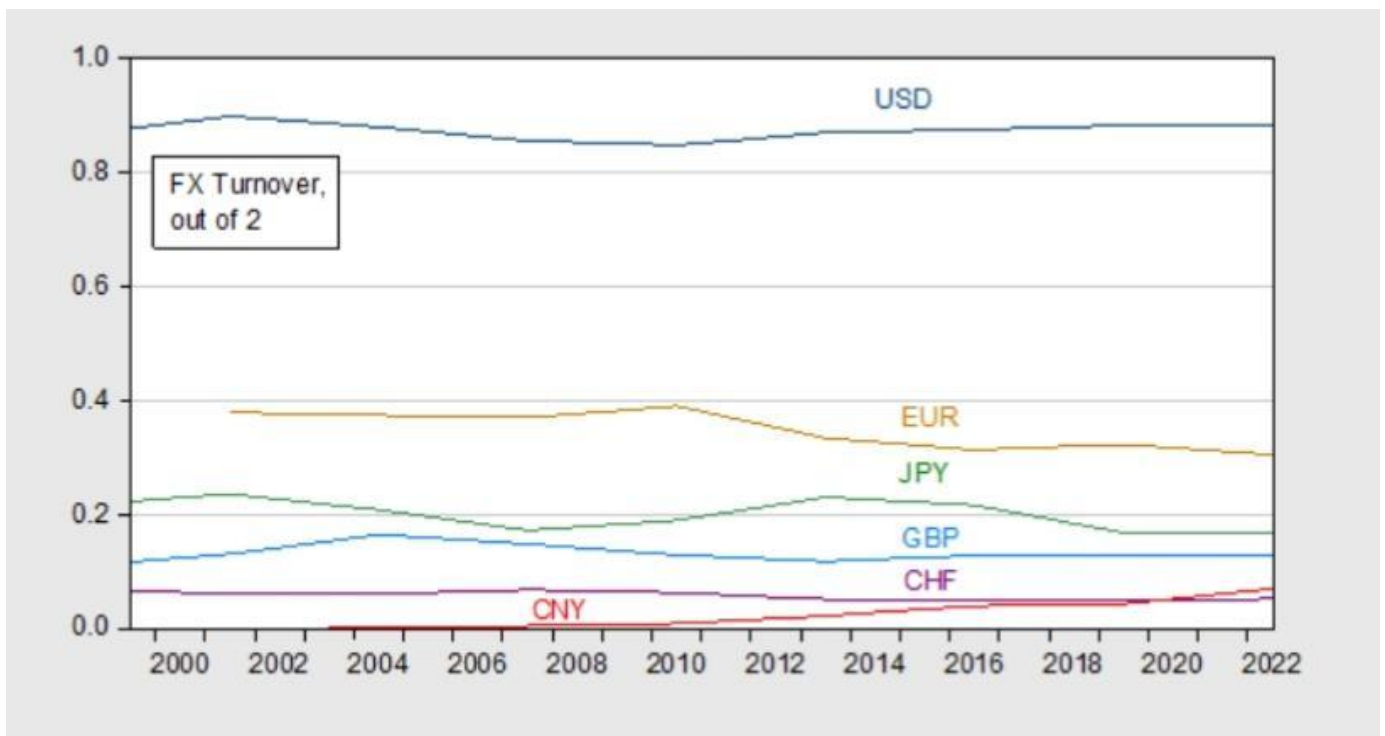
CAPITOLO 2

LE PRINCIPALI SFIDE ALL'EQUILIBRIO DOLLARO-CENTRICO – QUALI POTENZIALI ALTERNATIVE?

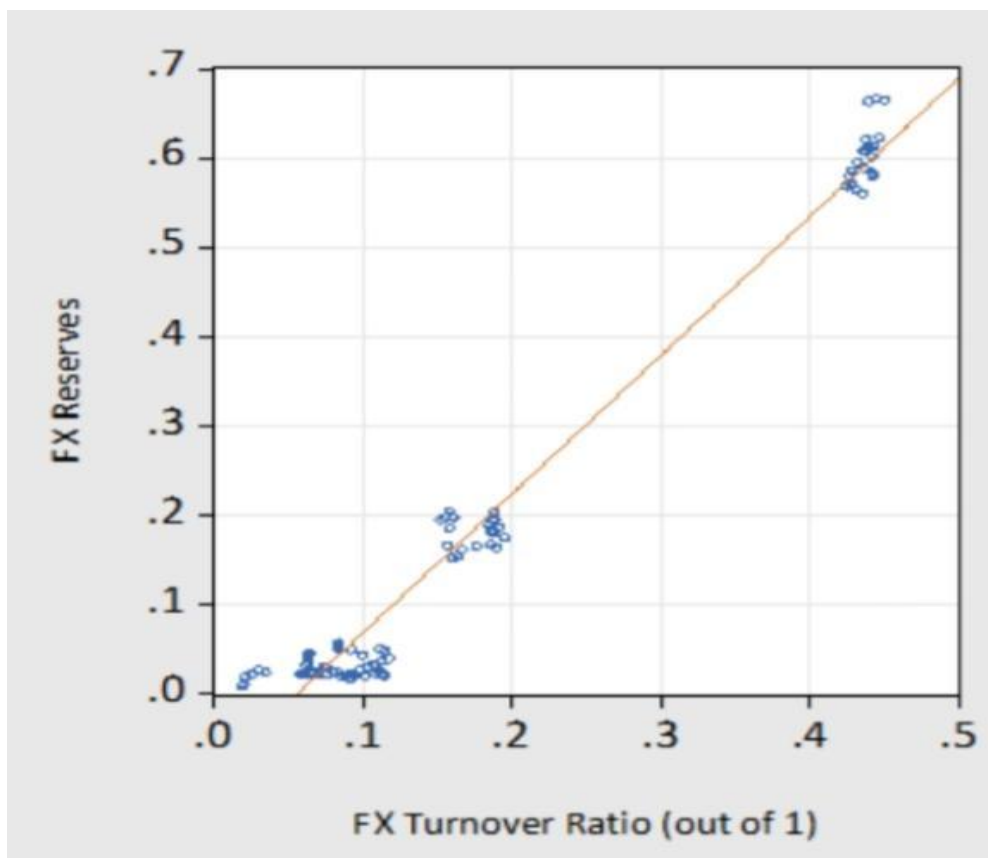
2.1 L'euro insidia il primato del dollaro?

La fine dell'egemonia del dollaro iniziò ad essere annunciata sin dagli anni '60. Con la crisi di Bretton Woods convinse ulteriormente i fautori di questa visione, tra i quali figura l'economista Robert Triffin con il suo trilemma. Precedentemente si è analizzato come queste previsioni non si fossero rivelate esatte, e come la fine di Bretton Woods abbia addirittura inaugurato *de facto* una nuova fase di egemonia degli States e della loro valuta, e come la stessa crisi del 2008 invece che indebolire, ha rafforzato questo predominio monetario.

La letteratura scientifica ha evidenziato alcune dimensioni fondamentali per uno stato, affinché si possa determinare se la propria valuta abbia o no i requisiti per divenire la valuta di riserva internazionale: la grandezza dell'economia reale; l'ampiezza, la profondità, la liquidità disponibile e l'apertura del proprio sistema finanziario; la capacità della valuta di mantenere il proprio valore stabile, non abusando dell'esorbitante "privilegio" di poter attuare politiche monetarie e fiscali eccessivamente espansive.



Fatturato come misura della dimensione del mercato finanziario nel paese di origine per ciascuna valuta. Il grafico mostra le dimensioni in termini di fatturato dei mercati finanziari, dei vari stati che emettono le principali valute internazionali. Grafico Tratto da “Chin M.D., Frankel J.A., Ito H., *The dollar versus the euro as international reserve currency.*



Correlazione tra quota di riserve e dimensione del mercato finanziario del paese di origine. Grafico tratto da “Chin M.D., Frankel J.A., Ito H., *The dollar versus the euro as international reserve currency*”. Il grafico mostra come l'internazionalizzazione di una valuta sia collegata alle dimensioni del mercato finanziario dello stato che la emette.

Il dollaro statunitense rispettava queste condizioni già nel 1918, all'indomani della Grande Guerra, ma subentrò alla sterlina britannica solo circa 30 anni dopo¹⁶. Questi fattori sono infatti necessari, ma non sufficienti, infatti il dollaro esordì come valuta

¹⁶ Chin M.D., Frankel J.A., Ito H., *The Dollar versus the Euro as International Reserve Currency*. Faculty Research Working Paper Series. Marzo 2024.

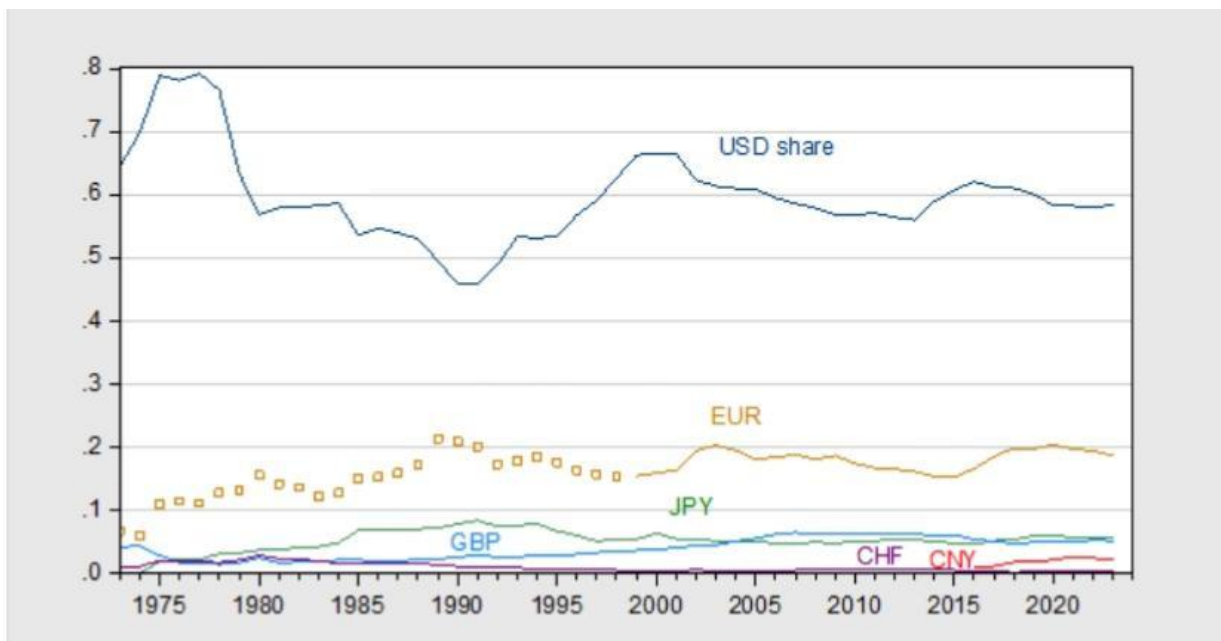
egemone solo dopo che gli Stati Uniti avevano ottenuto la supremazia geo-strategica e militare.

L'euro d'altro canto, immediatamente dalla sua creazione, avvenuta nel 1999, divenne la seconda valuta internazionale. Esso soddisfaceva tutti i requisiti economici elencati precedentemente: le dimensioni dell'economia dell'eurozona erano di poco inferiori rispetto a quelle dell'economia statunitense; il mercato finanziario "europeo" era anch'esso quasi quanto quello statunitense per dimensione; la disciplina monetaria e fiscale a cui erano sottoposte le istituzioni monetarie dell'Unione Europea era di gran lunga superiore rispetto agli Stati Uniti, che in quegli anni presentavano un enorme deficit di bilancio.

Da quanto risulta dai dati attinti dal *International Monetary Fund's Currency Composition of Official Foreign Exchange (COFER)*, dal 1999 al 2010 il dollaro è passato dal 70% al 60% del totale delle riserve, quasi la stessa quota del 1970, e nel 2024 poco più del 57%. L'euro è invece passato a costituire il 30% delle riserve nel 2010, rispetto al 18% del 1999. Negli anni successivi è sceso al di sotto del 20% fino ad attestarsi intorno a tale quota nel 2024. Solo nella percentuale di utilizzo sul totale delle transazioni avvenute tramite SWIFT, l'euro, con il suo 32,6%, si avvicina al dollaro con il 41,7%.¹⁷

La piattaforma SWIFT, il cui acronimo sta per Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication, è un sistema di messaggistica fondato nel 1973 e utilizzato da banche ed istituzioni finanziarie per comunicare e scambiarsi informazioni al livello globale. In particolare, trasmette dati inerenti ad istruzioni di pagamento, bonifici internazionali, operazioni interbancarie, scambi di valuta, ecc... Questo sistema è fondamentale, poiché permette di rendere molto più rapide e sicure queste operazioni.

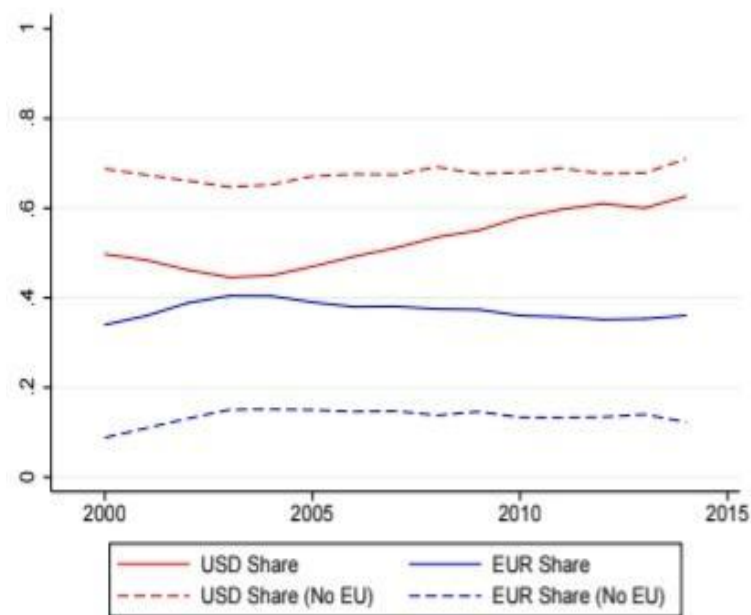
¹⁷ *Ibidem* (Chin M.D., Frankel J.A., Ito H).



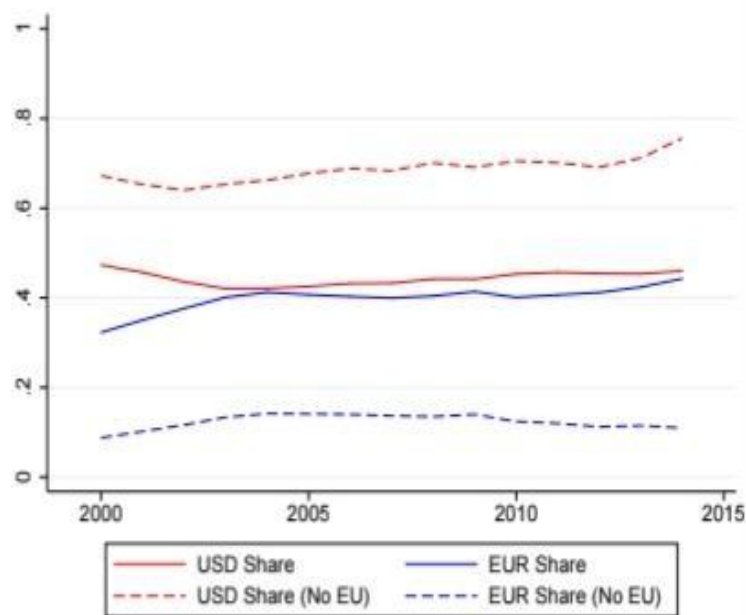
Quota delle principali valute nelle riserve valutarie aggregate mondiali. Grafico tratto da “Chin M.D., Frankel J.A., Ito H., *The dollar versus the euro as international reserve currency*”.

È da notare però un ulteriore dettaglio, ovvero che i dati appena citati sono espressi in dollari. Ciò significa che il differenziale nella quota riflette la svalutazione del dollaro rispetto all’Euro, non deriva da un effettivo aumento di euro nelle riserve a livello internazionale. Questo vuol dire che l’aumento registrato nel ventennio 1990-2010 è puramente nominale, così come le cifre attuali sull’euro, risulterebbero minori in termini reali, al netto della svalutazione del dollaro.

Un altro fattore che fa la differenza riguarda la valuta con cui esportano i paesi dell’eurozona e gli States. I primi fatturano circa il 40% dei pagamenti del proprio export in dollari, mentre per secondi la quasi totalità delle esportazioni viene pagata in euro.



(a) Imports



(b) Exports

Uso del dollaro e dell'euro per la fatturazione degli scambi internazionali. Grafico tratto da *"The Rise of the Dollar and Fall of the Euro as International Currencies"*. Articolo di Maggiori M., Neiman B., Scheeger J. Dicembre 2018.

A livello globale l'utilizzo della valuta verde è aumentato, come già accennato, negli anni successivi alla crisi. Ciò complica ulteriormente un eventuale futura ascesa dell'euro a discapito della valuta d'oltre oceano, essendosi ridimensionato negli ultimi tempi.

Un'altra ragione per cui il dollaro rimane in netto vantaggio rispetto all'euro, riguarda il fatto che gli Stati Uniti non si indebitano in altre valute che non siano il dollaro, e che le istituzioni economiche internazionali, da essi controllate e sovvenzionate, garantiscono che non possa avvenire un default in dollari, e ciò rende gli Stati Uniti capaci di indebitarsi senza limiti. Persino un eventuale svalutazione prodotta dall'inflazione non precluderebbe il suo utilizzo come moneta internazionale.

Questo meccanismo è corroborato dal fatto che la maggior parte delle materie prime, tra cui il petrolio viene prezzata e pagata in dollari. Ciò è dovuto alla superiorità militare ed economica degli Stati Uniti, che riescono ad imporre l'utilizzo della loro stessa valuta per il commercio delle materie prime, e come *conditio sine qua non* per intrattenere relazioni economiche con le loro aziende multinazionali.¹⁸ Questo meccanismo è un retaggio degli accordi risalenti agli anni '70 tra gli statunitensi e i paesi esportatori che hanno generato i sopracitati petrodollari (vedasi Capitolo 1)

L'Unione Europea, seppur disponga di una banca centrale, non gode di questi vantaggi politici ed economici, che a loro volta sono conseguenza della dimensione geopolitica e non solo economica. Inoltre, il tasso di crescita dell'economia statunitense risulta superiore a quello dell'UE da due decenni, e continua ad esserlo tutt'ora. Un occhio di riguardo merita il *Patto di Stabilità e Crescita*, un insieme di misure volte a prevenire eccessivi deficit di bilancio e a garantire stabilità economica, formalizzato nel 1997 per preparare il terreno all'unione monetaria imponeva il limite di 3% per il deficit di bilancio, e il 60% per il rapporto debito-PIL. Dopo varie violazioni e pressioni da parte di Francia e Germania è stato riformato e reso più flessibile, con la previsione di deroghe in caso di circostanze eccezionali come, ad esempio, recessioni o riforme strutturali. In seguito alla crisi, vi sono state riforme che ne hanno inasprito i vincoli, la sorveglianza le sanzioni in caso di violazione: il *Six Pack* nel 2011; il *Fiscal Compact* nel 2013 che ha introdotto meccanismi automatici di correzione, ha imposto di rendere il pareggio di bilancio obbligo costituzionale, ha imposto il limite massimo del deficit strutturale allo 0.5% del PIL e per gli Stati il cui debito supera il 60% del PIL la riduzione di un ventesimo della parte eccedente la suddetta soglia; il *Two Pack* del 2013 ha acuito le misure di sorveglianza e monitoraggio da parte della Commissione. Secondo molti economisti di caratura internazionale tra cui McNamara (*Mcnamara K.R.: A rivalry in the making? The Euro and international monetary power. Review of International Political Economy 15:3 pp 439-459 agosto 2008; Europe's economic suicide. By Michael McNamara T.D., 28 June 2012*) Paul Krugman (*Krugman: L'Ue nasconde gli orrori dell'austerità di eunews.it 15 marzo 2013*) e Joseph Stiglitz (*Joseph Stiglitz: Austerity not the way to go*

¹⁸ Fields D., Vernengo M.: Hegemonic currencies during the crisis: the Dollar vs the Euro in a Cartalist perspective. Source: Review of International Political Economy, Vol 20, No.4, pp. 740-759. Agosto 2013.

for Europe. BBC news. 4 ottobre 2011) il *Patto di Stabilità e Crescita*, soprattutto a seguito del suo irrigidimento attuato con le varie riforme del 2011-2013, limitando il budget di spesa dei paesi dell'Unione Europea, ne ha ostacolato la crescita, aumentando la disparità con l'economia d'oltre oceano. Questo costituisce un'altra variabile che alimenta la percezione del dollaro attrattivo rispetto all'euro come riserva di valore e mezzo di scambio. Solo dopo la crisi pandemica del 2020, per far fronte alla crisi economica e sociale, con la clausola di salvaguardia generale è stata sospesa i vincoli al bilancio, in modo da permettere l'implementazione di politiche anticicliche, mentre nel 2024-2025, sono state messe in atto alcune riforme volte a rendere più flessibili i vincoli, e a diversificarli, adattandoli a seconda della situazione economica dei singoli paesi. Come ogni riforma di questa portata, essendo stata appena messa in atto, è troppo presto per valutarla, poiché per vederne gli effetti concreti di medio-lungo periodo bisogna attendere.

Un altro ostacolo che scoraggia gli investitori è rappresentato dall'incertezza, che deriva dalla mancata unità politica dell'Unione Europea, infatti una valuta forte, rispecchia sempre un'entità politica forte e stabile. Il valore e la domanda di una valuta dipendono molto dalle aspettative e dalle percezioni soggettive su di essa.

Un ulteriore fattore risulta rilevante per questa analisi. La potenza geopolitica di uno Stato è una condizione necessaria per l'affermazione della valuta a livello internazionale, e persino dopo il suo tramonto, spesso, la moneta continua, come per inerzia, a riflettere il suo potere ormai decaduto, continuando ad essere la valuta di riferimento internazionale per molto tempo, prima di essere sostituita da un'altra.

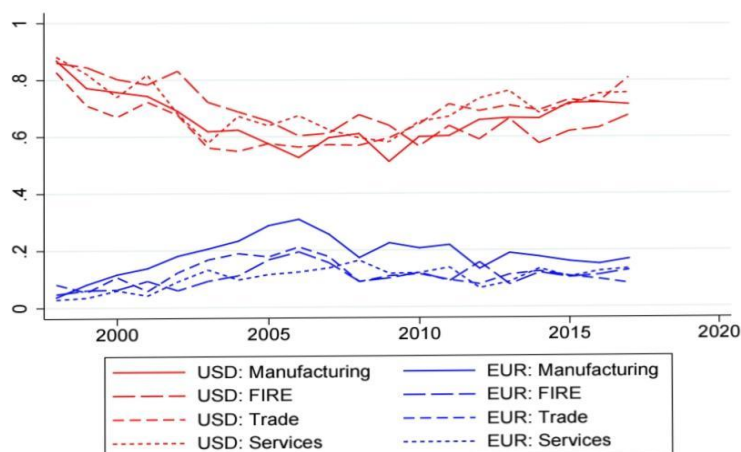
Prendendo come esempio il caso della sterlina, il cui uso diminuì ad un tasso più lento rispetto al declino dell'Impero britannico, o nei casi del *peso* spagnolo e del *solidus* bizantino, la cui diffusione e il cui utilizzo rimasero elevati fino a molto tempo dopo il decadimento dei rispettivi imperi. Ciò è probabile che accada anche per il dollaro, rendendo ancora più ardua e lontana l'eventuale affermazione dell'euro.¹⁹

Negli ultimi anni è aumentato l'uso del dollaro per l'acquisto di titoli di stato o di azioni ed obbligazioni societarie, mentre per l'euro si è registrato un andamento opposto. Per

¹⁹Mcnamara K.R. : A rivalry in the making? The Euro and international monetary power. Review of International Political Economy 15:3 pp 439-459 Agosto 2008.

quanto riguarda il mercato delle obbligazioni societarie transfrontaliere, nel triennio 2005-2008 l'euro e il dollaro venivano utilizzati rispettivamente per il 45% ed il 35% del totale. Negli anni successivi alla crisi fino al 2017 sono passati rispettivamente al 70% e 20%.

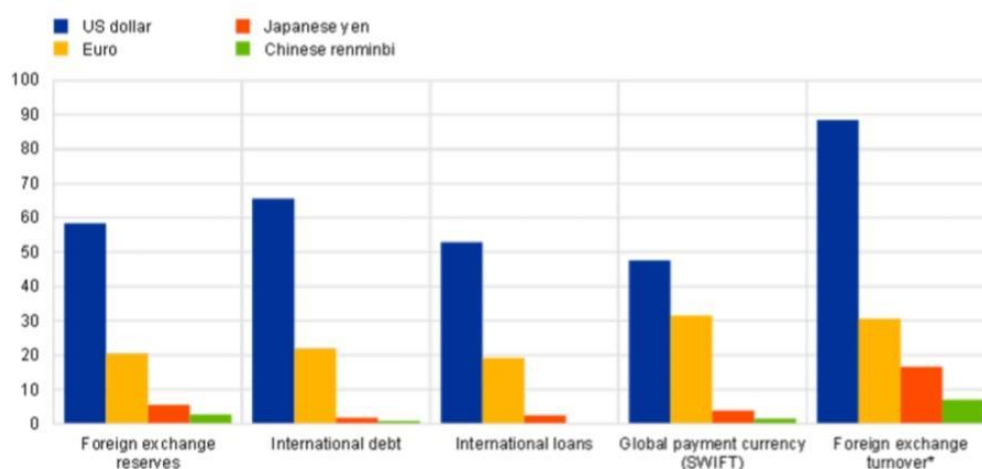
Un simile andamento si registra per quanto riguarda i prestiti bancari.



Utilizzo del dollaro e dell'euro per denominare i prestiti bancari, per settore. Grafico tratto da “”.
Maggiori M., Neiman B., Scheeger J., *The Rise of the Dollar and Fall of the Euro as International Currencies*”. Dicembre 2018.

Anche il loro utilizzo come valuta di ancoraggio ha subito la stessa tendenza. Nel 1999 53 paesi avevano le loro valute ancorate all'euro, circa il doppio delle valute ancorate al dollaro. Nel 2015, le valute di Lettonia, Lituania, Romania e Serbia risultavano ancorate all'Euro, mentre altri due paesi avevano rinunciato all'ancoraggio. Nello stesso anno le valute di 5 paesi non erano più ancorate al dollaro rispetto al 1999, mentre le valute di altri 19 paesi che nel 1990 non erano ancorate ad esso nel 2015 lo erano.

Un altro dato va analizzato. Solo il 13% di euro circolante si trova al di fuori dei confini europei, a differenza del dollaro, con il 50% del circolante si trova fuori dagli Stati Uniti.²⁰ Ciò indica come le dimensioni e la diffusione dell'euro a livello qualitativo, si addicano più ad una valuta regionale che ad una valuta globale. Per questa ragione i numeri citati in precedenza, ingannano se osservati solo attraverso una logica puramente quantitativa. L'euro è la seconda valuta internazionale non perché è quasi diffusa quanto il dollaro, ma a causa delle dimensioni economiche dell'Eurozona, all'interno della quale la maggior parte di questa valuta è concentrata.



Indicatori valutari internazionali rispettivamente per dollaro statunitense, euro, yen e renminbi. Fonte: BCE (2023).

Quali sono dunque le criticità strutturali che hanno impedito all'euro di divenire la valuta di riferimento globale? Come già citata in precedenza, la prima è tanto ovvia quanto determinante: l'euro non è emessa da un'entità statale sovrana ed unitaria, e senza un governo centrale non può esservi una politica fiscale comune. La BCE, seppur formalmente indipendente, non può prescindere da una volontà politica degli Stati, che raramente condividono la stessa linea per quanto riguarda la politica monetaria²¹. Questo

²⁰ Germain R., Schwartz H. The political economy of failure: The Euro as international currency. Review of International Political Economy, Vol 21. No. 5. Ottobre 2014.

²¹ *Ibidem* (Germain R., Schwartz H).

per due motivi. Il primo riguarda la politica fiscale, che, seppure con alcune limitazioni, resta competenza esclusiva dei singoli Stati, e la politica monetaria dell'Unione, per quanto unitaria, per essere pienamente efficace dovrebbe essere affiancata e coadiuvata da una politica fiscale altrettanto unitaria e ben definita, che ad oggi non si rintraccia, essendovi 27 politiche fiscali diverse all'interno dell'Unione. Inoltre, anche in caso venisse affidata ad istituzioni comunitarie le competenze in materia di politica fiscale, sarebbe molto difficile da implementare, in modo coerente ed efficace, per via delle differenze economiche strutturali dei singoli stati. La seconda ragione riguarda la modifica stessa dei Trattati che regolano le istituzioni, tra cui la BCE, e che determinano i loro limiti e margine di azione, che si trova nelle mani dei singoli Stati. Questi ultimi, attraverso il Consiglio Europeo, definiscono gli orientamenti e le priorità generali dell'Unione, come espressamente affermato dall'articolo 15 del TUE (Trattato sull'Unione Europea). La Banca Centrale Europea non può, inoltre, monetizzare il debito, diversamente dalla Federal Reserve, ed è restia ad agire come prestatore di ultima istanza, essendo ancorata ad una logica antinflattiva.

Un ulteriore ostacolo è rappresentato dal fatto che i vari paesi presentano situazioni differenti dal punto di vista commerciale. Alcuni infatti, come la Germania, godono di un ingente surplus commerciale, mentre altri sono costantemente in deficit, che si è accentuato dopo l'introduzione della moneta unica. Questi ultimi non possono svalutare la propria moneta per ristabilire il riequilibrio, poiché, condividono la stessa moneta con i paesi in cui sono in deficit, senza dimenticare che la sovranità monetaria, con tutti i limiti sopra elencati, è stata ceduta alla BCE, e non è più nelle mani delle singole banche centrali.

L'Unione Europea, a differenza degli Stati Uniti, manca di un meccanismo strutturato per i trasferimenti fiscali, necessario per livellare le disparità tra le varie aree economiche dell'Eurozona. I trasferimenti tra il nord e sud Europa avvenivano attraverso intermediari privati, ciò favoriva una logica di guadagno e speculazione, invece che di stabilità e di equilibrio. Analogamente a ciò che è avvenuto oltre oceano, venivano alimentate bolle speculative, e quando queste scoppiarono nel 2008, si riversarono nell'intero sistema, ed i debiti privati divennero debiti pubblici, producendo il fenomeno della crisi dei debiti sovrani in Europa, che ha quasi posto fine all'euro stesso.

L'Unione Europea è inoltre priva di un'unione bancaria completa, e non è munita di regolamentazione bancaria comune.²² Anche questo pilastro è stato ideato in seguito alla crisi. Nel 2014 è stato istituito il meccanismo di vigilanza unico (SSM - Single Supervisory Mechanism), che prevede il controllo diretto da parte della BCE sulle principali banche dell'Eurozona. Dal 2014 è stato inoltre introdotto il Meccanismo di Risoluzione Unico (SRM - Single Resolution Mechanism), operativo dal 2016, al fine di fronteggiare eventuali crisi attraverso vari strumenti e piani di azione. Questo è accompagnato dal Fondo di Risoluzione Unico, finanziato dal settore bancario stesso, previsto come fondo di emergenza. Sebbene questo fondo sia stato completato nel 2023, la sua mutualizzazione è prevista per il 2026, con la quale i compartimenti attualmente divisi in base nazionale confluiranno in un unico fondo. Si prevede inoltre, come terzo pilastro, un Sistema Europeo di Assicurazione dei Depositi (EDIS - European Deposit Insurance Scheme), ma non ancora attuato a causa di varie opposizioni politiche di alcuni paesi come, ad esempio, Germania e Paesi Bassi, che non vogliono “gravarsi” del peso di dover coprire sistemi bancari più fragili di altri stati. Manca inoltre un quadro di regolamentazione comune per i titoli di stato nei bilanci bancari, per questo motivo i vari sistemi bancari restano ancora fortemente collegati alla situazione finanziaria ed al debito pubblico del rispettivo Stato, amplificano il rischio crisi sistemica, alimentando potenzialmente lo stesso il circolo vizioso che ha portato alla crisi dei debiti sovrani. Un altro ostacolo è causato dalla differenza tra gli ordinamenti giuridici e fiscali dei singoli stati: Le regole su fallimenti, ristrutturazioni bancarie, giustizia commerciale e imposte variano per ogni paese.²³

Questi pilastri mancati, rendono ancora incompleta l'unione bancaria comunitaria, sia a causa di difficoltà tecniche e strutturali ma soprattutto a causa di tensioni e resistenze politiche di alcuni stati.

Per garantire la diffusione della valuta a livello globale, storicamente sono stati adottati principalmente due metodi. Il primo, che si è rivelato insostenibile, prevede un surplus commerciale, con il quale vengono finanziati prestiti e investimenti verso l'estero. Come dimostra il caso della Gran Bretagna, nel lungo periodo questa politica è insostenibile: i

²² *Ibidem* (Germain R., Schwartz H).

²³ Ljubljana, How can we make the most of an incomplete banking union? European Central Banking Supervision. Settembre 2021.

debitori esteri non riuscirebbero mai a ripagare i debiti se persistesse il deficit commerciale nei confronti dell'egemone, ciò porterebbe questo meccanismo ad arrestarsi. La Gran Bretagna compensò gli effetti insostenibili di questo meccanismo attraverso l'importazione di beni agricoli a basso costo dai paesi indebitati. Il secondo metodo, storicamente adottato dagli Stati Uniti (vedasi Capitolo 1), prevede invece il disavanzo commerciale del paese emittente, compensato dai flussi di ritorno attraverso il mercato finanziario e attraverso il finanziamento del debito pubblico dell'egemone, da parte dei paesi in surplus. Le principali economie dell'Eurozona, basate sull'esportazione, non riuscirebbero a sostenere un disavanzo commerciale di questa portata, poiché dovrebbero ridurre drasticamente la loro produzione industriale ed ampliare il proprio mercato finanziario, e per attuare queste scelte politiche drastiche e gravose sulla popolazione, è necessaria una volontà politica univoca, che non si rintraccia nell'Unione Europea neanche per questioni immensamente meno drastiche di questa.

L'euro, per concludere, non solo è ben lontano dal sottrarre al dollaro il ruolo egemone poiché ad esso mancano le condizioni strutturali, ma addirittura rischia di ridimensionarsi, a causa delle divisioni interne all'interno dell'Unione Europea, acuitesi con la crisi pandemica, ma anche con le recenti tensioni internazionali.

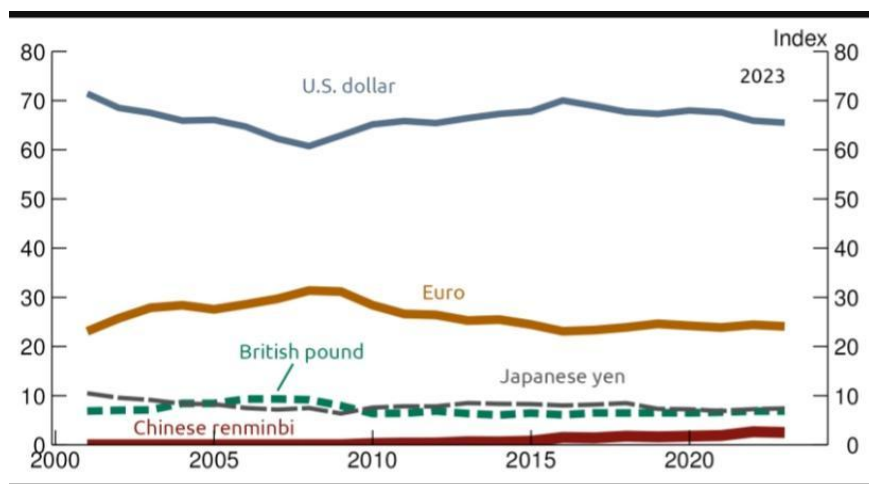
2.2 Lo yuan - futuro egemone?

Come già accennato sono tre le funzioni a cui una valuta deve adempiere per essere considerata internazionale. Deve poter essere utilizzato come mezzo di pagamento sia per enti privati che pubblici; come riserva di valore viene utilizzata da privati comprando asset in quella valuta, mentre dalle banche centrali le depositano nelle proprie riserve, solitamente in tempo di crisi, per salvaguardare la propria valuta o per sorreggere la propria economia; come unità di conto per facilitare le transazioni internazionali dei privati, mentre gli stati la utilizzano per ancorare ad essa la propria valuta e determinare il tasso di cambio.

Il dollaro al giorno d'oggi è l'unica valuta che assolve a tutte queste funzioni a livello globale, mentre l'utilizzo dell'euro e dello yuan in queste modalità è limitato geograficamente a livello regionale.

Tre fattori però sono determinati affinché una valuta riesca a sostenere onori ed oneri: fiducia, liquidità ed una solida rete di transazioni. Essi, come già accennato, derivano essenzialmente dalla grandezza economica, dallo sviluppo del mercato finanziario, e dal potere militare del paese in questione.

Al giorno d'oggi l'utilizzo internazionale complessivo dello yuan o renminbi è del 2.5%, inferiore rispetto all'euro, allo yen e si trova persino dietro la sterlina britannica, e ben lontano dal dollaro che detiene una quota del 66%.²⁴



Nota: l'indice è una media ponderata della quota di ciascuna valuta nelle riserve valutarie divulgate a livello globale (peso del 25%), del volume delle transazioni valutarie (25%), dell'emissione di debito in valuta estera (25%), dei crediti in valuta estera e bancari internazionali (12,5%) e delle passività in valuta estera e bancarie internazionali (12,5%). Grafico tratto da *Von Beschwitz B., Internationalization of the Chinese renminbi: progress and outlook. Board of Governors of the Federal Reserve System. Agosto 2024.*

Fonte: COFER del FMI; Indagine triennale delle banche centrali della BIS sul mercato dei derivati FX e OTC; Refinitiv; Statistiche bancarie locali della BIS; Elaborazioni del personale del Consiglio di amministrazione.

²⁴ Von Beschwitz B., Internationalization of the Chinese renminbi: progress and outlook. Board of Governors of the Federal Reserve System. Agosto 2024.

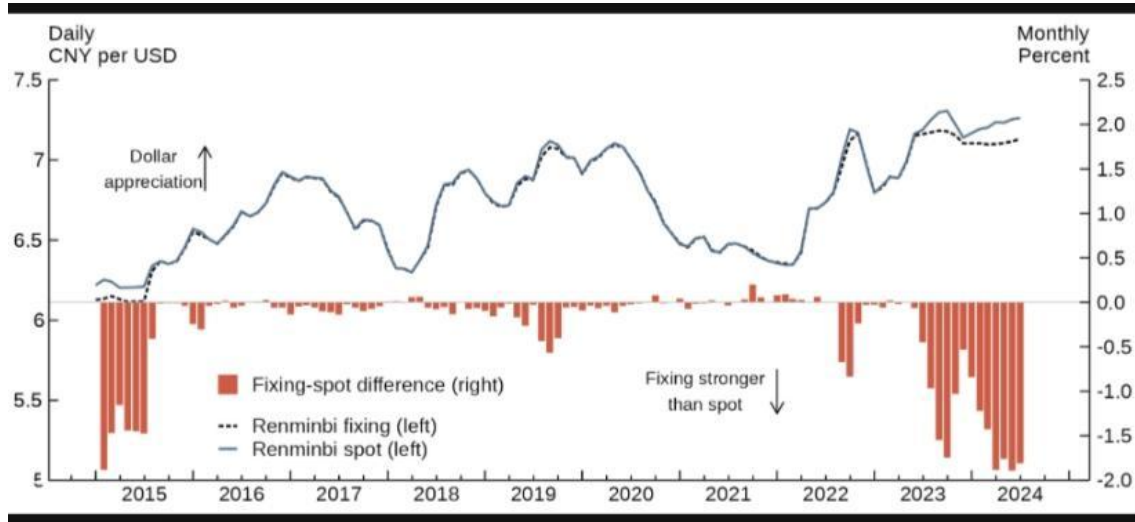
Per comprendere la prospettiva internazionale dello yuan, bisogna analizzare tre dimensioni cruciali: l'apertura del conto del capitale del sistema economico finanziario cinese, l'utilizzo come mezzo di scambio, e come riserva di valore.

L'apertura del conto capitale permette di rilevare quanto liberamente i capitali ed investimenti di natura puramente finanziaria possono uscire ed entrare dal sistema finanziario di un paese. Da essa dipende la posizione nel mondo degli investimenti internazionali, misurata in termini relativi attraverso il saldo netto di investimento, ovvero la differenza tra il reddito generato dagli investimenti esteri di un paese (attività) e il reddito guadagnato dagli investitori stranieri che hanno investito in quel paese e dalle obbligazioni di famiglie, imprese e governo verso l'estero (passività). Mentre in termini assoluti viene calcolato attraverso il rapporto tra la somma delle attività e delle passività e il pil nazionale. La somma delle attività e passività estere cinesi ha registrato un aumento di 6 volte in 10 anni, raggiungendo come quantità il 100% del PIL nazionale. Risulta però ancora distante da altri paesi e organizzazioni che emettono valute di riserva: in Giappone il rapporto ammonta al 310%, negli Usa al 326% e nell'Eurozona al 446%. Le attività cinesi verso l'estero sono composte da investimenti diretti esteri (62%), prestiti bancari e commerciali (25%) investimenti di portafoglio (13%). Le partecipazioni estere in attività cinesi sono iniziate a diminuire dal 2022 a causa delle difficoltà economiche cinesi e dei problemi legati al settore immobiliare. Queste ammontano attualmente a 1.3 trilioni di dollari, notevolmente inferiore ai 27 trilioni di attività estere negli States.

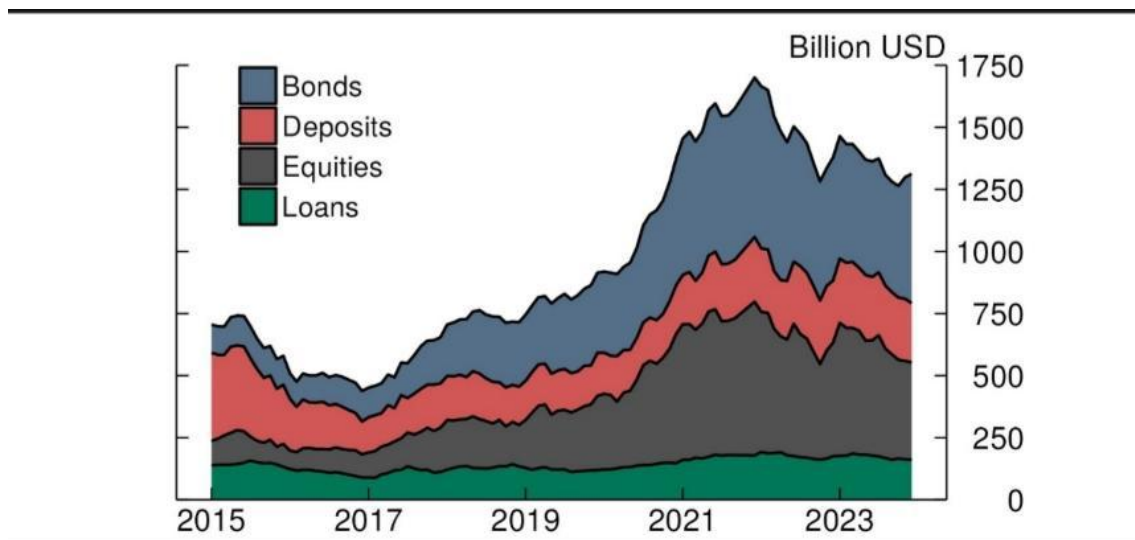
Inoltre, le politiche restrittive delle autorità cinesi sui controlli sui capitali incideranno negativamente sull'internazionalizzazione del renminbi. Queste hanno registrato un inasprimento dall'agosto del 2023, e sono un chiaro segnale, che il gigante asiatico tenga di più alla stabilizzazione del tasso di cambio rispetto all'aumento dell'utilizzo della propria valuta a livello internazionale.

In effetti, a differenza di altre valute di riserva come il dollaro o l'euro, il tasso di cambio dello yuan cinese non è determinato dalle fluttuazioni spontanee, bensì è gestito dalla

Banca Popolare Cinese, che ogni mattina determina l'intervallo di oscillazione (prossimo al 2%) rispetto al tasso di cambio tra yuan e dollaro statunitense.²⁵

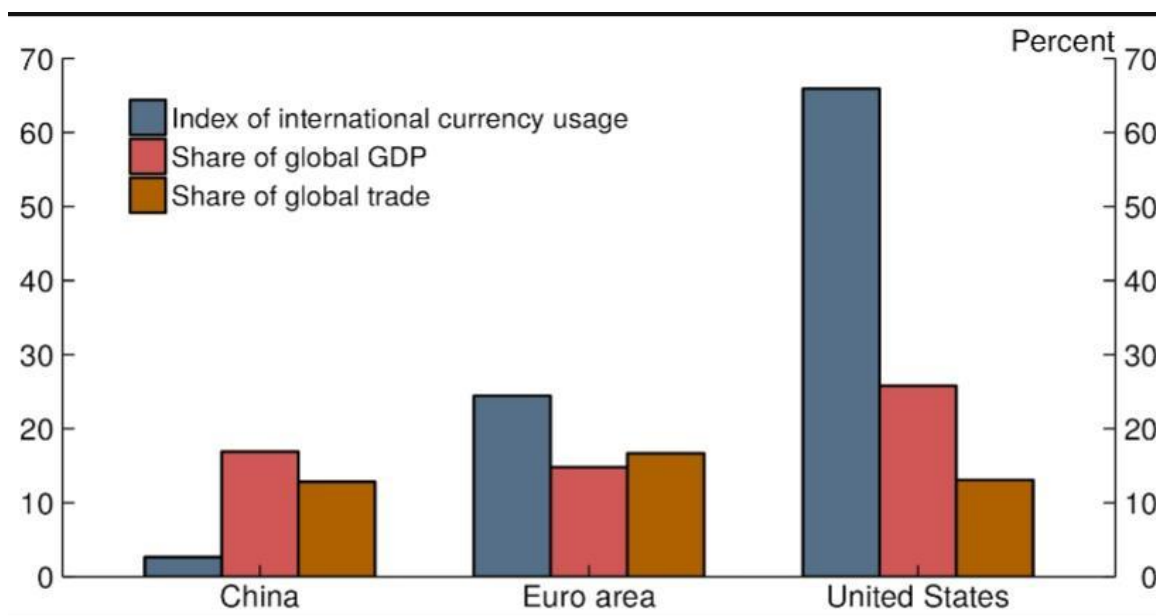


Tasso di cambio e fissazione del renminbi cinese. Grafico tratto da *Von Beschwitz B., Internationalization of the Chinese renmibi: progress and outlook. Board of Governors of the Federal Reserve System. Agosto 2024.*



Andamento delle varie attività Onshore Cinesi detenute da entità estere. Grafico tratto da *Von Beschwitz B., Internationalization of the Chinese renmibi: progress and outlook. Board of Governors of the Federal Reserve System. Agosto 2024.*

²⁵ *Ibidem* (Von Beschwitz).



Nota: l'indice di utilizzo delle valute internazionali è definito nella Figura 1. La quota del PIL globale è misurata in termini nominali. La quota del commercio globale è la quota del commercio globale di beni e servizi in termini nominali ed esclude il commercio interno all'area dell'euro. La legenda identifica in ordine da sinistra a destra.

Fonte: database World Economic Outlook del FMI, Haver, Eurostat, Comtrade, COFER del FMI; indagine triennale delle banche centrali della BIS sul mercato dei derivati FX e OTC; Refinitiv; statistiche bancarie locali della BIS; calcoli del personale del Consiglio di amministrazione. Grafico tratto da *Von Beschwitz B., Internationalization of the Chinese renmibi: progress and outlook. Board of Governors of the Federal Reserve System. Agosto 2024.*

La situazione cinese rappresenta un paradosso però. Sebbene la Cina sia creditrice netta, possedendo più attività che passività verso l'estero, ha un saldo di investimento negativo, ovvero ricava dagli meno di quanto paga dagli investimenti internazionali. Questo è dovuto principalmente al fatto che la Banca Centrale Cinese, detiene grandi riserve di titoli poco rischiosi e quindi a basso rendimenti, come i buoni del tesoro statunitensi, mentre gli investitori stranieri detengono asset molto più redditizi. Tutto ciò è dovuto alle limitazioni dei flussi di capitali: c'è poca libertà di scelta e di diversificazione per la popolazione negli investimenti verso l'estero. Le aziende cinesi invece hanno riportato un aumento nella partecipazione ad asset esterni, passando dal 5% al 18%.

La Cina, quindi, otterrebbe molti vantaggi dalla liberalizzazione del proprio mercato finanziario, sebbene non abbia bisogno di flussi di capitali stranieri, per via dall'alto tasso di risparmio (46% IFM 2016) Nonostante è comprensibile che la Cina mantenga un certo grado controllo sui flussi di capitali per necessità geopolitiche e strategiche.

Liberalizzando il conto capitale, accrescerebbe di gran lunga il volume degli scambi commerciali. Inoltre, il flusso di capitale estero farebbe aumentare la produttività e migliorerebbe i processi operativi e di trasferimenti tecnologici. Tutto ciò rafforzerebbe lo status di Shanghai quale centro finanziario internazionale. Anche il settore bancario ne gioverebbe, aumentandone la concorrenza ed ottimizzando i prodotti bancari e la gestione del rischio. ²⁶Il futuro dello yuan, quindi, dipende molto da queste variabili appena menzionate.

Per quanto riguarda lo yuan quale mezzo di scambio, la Cina ha gradualmente spinto per la sua internazionalizzazione, soprattutto attraverso il sofisticato mercato finanziario di Hong Kong. Si è posto il problema se per via della crescita del volume di commercio, aumentato esponenzialmente anno dopo anno (toccando il più il tasso di crescita +127% nel 2015, seguito da una crescita più contenuta ma non trascurabile negli anni successivi, ad esempio si è registrato un tasso di crescita del 15% dal 2020 al 2021, e del 5% dal 2023 al 2024) si dovesse aumentare ulteriormente l'uso dello yuan per queste transazioni.

La Cina è diventata il secondo *trader* internazionale più grande a livello di import ed export, e così anche l'uso dello yuan è aumentato: nel 2015 la percentuale del volume

²⁶ Garik D., Filipovic S, What are the prospects of the Yuan becoming the World's new Reserve Currency. Scientific Review Industrija, Vol. 47 No. 2. Luglio 2019.

commerciale fatturato in yuan ammontava al 30% del commercio estero, corrispondente a 1.100 miliardi di dollari. Dal 2015 in poi però, il suo deprezzamento ha reso meno appetibile il suo utilizzo nel commercio internazionale. L'incremento dell'utilizzo della valuta cinese nelle transazioni è stato confermato anche dai dati di SWIFT (Association for International Interbank Financial Telecommunication), passato dallo 0.3% nel 2011 al 2.8 nel 2015, al 4.3% del 2023 superando lo yen giapponese. Questi dati però sovrastimano le effettive cifre, poiché alcune transazioni vengono contate più volte.

Passando al credito commerciale nella si osserva anche un notevole aumento della quota del 6% nei finanziamenti commerciali globali negli ultimi anni, che colloca il renminbi all'incirca allo stesso livello dell'euro. Questo aumento potrebbe essere correlato al fatto che i tassi di interesse cinesi sono attualmente inferiori a quelli delle economie avanzate, rendendo il renminbi una valuta di finanziamento interessante. Detto questo, con una quota dell'84%, il dollaro USA continua a dominare il finanziamento commerciale.²⁷

²⁷ *Ibidem* (Von Beschwitz).

Figure 8a: Share of global payments

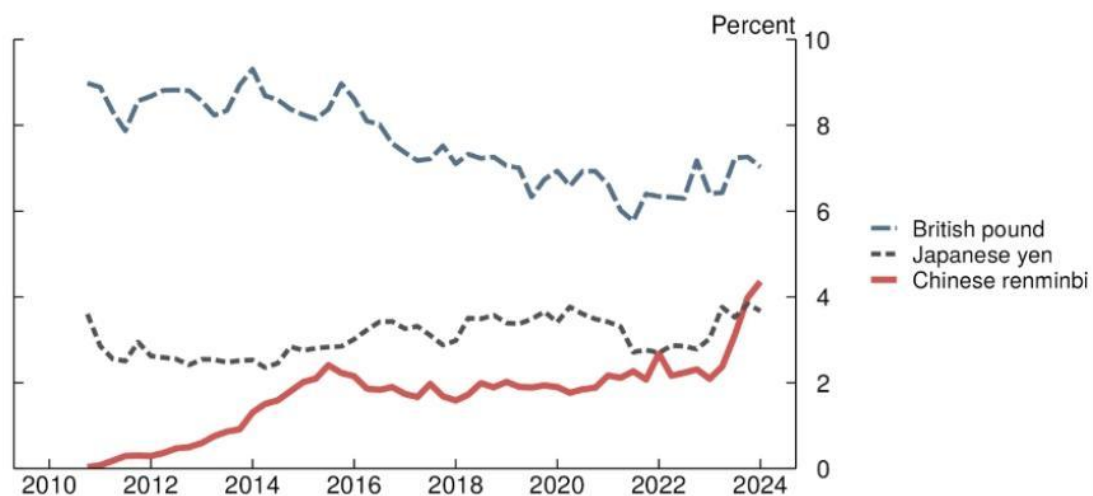
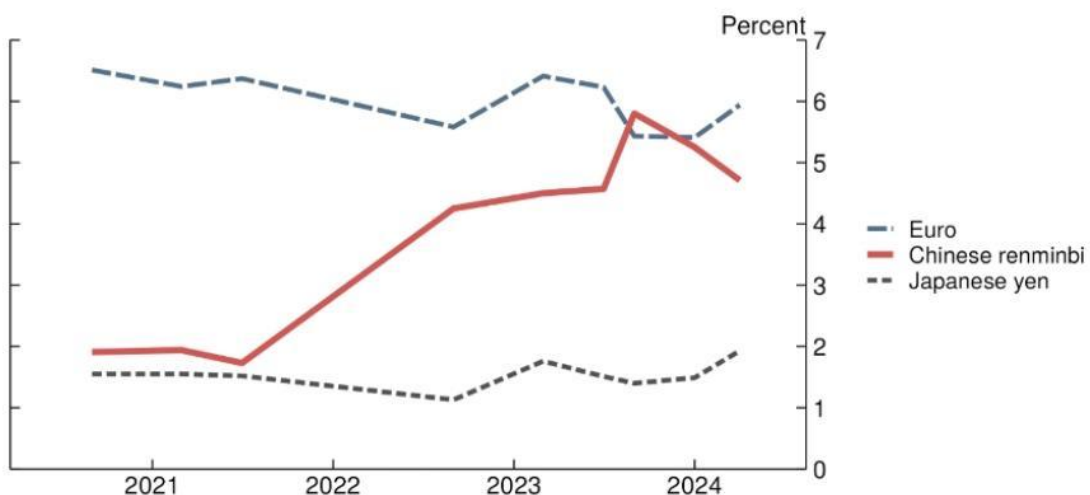


Figure 8b: Share of global trade finance



Quota delle varie valute sul totale dei pagamenti globali (in alto).

Quota delle varie valute sul totale della finanza commerciale globale (in basso).

Nota: nella figura in alto le quote del dollaro e dell'euro non sono mostrate, ed erano rispettivamente del 47.0% e del 22.8% a gennaio 2024. Nella Figura in basso la quota del dollaro non è mostrata ed ammontava all'84.1% ad aprile 2024. Grafico tratto da Von Beschwitz B., *Internationalization of the Chinese renminbi: progress and outlook*. Board of Governors of the Federal Reserve System. Agosto 2024.

Quanto lo yuan sarà internazionalizzato dipenderà anche dal suo utilizzo nelle transazioni internazionali. La quota della valuta cinese è passata dal 2.2% nel 2013 al 4% nel 2016 al 4.3 % nel 2024, sul totale dell' commercio globale, superando lo Yen giapponese. Inoltre, è assistito ad un aumento dell'utilizzo del renminbi negli scambi di beni e servizi Cinesi, raggiungendo il 25-30%. Sebbene sia aumentato negli ultimi anni, e sebbene venga utilizzato in una quota significativa del commercio globale, resta di gran lunga inferiore rispetto alle maggiori valute internazionali, quali il dollaro e l'euro che nello stesso anno rappresentano rispettivamente il 47% e il 23%.²⁸

A contribuire alla sua ascesa come valuta di riserva è stato l'aumento dell'emissione di bond denominati in yuan nel mercato finanziario internazionale, conosciuti come *dim sum bond*. Questi bond erano inizialmente emessi nel mercato di Hong Kong, il più grande al di fuori della madre patria. Nel 2015 i *dim sum bond* ammontavano a 56 miliardi di dollari, ed il 40% era emesso da agenzie governative straniere, banche e aziende dalla Cina. Sempre il 40% è connesso a multinazionali tedesche, sudcoreane e statunitensi. Il Regno Unito è stato il primo paese straniero a garantire l'emissione di bond denominati in yuan, sono stati emessi per la prima volta a Londra nell'ottobre 2015. Mentre la Corea del Sud, è stato il primo ad emettere i cosiddetti *Panda Bond* all'interno della Cina, per far diversificare il portafoglio dei vari investitori cinesi.

La Cina ha fatto in modo, attraverso alcune riforme parziali del sistema finanziario e del conto capitale, che il Fondo Monetario Internazionale inserisse lo yuan nel paniere delle proprie valute (ingresso avvenuto il 1° ottobre 2016), costituito da dollaro, euro, yen, sterlina britannica, ed appunto yuan, che insieme determinano il valore dell'SDR (Diritti speciali di prelievo). Infatti ha sospeso il limite massimo del tasso di interesse dei depositi e prestiti, permettendo alle banche di impostarlo autonomamente. La Cina accettò formalmente di far determinare dalle forze del mercato il tasso di cambio dello yuan, condizione necessaria affinché potesse far parte del paniere del Fondo Monetario Internazionale, ma nella sostanza ne mantenne il controllo. Le autorità cinesi hanno resistito inoltre ad una completa liberalizzazione del mercato finanziario e del conto capitale, dichiarando il controllo statale necessario alla stabilità finanziaria. Lo yuan,

²⁸ *Ibidem* (Von Beschwitz).

quindi, ottenne la quota del 10.92% sul totale, in questo modo le quote delle altre valute internazionali sono diminuite: 41.73% per il dollaro, 30,93% per l'euro, 8.33 per lo yen e 8.09 per la sterlina britannica.

La Cina sta attuando varie mosse al fine di promuovere l'internazionalizzazione del renminbi. Tra queste figura la creazione di banche di compensazione, di sistemi di pagamento transfrontaliero in renminbi, di strumenti finanziari come swap, e la stipulazione di accordi bilaterali. La Cina ha istituito una rete di 32 banche di compensazione offshore, incentrato sullo yuan in 27 paesi con economie avanzate o emergenti. La Cina sta investendo in molti centri finanziari di compensazione per le transazioni, necessari per la diffusione dell'utilizzo dello yuan al livello globale.

Già nel 2015 la Cina ha creato un sistema di pagamento internazionale transfrontaliero, il CIPS, che offre servizi di compensazione e regolamento per le transazioni transfrontaliere in renminbi, dotato di un avanzato sistema di messaggistica analogo a SWIFT, quest'ultimo però è ancora utilizzato per l'80% dei pagamenti su CIPS. Con un volume giornaliero di 60 miliardi di dollari, risulta comunque irrisorio rispetto ai 1800 miliardi di dollari elaborati ogni giorno dal principale sistema di regolamento delle grandi transazioni in dollari statunitensi, ovvero Clearing House Interbank Payments System (CHIPS).

Il gigante asiatico si serve anche di una rete di linee di swap bilaterali in renminbi con banche centrali straniere, permettendo a quest'ultime di prendere in prestito renminbi utilizzando la propria valuta come garanzia. Questo sistema di linee swap comprende circa 40 paesi, tra cui molte economie avanzate ad eccezione degli Stati Uniti. Questi strumenti vengono utilizzati soprattutto da paesi con basso merito creditizio come Argentina e Pakistan, che hanno difficoltà ad indebitarsi nei mercati di capitali internazionali, e trovano nella moneta cinese una valuta più forte per coprire le proprie riserve valutarie.

La Cina cerca di promuovere l'utilizzo dello yuan anche negli scambi commerciali bilaterali. Un esempio è l'accordo siglato con il Brasile nel 2023, che prevede l'utilizzo del renminbi e del real brasiliano al posto del dollaro statunitense negli scambi

commerciali. Tutto ciò accompagnato dall'ingresso diretto nel sistema CIPS di una banca brasiliana controllata da una banca statale cinese.²⁹

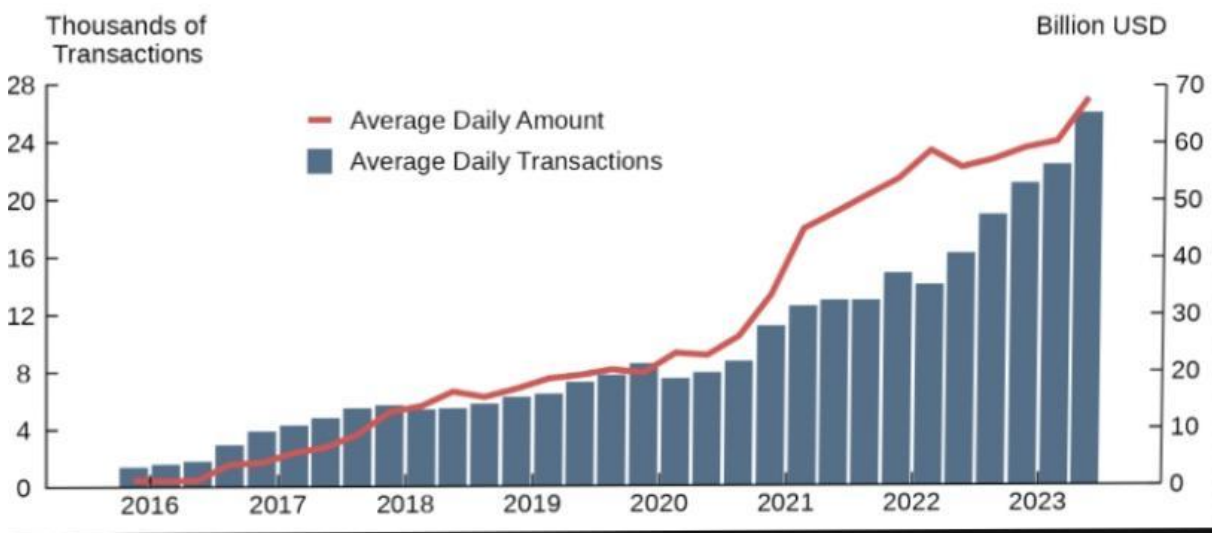


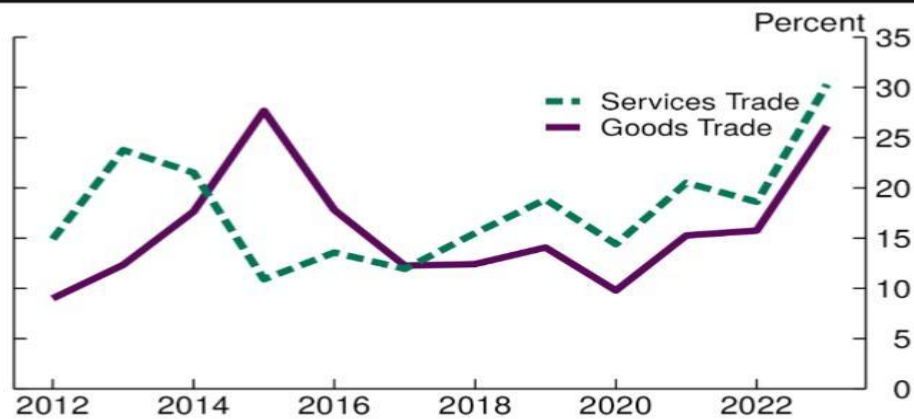
Grafico tratto da Von Beschwitz B., *Internationalization of the Chinese renminbi: progress and outlook*. Board of Governors of the Federal Reserve System. Agosto 2024.

Per quanto riguarda le riserve internazionali, il renminbi ha registrato un costante aumento, specialmente dal 2016 al 2022, passando rispettivamente dal 1.1% al 2.8, seguito però da una diminuzione dal 2022 al 2024 assestandosi al 2.3%, livello paragonabile al dollaro australiano o al dollaro canadese. Questa riduzione è stata parallela ad un deprezzamento, nonostante le sanzioni internazionali verso la Federazione Russa (riprenderemo questo argomento successivamente).

La differenza sostanziale con il dollaro riguarda il fatto che quest'ultimo è utilizzato in gran parte per scambi che non coinvolgono gli Stati Uniti, mentre il renminbi viene adoperato quasi esclusivamente per il commercio che coinvolge la Repubblica Popolare Cinese.³⁰

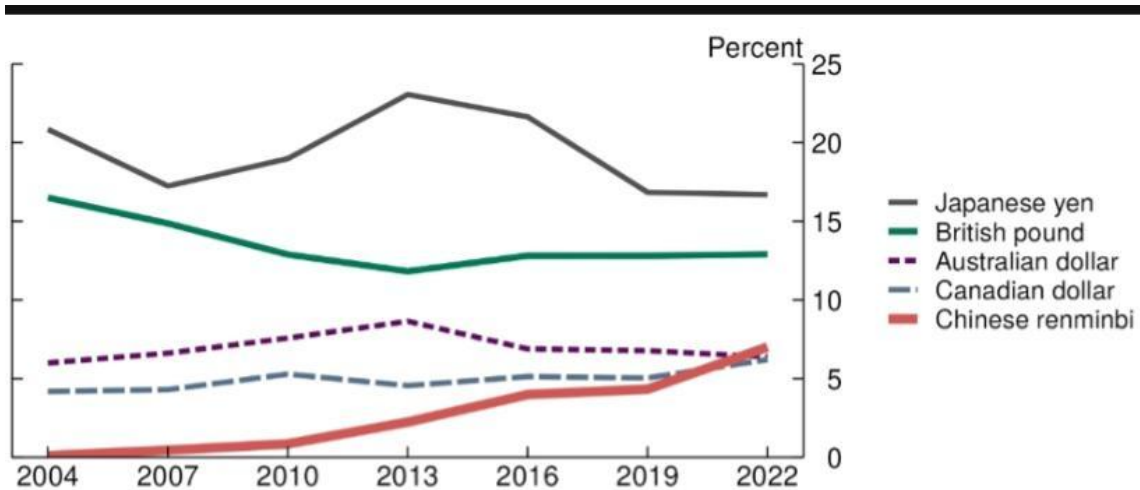
²⁹ *Ibidem* (Von Beschwitz).

³⁰ *Ibidem* (Von Beschwitz).



Frazione del commercio cinese regolato in renminbi. Grafico tratto da Von Beschwitz B., *Internationalization of the Chinese renminbi: progress and outlook*. Board of Governors of the Federal Reserve System. Agosto 2024.

Nelle transazioni valutarie *over the counter*, letteralmente “fuori borsa”, che avvengono fuori dai mercati regolamentati il renminbi ha registrato un notevole aumento, raggiungendo la quota del 7% delle transazioni, poco sopra al dollaro canadese ed al dollaro australiano, ma ancora di molto inferiore alla Sterlina Britannica 13% e allo Yen 17%, per non parlare del dollaro statunitense, che domina il mercato valutario anche in questo settore, ammontando all’88% delle transazioni.



Quota delle transazioni valutarie over the counter per valuta.

Nota: su base netta. Le percentuali ammontano al 200% perché ogni transazione in valuta estera include due valute. Le quote in dollari USA ed euro non sono indicate, ma nel 2022 erano rispettivamente dell'88% e del 31%. Grafico tratto da Von Beschwitz B., *Internationalization of the Chinese renminbi: progress and outlook*. Board of Governors of the Federal Reserve System. Agosto 2024.

Nel 2017, quando il Dragone dominava il mercato delle importazioni di petrolio greggio con la cifra di 400 milioni di tonnellate nello stesso anno, essendo il maggior importatore mondiale, la Banca Popolare Cinese ha stipulato un memorandum con la Banca Centrale Russa per scambiare l'oro nero in yuan, inaugurando ufficialmente i *petroyuan*.³¹ Nel 2018 ha iniziato a creare dei futures sul petrolio denominati in yuan nella Borsa Internazionale dell'Energia di Shanghai. Le transazioni in yuan possono essere inoltre convertite in oro attraverso la Shanghai Gold Exchange, in modo da rendere più attraente il loro utilizzo. Lo yuan presenta però problemi di potenziale volatilità, scarsa liquidità e scarsa fiducia, ragioni per il quale resta ancora lontano dalle altre valute e soprattutto dal dollaro. La Cina per fare fronte a ciò ha aumentato le riserve auree per proteggere lo yuan, e nel corso degli anni ha stipulato accordi per estendere l'utilizzo della sua valuta nelle importazioni cinesi di petrolio, ed altri beni e materie prime con Iran, Iraq, Arabia Saudita, Emirati Arabi Uniti e Russia.

³¹ Matthews J. A., Selden M, China: The Emergence of the Petroyuan and the Challenge to US Dollar Hegemony by Cambridge University Press. Marzo 2025.

La Cina sta puntando anche allo yuan digitale o *digital renminbi*, già in uso all'interno della Repubblica dal 2020. Questa valuta digitale viene emessa dalla Banca Popolare Cinese, mentre gli intermediari autorizzati gestiscono i portafogli e i servizi agli utenti. È considerato come M0, ovvero come contante in circolazione, non fruttifero di interessi e utilizzabile senza conto bancario, è garantito l'anonimato per le transazioni minori, mentre le grandi transazioni sono tracciabili. Nonostante il Governo cinese abbia l'intenzione di utilizzarlo anche a livello internazionale per aumentare la diffusione e il peso della propria valuta, il *digital renminbi* è ancora in fase sperimentale e tutt'ora resta in fase marginale, soprattutto per la diffidenza che molti paesi nutrono nei confronti del Governo cinese, che ne mantiene l'effettivo controllo.³²

Oltre alle istituzioni legate al gruppo dei BRICS, di cui la Cina è membro fondatore, e che analizzeremo nel prossimo paragrafo, un'altra importata istituzione finanziaria di cui il dragone è il principale azionista è l'Asian Infrastrutture Investment Bank (AIIB), creata da essa in concertazione con altri paesi economicamente rilevanti, ad esclusione di Stati Uniti e Giappone. Essa rappresenta un'alternativa alla Banca Mondiale ed all'Asian Development Bank, afferenti agli Stati Uniti³³. È stata fondata al fine di promuovere lo sviluppo economico ed infrastrutturale del continente eurasiatico, obiettivo che condivide con il progetto della *via della seta cinese (Belt and Road initiative)* aumentando la connessione tra Cina ed i paesi europei più avanzati, passando per le economie emergenti dell'Asia, e funzionale all'aumento del commercio con essi ma anche all'influenza politica dell'Impero del centro. La *nuova via della seta* rappresenta, inoltre, il tentativo cinese di smarcare la sua politica commerciale dal controllo che gli Stati Uniti esercitano sugli stretti e sulle rotte marittime, sulle quali passa oltre il 90% dei beni prodotti e venduti internazionalmente, tentando di connettersi via terra con i principali partner commerciali, essendo gli Stati Uniti inarrivabili sui mari per la Cina, almeno nel breve periodo.³⁴

In virtù dei motivi sopra elencati, lo yuan, sebbene in crescita, è lontano anni luce dal sostituire il dollaro. A differenza dell'Eurozona, la Cina gode di una struttura statale forte,

³² Alwago W. O., Is the Renminbi a Global Currency in the Making? Globalization of Digital Yuan. -Public Finance Quarterly Pénzügyi Szmlé 67(4) pp. 553-566. 2022.

³³ *Ibidem* (Garik D., Filipovic S).

³⁴ Fabbri D. Geopolitica umana – Capire il mondo dalle civiltà antiche alle potenze odierne. Gribaudo editore, 2023.

in grado di attuare una politica economico-finanziaria unitaria, oltre al fatto di vantare una crescita economica annua di molto superiore. Bisogna ribadire, banalmente, che per rendere una valuta internazionalmente diffusa, è necessario immetterla materialmente nel sistema, e così come è avvenuto per la Gran Bretagna prima (con sfumature diverse, vedasi paragrafo precedente), e per gli Stati Uniti poi, l'unica strada è il deficit commerciale strutturale verso l'estero. Ciò implica che la Cina dovrà rinunciare ad essere la fabbrica del mondo smantellando le proprie filiere industriali così come fecero gli Usa alla fine del secolo scorso (vedasi Capitolo 1). Perfino se riuscisse nel suo intento senza rinunciare al suo surplus commerciale direttamente, l'apprezzamento dello yuan, così come avvenuto per il dollaro sfavorirebbe le esportazioni a vantaggio delle importazioni, producendo lo stesso risultato.

La Cina inoltre manca di una marina che possa subentrare a quella degli Stati Uniti. Il Poiché solo con essa si può esercitare il controllo delle rotte marittime, per molti analisti geopolitici è fondamentale³⁵. Ciò è dovuto al fatto che solo la valuta della potenza che sia in grado di controllare gli oceani e gli stretti, (da cui passa circa il 90% delle merci), riuscirebbe ad ergersi come garante del commercio internazionale può divenire valuta di riserva internazionale. Questo perché i vari stati sono disposti o costretti a finanziare l'egemone, che è divenuto perno del sistema per salvaguardare il traffico globale da cui dipendono, e per evitare di esserne tagliati fuori. In questo modo aumenta la domanda globale della sua valuta, rendendola la valuta più stabile come mezzo di scambio, riserva di valore e unità di conto.

Per questo motivo, la supremazia militare di uno Stato, soprattutto marittima, è una delle condizioni necessarie, (e per alcuni addirittura sufficiente), affinché la sua valuta possa diventare la valuta egemone del sistema monetario internazionale.

Questo discorso verrà ripreso nel paragrafo successivo, in merito all'eventuale dedollarizzazione indotta dal gruppo dei BRICS.

³⁵ *Ibidem* (Fabbri).

2.3 L'emergere dei BRICS: una minaccia per l'equilibrio dollaro-centrico?

Nel 2009 nasce, come contromisure alla crisi finanziaria, il blocco dei BRIC, per stabilizzare la situazione economico-finanziaria mondiale dalle sue ripercussioni. Il termine fu coniato nel 2001 da Jim O'Neil, economista della Goldman Sachs. Inizialmente comprendeva Brasile, Russia, India e Cina. Nel 2010, con l'ingresso del Sudafrica l'acronimo è diventato BRICS.

Alle origini, lo scopo del blocco consisteva nell'aumentare il proprio peso nelle istituzioni economiche internazionali afferenti a Washington. Non riuscendo in questo obiettivo, decisero allora di creare delle nuove istituzioni economiche, che fossero alternative a quelle già esistenti e di matrice occidentale.³⁶

Nel 2014, nel sesto vertice dei BRICS a Fortaleza in Brasile, è stata istituita la New Development Bank, ed il Contingent Reserve Arrangement, al fine di mobilitare risorse finanziarie per lo sviluppo ed infrastrutture nei paesi aderenti. La New Development Bank dispone di circa 50 miliardi di dollari liquidi, con un capitale autorizzato di 100 miliardi di dollari. L'organo direttivo è composto dal Consiglio dei Governatori, composto tendenzialmente dai ministri delle finanze dei paesi membri. Il potere di voto rispecchia le quote di capitale poste da ogni paese. Attraverso questa banca, essi possono attingere a capitale con minori tassi di interesse, minori costi di transazione, senza rilevanti condizioni politiche e nella propria valuta. Il Contingent Reserve Arrangement è una struttura di sicurezza finanziaria finalizzata a fornire liquidità in caso di emergenze legate a squilibri sulla bilancia dei pagamenti dei vari paesi.

Nel summit che si è tenuto a Johannesburg ad agosto 2023, è stato dichiarato espressamente l'obiettivo di scalzarsi dalla *dollar hegemony*, e di creare una valida alternativa ad esso.³⁷

Nel 2024 il BRICS si è allargato, inglobando Iran, Emirati Arabi Uniti, Egitto ed Etiopia. Nel 2025 ha fatto il suo ingresso nell'organizzazione internazionale l'Indonesia. Nel 2024

³⁶ Gobbi L., De-dollarizzazione: la sfida dei paesi BRICS. Moneta e credito – Articoli. Vol.76 n.304. Dicembre 2023.

³⁷ *Ibidem* (Gobbi).

questi paesi ammontavano al 37% del PIL globale e al 41% della popolazione mondiale, mentre i paesi del G7 costituivano il 47%.

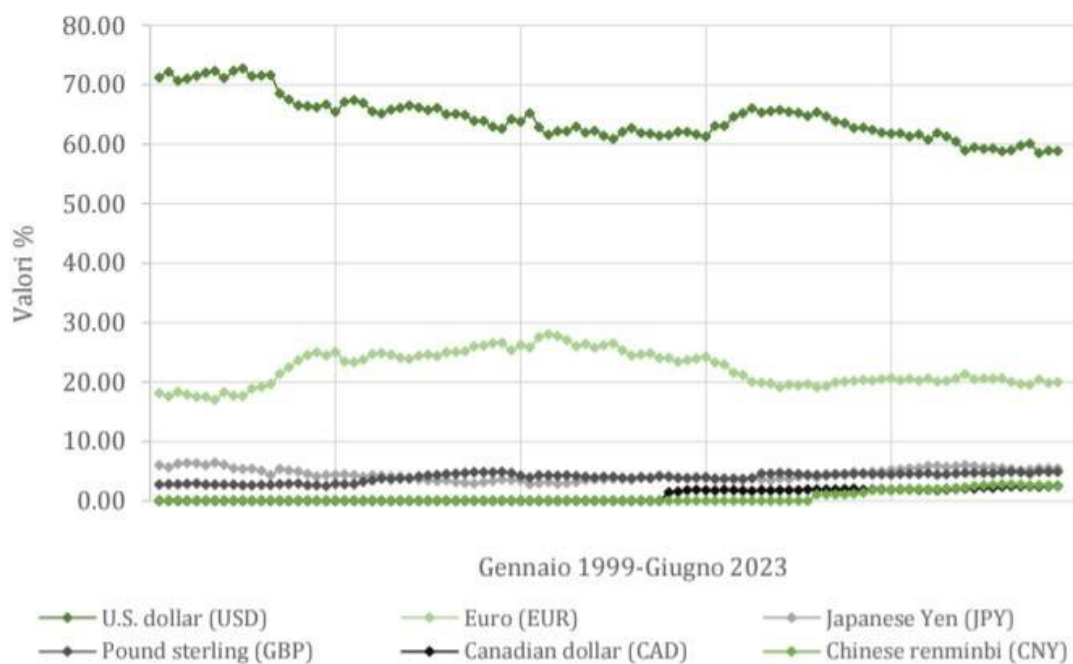
Paesi BRICS+	PIL 2023 (\$ miliardi)	Quota del PIL globale	Paesi G7	PIL 2023 (\$ miliardi)	Quota del PIL globale
Cina	\$19.374	18%	Stati Uniti	\$26.855	25%
India	\$3.737	4%	Giappone	\$4.410	4%
Brasile	\$2.081	2%	Germania	\$4.309	4%
Russia	\$2.063	2%	Regno Unito	\$3.159	3%
Sudafrica	\$399	0.4%	Francia	\$2.923	3%
Arabia Saudita	\$1.062	1%	Italia	\$2.170	2%
Argentina	\$641	0.6%	Canada	\$2.090	2%
Emirati Arabi Uniti	\$499	0.5%			
Egitto	\$387	0.4%			
Iran	\$368	0.4%			
Etiopia	\$156	0.2%			
Totale BRICS+	\$30.767	29%	Totale G7	\$45.916	43%

Confronto tra il PIL dei paesi appartenenti al G7 e il PIL dei paesi appartenenti al gruppo BRICS.

Nota: la composizione riportata nel grafico risale al 2024. Arabia Saudita e l'Argentina avevano ufficialmente lo status di osservatore, e siccome non hanno finalizzato l'adesione, ad oggi non sono considerati membri. L'Indonesia ha effettuato il suo ingresso nel gennaio 2025, e per questo motivo non è riportata.

Grafico Tratto da *Gobbi L., De-dollarizzazione: la sfida dei paesi BRICS. Moneta e credito – Articoli. Vol.76 n.304. Dicembre 2023.*

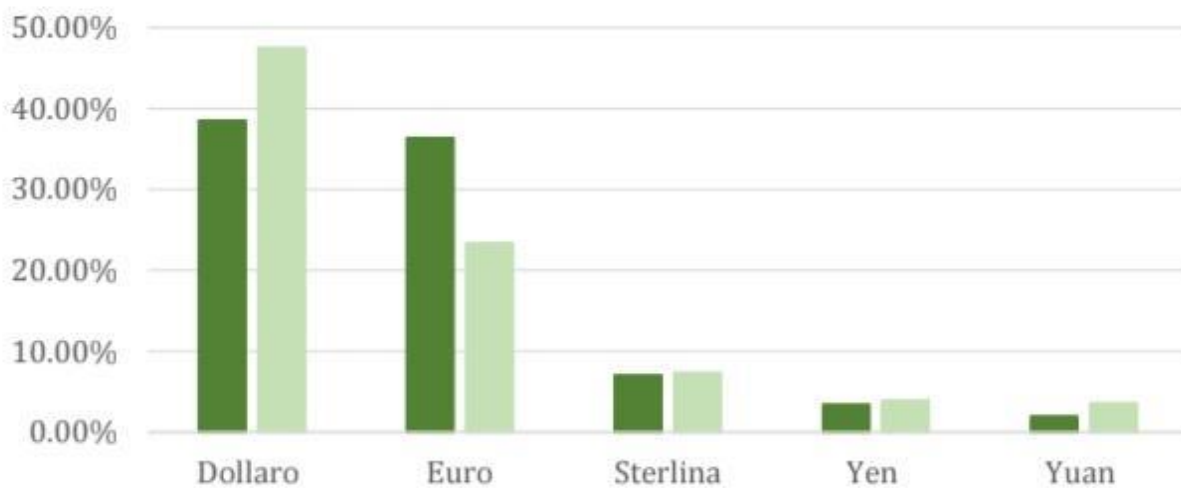
Per quanto riguarda le riserve internazionali, come già mostrato nei capitoli precedenti, il declino del dollaro non ha corrisposto ad un'ascesa dell'euro, ma è andato più a vantaggio di valute minori, come il renminbi cinese. Mentre nei pagamenti internazionali dal 2020 ad oggi, la valuta verde è passata dal 38,5 % a toccare il 50%, l'euro è invece passato dal 36,3 al 22.25.



Percentuale di riserve internazionali per valuta.

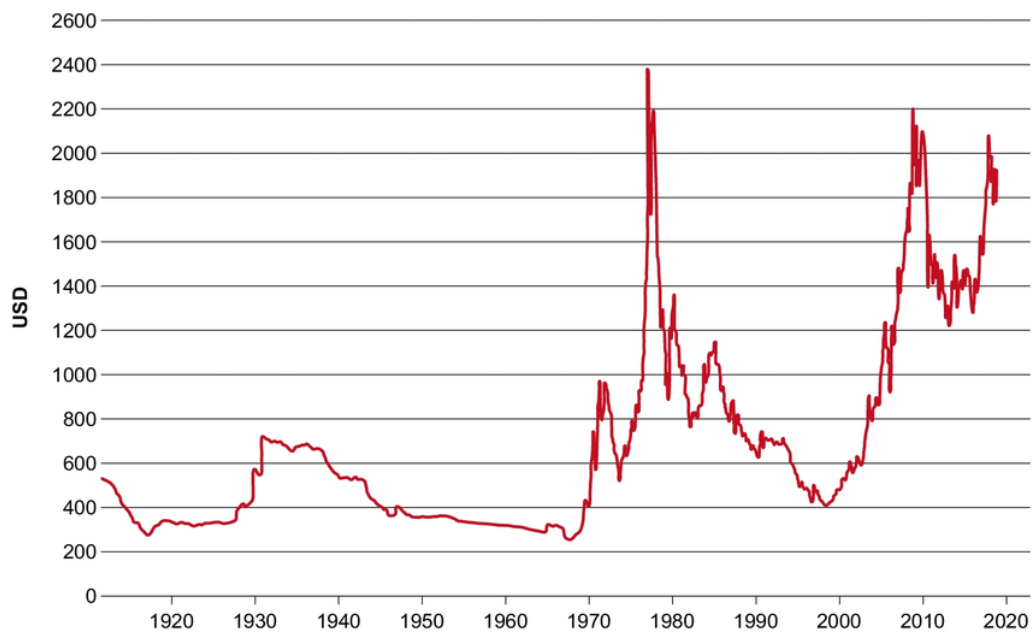
Grafico Tratto da *Gobbi L., De-dollarizzazione: la sfida dei paesi BRICS. Moneta e credito – Articoli. Vol.76 n.304. Dicembre 2023.*

Fonte: IFM (2023), Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER) – IFM Data.



Quota di pagamenti internazionali effettuati nel settembre 2020 (verde scuro) e in ottobre 2023 (verde chiaro). Scomposizione per valuta. Grafico tratto da *Gobbi L., De-dollarizzazione: la sfida dei paesi BRICS. Moneta e credito – Articoli. Vol.76 n.304. Dicembre 2023.* Fonte: Swift (2023)

Alcuni si chiedono se si possa tornare al gold standard, dato che alcuni membri del BRICS, ma non solo, stanno aumentando le proprie riserve in oro come bene rifugio, ma soprattutto per proteggersi dalle sanzioni internazionali.³⁸ Senza tralasciare il fatto che il metallo prezioso si sia apprezzato del 425% dal 1993 ad oggi. Ma già la storia ha dimostrato quando sia insostenibile nel lungo termine un sistema monetario basato sull'oro, e quanto sia scomodo per lo stesso egemone del sistema monetario internazionale, il quale si è svincolato dal metallo prezioso nel 1971, per la difficoltà a mantenerne la parità.



Andamento del prezzo dell'oro nell'ultimo secolo. Fonte: Research Gate

³⁸ *Ibidem* (Gobbi).

Grafico tratto da *Gobbi L., De-dollarizzazione: la sfida dei paesi BRICS. Moneta e credito – Articoli. Vol.76 n.304. Dicembre 2023.* Fonte: FastMarkets, ICE Benchmark Administration, Thomson Reuters, World Gold Council.

Paese	Settembre 2023	Settembre 2022
Stati Uniti	8133	8133
Germania	3353	3353
Francia	2452	2452
Russia	2333	2330
Cina	2192	2113
Svizzera	1040	1040
Giappone	846	846
India	801	797
Olanda	612	612

Tonnellate d'oro detenute a riserva presso la rispettiva banca centrale (settembre 2023 – settembre 2022)
Grafico tratto da *Gobbi L., De-dollarizzazione: la sfida dei paesi BRICS. Moneta e credito – Articoli. Vol.76 n.304. Dicembre 2023.* Fonte: FastMarkets, ICE Benchmark Administration, Thomson Reuters, World Gold Council.

La crescita esponenziale degli accordi bilaterali espressi in yuan tra Cina e gli altri membri del BRICS, è una delle regioni che ha portato alla sua crescita come valuta internazionale, ma come già osservato in precedenza, il suo uso è ancora altamente inferiore rispetto alle altre valute.

La Cina ha inoltre messo in atto diverse manovre per accrescere il ruolo dello yuan a discapito del dollaro: ha creato CIPS sistema di pagamento alternativo a SWIFT (vedasi paragrafo precedente); ha istituito il sistema di carte di credito UnionPay, in concorrenza con Visa e Mastercard; ha stipulato accordi di swap valutario con oltre 40 paesi (vedasi paragrafo precedente); il lancio dei Petroyuan in alternativa ai petrodollari (vedasi paragrafo precedente); la creazione dello yuan digitale (vedasi paragrafo precedente).

Un ulteriore problema sono gli squilibri commerciali tra i paesi del blocco. Ne è un esempio fondamentale la svolta nelle relazioni economiche tra Russia e India. Nel 2022, a seguito dello scoppio della guerra in Ucraina e della riduzione delle forniture di gas e petrolio all'Unione Europea da parte della Federazione Russa, quest'ultima ha aumentato

in modo ingente l'esportazione di gas e petrolio in India, accettando pagamenti in rupie. Ciò ha portato ad un surplus commerciale verso l'India di 40 miliardi nel 2023, e per questo motivo i pagamenti nella valuta indiana sono stati sospesi.

Un altro requisito fondamentale, già menzionato più volte è la potenza militare. I paesi del BRICS non solo non costituiscono un unico soggetto con un'unica volontà politica, (ancor meno dell'Unione Europe che dispone di istituzioni più solide, e di vere e proprie cessioni di sovranità da parte degli Stati Membri), ma vi sono addirittura forti rivalità strategiche importanti, sebbene non manchino interessi economici convergenti. L'India, ad esempio, è parte integrante del QUAD (il Dialogo di sicurezza quadrilaterale), la principale organizzazione di contenimento marittimo della Repubblica Popolare, il cui perno principale sono gli Stati Uniti, e di cui fanno parte anche Australia e Giappone. Tra i due giganti asiatici vi sono stati anche veri e propri scontri armati, in due zone del confine sino-indiano nel 2020-2021: tra il Ladakh e la Regione Autonoma del Tibet e tra quest'ultima e il Sikkim Indiano. Anche tra i nuovi membri non mancano ostilità, basti pensare alle tensioni storiche tra Iran ed Emirati Arabi Uniti, o alle dispute per il controllo delle acque del Nilo tra Etiopia ed Egitto, inasprite dalla costruzione della nuova diga *Grand Ethiopian Renaissance Dam*.

Per questi limiti strutturali e per le enormi disparità economiche tra i membri, i BRICS sono lontani anni luce dal poter creare una valuta unica e che possa sfidare il dollaro. Ad eccezione del renminbi, le valute dei vari membri sono insignificanti sul piano internazionale, soprattutto se paragonate con la loro quota di PIL e di popolazione globale. Se mai decidessero di adottare lo yuan come moneta, assisteremmo agli stessi limiti e problemi che osserviamo nell'eurozona, ma amplificati, sia di natura economica ma soprattutto politica: gli stati membri saranno mai disposti a cedere la sovranità monetaria alla Cina, la quale per alcuni di essi rappresenta anche un vero e proprio rivale geopolitico? La risposta più plausibile risulta essere no.

Si può concludere che i BRICS saranno in grado semmai di raggiungere un'intesa tattica, ma non strategica. Questo non solo per mancanza di mezzi, ma soprattutto perché i vari componenti non rinuncerebbero mai alla propria autonomia a vantaggio di un'unità politica ed economica esterno, a maggior ragione se gravitante intorno ad un singolo stato come la Cina.

C'è però un ulteriore ostacolo. La Repubblica Popolare, che è il principale “azionista” del gruppo BRICS, non può smarcarsi dal dollaro, né ora né nel medio termine, a causa del meccanismo di interdipendenza che intrattiene con gli Stati Uniti (vedasi capitolo 1). Gran parte delle esportazioni Cinesi ha come mercato di sbocco proprio gli States, che sono il primo paese importatore dei suoi prodotti, per un totale di 523,7 miliardi nel 2023, poco meno della quota rispettiva del blocco ASEAN e dell'Unione Europea.



Una svalutazione del dollaro eroderebbe il surplus commerciale cinese. I dollari che incamera da esso sono inoltre fondamentali non solo per le aziende esportatrici cinesi e

per gli investimenti diretti esteri, sia finanziari che infrastrutturali ma anche per i prestiti, che sono parte integrante della strategia cinese. Le riserve che la Banca Popolare Cinese detiene in dollari servono inoltre per mantenere stabile il tasso di cambio dello stesso yuan, per evitare eccessivi apprezzamenti o svalutazioni. Per questi motivi è facile comprendere che la Cina acquisti titoli del tesoro statunitensi soprattutto al fine di mantenere apprezzato il dollaro³⁹. Nel 2024 il Dragone deteneva 759 miliardi di debito statunitense.

Un esempio storico per intendere questo meccanismo è il fenomeno della *trappola della sterlina*. La Francia del secondo dopoguerra, che deteneva ingenti riserve in sterline (all'epoca la principale valuta internazionale), allarmata per la svalutazione della valuta britannica, e per evitare di continuare a sovvenzionare il nemico storico, decise di liquidare tutte le riserve. Ciò scatenò un *terremoto* finanziario che polverizzò le rimanenti riserve, portando la Banca di Francia sull'orlo della bancarotta. Uno scenario analogo si prevede semmai la Cina decidesse di fare lo stesso, con conseguenze devastanti sul piano globale, ma soprattutto per la Cina stessa.⁴⁰

La Cina al momento attuale non può smarcarsi dall'equilibrio dollaro-centrico, se non rendendo la propria moneta la moneta internazionale, ma sappiamo quanto sia lontana dal realizzare questo obiettivo, per le ragioni economiche, politiche e militari sopra elencate (vedasi paragrafo precedente).

³⁹ Fabbri D., *Geopolitica umana: capire il mondo dalle civiltà antiche alle potenze odierne*. Gribaudò editore. 2023.

⁴⁰ *Ibidem* (Fabbri).

2.4 Le implicazioni e le conseguenze delle criptovalute

In un articolo intitolato “*Is the reign of US dollar coming to an end?*” l’economista David Wassels, ha individuato varie problematiche per la valuta statunitense, e sebbene sostenesse che fosse l’inizio della fine per il Dollaro, escludeva la possibilità che le criptovalute potessero prenderne il posto e presumeva che solo un’altra valuta *fiat* emessa da uno stato, avrebbe potuto sostituirlo.⁴¹ Per *moneta fiat* si intende una forma di moneta che non ha un valore intrinseco e non è convertibile in una quantità fissa di un bene fisico (come l’oro o l’argento). Il suo valore deriva esclusivamente dalla fiducia che le persone hanno nel fatto che sarà accettata come mezzo di pagamento, ed è emessa e garantita da uno Stato o da una banca centrale (vedasi capitolo 1).

Altri studiosi, come Taskinsoy, affermano il contrario, vedendo nelle criptovalute una potenziale alternativa alle valute tradizionali. Essi sostengono che i problemi strutturali delle monete fiat, tra cui la necessità per i governi e le istituzioni economiche di contenere l’inflazione e la difficoltà che hanno nel farlo, ma anche la loro incapacità nel contenere gli effetti deleteri delle crisi, porteranno all’ascesa delle criptovalute. Queste combinerebbero i vantaggi del contante e della moneta elettronica.⁴²

La criptovaluta più conosciuta è Bitcoin. Essa nacque immediatamente dopo lo scoppio della crisi finanziaria, nel 2008-2009.⁴³ Il valore di un singolo Bitcoin è cresciuto esponenzialmente da allora, da meno in un millesimo di dollaro, con varie oscillazioni nel corso degli anni. In seguito al suo acquisto da parte di Tesla per 1 miliardo e mezzo di dollari, ha toccato i 100.000 dollari il 23 novembre 2024.⁴⁴

⁴¹ Mbakala B, The Finance Money Crisis and Cryptocurrencies: Is the US Dollar Hegemony in an Interregnum? Digital Africa Research Unit. Institute for Pan African Thought and Conversation. University of Johannesburg. 2023.

⁴² *Ibidem* (Mbakala).

⁴³ *Ibidem* (Mbakala).

⁴⁴ Reuters - Bitcoin storms above \$100,000 as Trump 2.0 fuels crypto euphoria. Dicembre 2024.

Bitcoin hits \$100,000



Note: Data as of Dec. 5, 2024 02:42 a.m. GMT

Source: LSEG Workspace | Reuters, Dec. 5, 2024 | By Pasit Kongkunakornkul and Tom Westbrook

Grafico tratto da *Reuters* - *Bitcoin storms above \$100,000 as Trump 2.0 fuels crypto euphoria. Dicembre 2024.*

Questa crescita repentina ed esponenziale indica l'aumento di fiducia e la pubblica approvazione per questa criptovaluta, e ciò non può essere trascurato, nell'analisi inerenti futuro del dollaro.⁴⁵ Analizzando l'altra faccia della medaglia, si possono intravedere i rischi di questo aumento di valore così repentino, il quale mette in luce come le criptovalute siano fortemente soggette a speculazione, con il conseguente rischio di

⁴⁵ *Ibidem* (Mbakala).

ricadute. Questa eccessiva volatilità le rende poco idonee per fungere come riserva di valore, una delle funzioni principali di ogni valuta internazionale.⁴⁶

La *blockchain*, letteralmente catena di blocchi, è una tecnologia dirompente e rivoluzionaria. Essa immagazzina i dati in blocchi, dove ogni blocco contiene un insieme di informazioni, collegato al blocco precedente tramite un codice crittografico chiamato *hash*, fino a formare una catena di unità interconnesse, che rende impossibile mettere mano sui singoli blocchi, senza modificare l'intera catena (cosa che richiederebbe una potenza di calcolo enorme) rendendo evidente l'eventuale manomissione. La struttura decentralizzata e composta da vari nodi contribuisce alla sicurezza delle informazioni, poiché in caso di manipolazione dei dati di un singolo nodo, i restanti nodi rendono palese e respingono la versione modificata. Questa tecnologia avrà conseguenze enormi per gli attuali sistemi di pagamento internazionali.

Un altro economista come Dupont, afferma che anche le criptovalute fanno parte della categoria di moneta fiat, poiché anch'esse sono prive di valore intrinseco, per altri sono un semplice bene di investimento. Secondo due studiosi, Avogoulases e Blair, l'elevata volatilità impedisce e criptovalute di fungere da unità di conto e riserva di valore. Sebbene questa criticità valga anche per la moneta tradizionale, che è soggetta a inflazione, le criptovalute presentano una volatilità estremamente più elevata, e il loro valore è molto più sensibile alla percezione pubblica di esse. Ante, nel 2022 ha dimostrato come i tweet di Elon Musk abbiano influenzato il valore di Bitcoin.

Anche i costi ecologici ed ambientali che il processo di *mining* comporta può essere un problema per la loro popolarità e diffusione. Per questo motivo lo stesso Elon Musk, nel maggio 2021, annunciò la sospensione del loro uso per gli acquisti inerenti Tesla, causandone un calo del prezzo del 12%.⁴⁷

Esse sono quindi soggette alla legge della domanda e dell'offerta allo stesso modo dei mercati azionari, rendendole prive di stabilità e vulnerabili alla speculazione. Per questi motivi in alcuni paesi, ed esempio il Bangladesh e il Kirghizistan è addirittura proibito.⁴⁸

⁴⁶ Winters M, Bitcoin's dizzying price movements make it a risky investment, say investing experts: 'It's pure, unadulterated speculation. CNBC. Agosto 2024.

⁴⁷ *Ibidem* (Mbakala).

⁴⁸ *Ibidem* (Mbakala).

Un'ulteriore tipologia di criptovaluta è rappresentata dalle *stablecoin*, il cui valore è ancorato ad una valuta tradizionale, e creata per conciliare la stabilità delle monete bancarie convenzionali, con i minori costi e la maggiore privacy delle criptovalute. Secondo uno studio della Banca Centrale Europea, le *stablecoins* vanno classificate in quattro principali sottocategorie, a seconda del modo in cui ne viene determinato il valore. Esse sono *token fiat*, garantita da fondi in valuta ufficiale; *stablecoin collateralizzate off-chain*, garantite da un portafoglio composto da diversi strumenti finanziari; *stablecoin collateralizzate on-chain*, garantite da altri cryptoasset; *stablecoin algoritmiche*, prive di garanzia, il cui valore è determinato dall'algoritmo che regola automaticamente l'offerta in risposta alla domanda. Queste vanno rispettivamente dalla più stabile e centralizzata alla meno stabile e meno centralizzata.⁴⁹ Alcuni includerebbero in questa categoria anche le Central Bank Digital Currencies,⁵⁰ di cui abbiamo già parlato, focalizzandosi sullo yuan digitale (vedasi paragrafo dedicato al BRICS). Sulla carta il rapporto tra la stablecoin e la valuta a cui è ancorata dovrebbe essere di 1:1, ma sono previste fluttuazioni in caso di svalutazioni o apprezzamenti, intenzionali o dovuti al mercato. Un esempio di stablecoin è *Terra Luna*, famosa però, per aver subito una perdita di 60 miliardi di dollari, aumentando la diffidenza nella stabilità di questo tipo di criptovaluta.⁵¹ Questo crollo è dovuto ad una manipolazione dolosa, avvenuta attraverso un'operazione di dumping di grandi quantità di suoi stock, che ha creato il panico tra gli investitori.

Le criptovalute possono essere utilizzate anche per scopi illegali, tra cui riciclaggio di denaro, evasione fiscale, finanziamento di terrorismo, traffico di stupefacenti, ecc...., e per questo ragioni è stato invece bandito in paesi come Pakistan, Bolivia, e Nepal. Una soluzione per ridurre questi atti illeciti sarebbe l'inserimento degli scambi di cripto nei database governativi⁵², anche se resta improbabile la volontà dei governi di cooperare, nell'affermazione di valute che non possono controllare, per motivi più che comprensibili. Anche un sistema di identificazione degli utenti ben strutturato, ne ridurrebbe l'uso criminale. Infatti, l'utilizzo di browser come *Tor*, che si basano sull'anonimato, consente ai criminali di operare nel dark web. Esse sono utili per eludere le autorità statali nei

⁴⁹ Gobbi L, Fantacci L, Stablecoins, Central Bank Digital Currencies and US Dollar Hegemony. The Geopolitical Stake of Innovations in Money and Payments. Gennaio 2021.

⁵⁰ *Ibidem* (Gobbi, Fantacci).

⁵¹ *Ibidem* (Mbakala).

regimi corrotti ed autoritari, ma ciò può comportare dei problemi nei regimi democratici che dipendono dai servizi per il proprio stato sociale.

Le criptovalute però, non sono esenti dal rischio di hackeraggio. Una società giapponese attiva nelle criptovalute, ad esempio, è stata vittima di pirati informatici e le sono stati sottratti 531 milioni di dollari, e gli autori del crimine, furono difficili da rintracciare siccome si muovevano nel dark web.⁵³ Alcuni analisti prevedono l'avvento di un *criptodollaro*, anche se ciò non è molto diverso dalle stablecoin ancorate al dollaro.⁵⁴

Un altro studio ha analizzato l'impatto che le cinque criptovalute più rilevanti, ovvero *Bitcoin, Ethereum, Ripple, Litecoin, Bitcoin Cash*, sui movimenti del dollaro statunitense, utilizzando un approccio denominato "*causalità nei quantili*", che analizza il rapporto tra due o più variabili in situazioni di mercato diverse. I risultati di questa analisi affermano che l'effetto delle criptovalute sul dollaro è prossimo allo zero nelle situazioni di stabilità economica, mentre nei casi di crisi e di boom gli effetti sono molto più significativi ma non sono unidirezionali.⁵⁵

Tutte queste problematiche fanno dubitare della possibilità delle criptovalute di minare l'egemonia del dollaro nel breve e medio termine.

⁵³ *Ibidem* Mbakala

⁵⁴ *Ibidem* Mbakala

⁵⁵ Mokni K, Ajmi A. N., Cryptocurrencies vs US dollar: Evidence from causality in quantiles analysis. *Economic Analysis and Policy*, volume 69, pp. 238-252. Marzo 2021.

CAPITOLO 3

CONFLITTI MILITARI, GUERRE COMMERCIALI, SANZIONI ECONOMICHE E FINANZIARIE

3.1 Le conseguenze del conflitto Russo-Ucraina

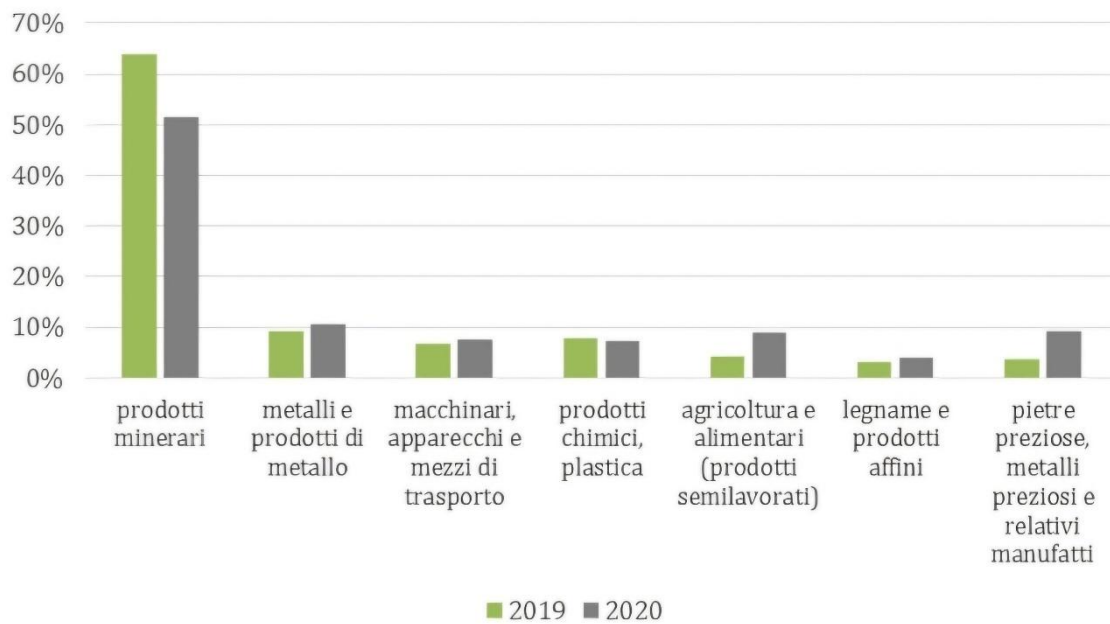
L'invasione russa dell'Ucraina è stimata essere la guerra che ha causato la più grande crisi di rifugiati dal Secondo Conflitto mondiale ad oggi.⁵⁶ Le nuove barriere al commercio e alle sanzioni finanziarie imposte dai paesi occidentali alla Federazione Russa e le contromisure attuate da quest'ultima, hanno scosso il commercio internazionale, soprattutto per ciò che riguarda l'interscambio di materie prime strategiche, *in primis* gas e petrolio, di cui la Russia è uno dei principali esportatori.

L'economia russa dipende per la maggior parte dall'export di materie prime (nel 2020 costituivano il 70% dell'export totale)⁵⁷. L'andamento dei prezzi di quest'ultime influenza positivamente la crescita economica russa, con una dinamica diametralmente opposta a quella che riguarda i paesi che le importano, in particolare gli stati dell'Unione Europea, per i quali un aumento dei prezzi delle *commodities* causa inflazione, che comporta effetti deleteri sulle loro economie. Lo stesso si può dire per la bilancia commerciale, come ha dimostrato l'apprezzamento degli idrocarburi e dei metalli nel 2021, che ha generato il più grande surplus commerciale russo dal 2008.⁵⁸

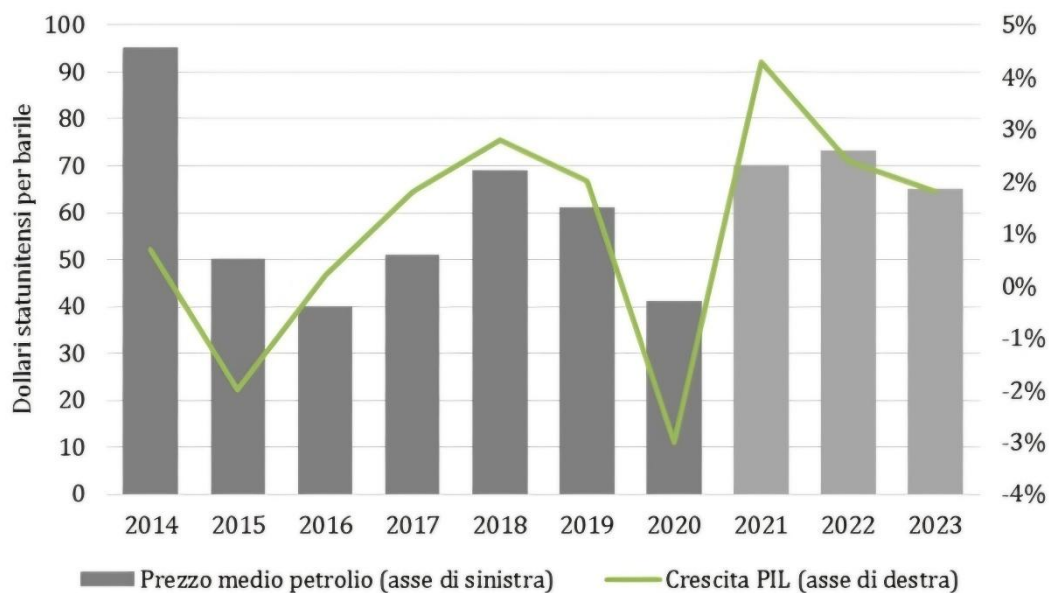
⁵⁶ Chortane S. G., Pandey D. C., Does the Russia-Ukraine war lead to currency asymmetries a US Dollar tale. 2022.

⁵⁷ Esposito L, Tori D., guerra e moneta: come il conflitto in Ucraina cambierà il sistema monetario internazionale. Moneta e Credito, numero speciale: le conseguenze della guerra in Ucraina. Vol. 75 n. 298. Giugno 2022.

⁵⁸ Ibidem (Esposito, Tori).



Composizione delle esportazioni russe nel biennio 2019-2020. Grafico tratto da “*Esposito L, Tori D., guerra e moneta: come il conflitto in Ucraina cambierà il sistema monetario internazionale. Moneta e Credito, numero speciale: le conseguenze della guerra in*



Ucraina. Vol. 75 n. 298. Giugno 2022.”

Relazione tra crescita economica della Federazione Russa e prezzo del petrolio. Grafico tratto da “*Esposito L, Tori D., guerra e moneta: come il conflitto in Ucraina cambierà il*

sistema monetario internazionale. Moneta e Credito, numero speciale: le conseguenze della guerra in Ucraina. Vol. 75 n. 298. Giugno 2022.”

Per quanto riguarda la politica economica russa, già dal 2014, i proventi di valuta derivati da questi surplus sono stati utilizzati, non per stimolare la produzione, bensì per incrementare le riserve della Banca Centrale Russa. La Russia, infatti, si stava preparando a queste ritorsioni finanziarie, poiché già dall'invasione della Crimea nel 2014, Visa e Mastercard, avevano estromesso alcune banche russe dai propri circuiti di carte di credito, e ciò ha portato la Banca di Russia a creare il proprio sistema *MIR*, che costituisce più del 40% delle transazioni domestiche, sebbene irrilevante a livello internazionale e costretto ad appoggiarsi ad altri sistemi. Nello stesso anno ha sviluppato il proprio sistema di messaggistica per le transazioni internazionali SPFS (System for Transfert of Financial Messages), anch'esso poco utilizzato al di fuori della federazione russa. Per questi motivi la Russia sta puntando sull'infrastruttura cinese CIPS, basato sull'hub finanziario di Shanghai (vedasi Capitolo 2, paragrafo inerente alle prospettive dello yuan), in alternativa a SWIFT. Tra quest'ultimo e l'Infrastruttura cinese c'è più cooperazione che competizione, come dimostrato dal fatto che CIPS partecipi alla filiale di SWIFT in Cina tramite una joint venture.⁵⁹ Inoltre CIPS al giorno d'oggi non costituisce neanche lontanamente un concorrente per SWIFT. L'infrastruttura cinese nell'intero 2021 ha gestito transazioni del valore di 12.000 miliardi, cifra che SWIFT processa in soli tre giorni.⁶⁰

Oltre agli effetti diretti della guerra sull'economia russa, come l'elevata spesa pubblica e il passaggio all'economia di guerra, bisogna analizzare gli effetti indiretti. Un esempio sono i prezzi dei titoli di Stato, sebbene non siano mai stati ricercati nei mercati internazionali, dalla guerra in poi è impossibile commerciarli, come conseguenza delle sanzioni: la stessa Moscow Exchange ha vietato la rivendita e l'acquisto di azioni e obbligazioni russe da parte dei non residenti. Ciò ha costretto lo Stato russo a finanziarsi attraverso i risparmi privati e la monetizzazione. Il Governo russo, oltre a chiudere la borsa di Mosca ha emanato altri provvedimenti estremi, come l'obbligo di cambio in rubli

⁵⁹ *Ibidem* (Esposito, Tori).

⁶⁰ *Ibidem* (Maronta).

dei ricavi in valuta estera, il divieto di contrarre debiti in valuta estera e di esportare valuta accompagnati da un vertiginoso aumento dei tassi di interesse.⁶¹

Le sanzioni occidentali hanno colpito le maggiori banche russe, quest'ultime sono espulse dal sistema SWIFT, con alcune eccezioni, come la *Gazprombank*, la terza più grande della Russia, per non intaccare i rifornimenti energetici in Europa, che, seppur drasticamente ridotti dall'inizio del conflitto, non sono mai stati interrotti totalmente. A rendere il paese più vulnerabile alle sanzioni è stato il fatto che, prima del conflitto la maggior parte dell'export russo era denominato in dollari.

Il Governo russo ha inoltre emesso un decreto che impone ai paesi ostili di pagare in rubli le rispettive importazioni, misura accompagnata alle dichiarazioni sulla dismissione dell'uso del dollaro per i propri scambi internazionali, e seguita da vari accordi di *currency swap* con Cina e Turchia⁶², senza tralasciare i vari accordi bilaterali già menzionati in precedenza (vedasi Capitolo 2, paragrafo inerente al gruppo BRICS).

Subito dopo l'invasione, oltre alle misure già citate, tra cui l'esclusione da SWIFT per la maggior parte delle banche russe, l'Unione Europea ha messo in atto 5 pacchetti di sanzioni che comprendono: il divieto di accesso ai mercati di capitali e finanziari europei sia per le istituzioni pubbliche, sia per alcuni cittadini russi iscritti ad una *black list*; divieto di esportazione di beni ad alto contenuto tecnologico verso la Russia e blocco di trasporto aereo; l'estensione del divieto di accesso ai mercati di capitale e finanziari europei al 70% delle banche russe; il blocco delle riserve russe presenti presso istituti di credito europei; il blocco al carbone russo accompagnato dal divieto di esportazione ed importazione di una serie di beni. Le sanzioni sono inoltre estese alla Bielorussia, considerata uno stato satellite della Federazione Russa, e complice nell'invasione dell'Ucraina. Come conseguenza di ciò la Banca Centrale Russa ha messo in atto un piano molto aggressivo di diversificazione delle proprie riserve valutarie. Già nel 2018 ha iniziato a vendere asset denominati in dollari, rimpiazzandoli con asset denominati in euro e yuan, e ciò ha diminuito in termini relativi le riserve in dollari, sebbene siano aumentate

⁶¹ *Ibidem* (Esposito, Tori).

⁶² *Ibidem* (Esposito, Tori).

in termini assoluti. La quota delle riserve di oro sono anch'esse aumentate con questa politica di diversificazione.⁶³

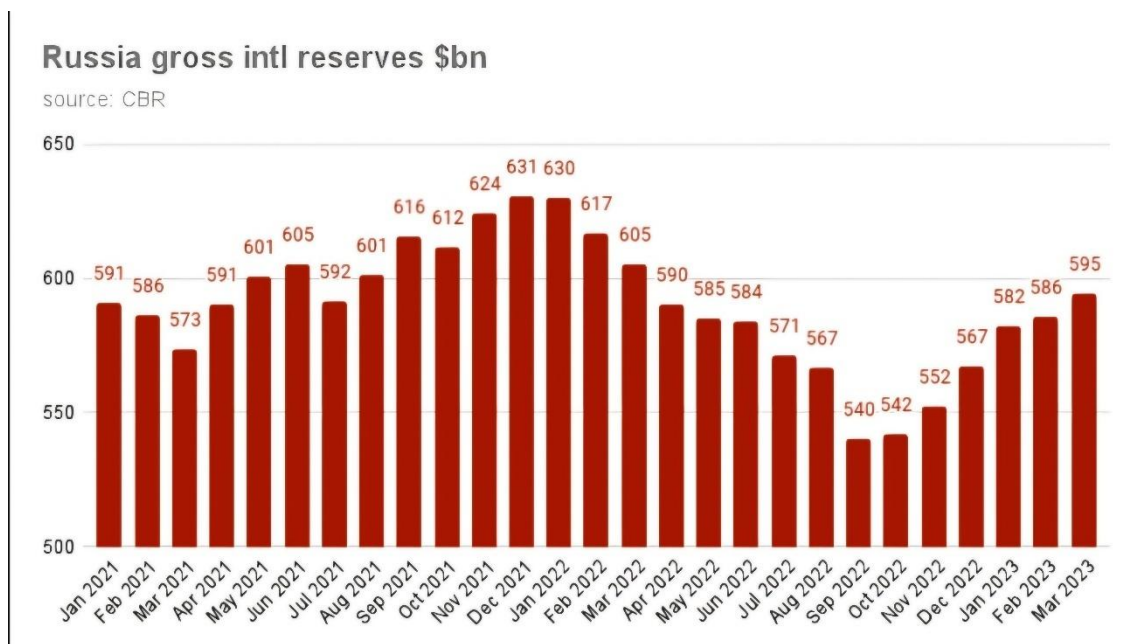
	Riserve Totali (mld USD)	Riserve FX (mld USD)	Riserve in oro (mld USD)	Oro/FX	Adequacy Ris. (mesi di imp.)	Ris. all'estero (mld USD)
2015	368,3	319,8	48,5	0,15	15,7	72,4
2016	377,7	317,5	60,1	0,18	17	79,1
2017	432,7	356	76,6	0,21	15,9	93
2018	468,4	381,5	86,9	0,23	16,4	134,6
2019	554,3	443,9	110,3	0,25	18,9	176,1
2020	595,7	457	138,7	0,3	23,5	159,3
2021	622,6	489,7	132,7	0,27	20,8	195,2

Evoluzione delle riserve russe (2015-2021). Grafico Lampa R. Verso la disgregazione del sistema monetario post 1971? I paesi in via di sviluppo e l'impatto delle sanzioni belliche sulla *dollar hegemony*. Moneta e Credito – vol.75 n.298 – Numero speciale, le conseguenze della guerra in Ucraina. Giugno 2022.

Paradossalmente le riserve di dollari russe, dopo il crollo da 630 miliardi a 541 miliardi nel 2022, sono tornate sopra i 600 miliardi nel 2023, recuperando il livello pre-guerra. Questo è dovuto principalmente al surplus commerciale di quasi 230 miliardi di dollari nello stesso anno. Questo avanzo della bilancia commerciale è a sua volta dovuto all'aumento del prezzo delle materie prime e all'aggiramento delle sanzioni, attuato con l'ausilio di alcuni paesi come la Turchia, l'India e altri stati ex sovietici ora appartenenti all'Unione Economica Eurasiatica (organizzazione economica internazionale che gravita intorno a Mosca), che mantengono garantiscono i flussi clandestini di beni esportati dalla federazione russa. Paradossalmente, persino Washington continua ad intrattenere rapporti economici con aziende russe. Ad esempio, dall'inizio del conflitto, molti gestori di centrali nucleari statunitensi hanno acquistato combustibile per oltre un miliardo di dollari da Rosatom, il colosso russo nel settore dell'energia atomica.⁶⁴

⁶³ Lampa R. Verso la disgregazione del sistema monetario post 1971? I paesi in via di sviluppo e l'impatto delle sanzioni belliche sulla *dollar hegemony*. Moneta e Credito – vol.75 n.298 – Numero speciale, le conseguenze della guerra in Ucraina. Giugno 2022.

⁶⁴ *Ibidem* (Maronta).



Riserve russe denominate in dollari. Grafico tratto da “Russia’s international reserves are back to over \$600bn. Aris Ben. BNE Intellinews. Aprile 2023.

Un’altra misura riguarda il congelamento dell’attività della Banca Centrale Russa presso i conti occidentali, che ammontavano a circa 300 miliardi di dollari, in modo che non venissero utilizzati per stabilizzare il rublo, finanziare il conflitto e sostenere la propria economia. La Russia, del resto, aveva iniziato a ridurre da anni le proprie riserve in dollari e nel 2021 aveva annunciato che avrebbe liquidato i propri attivi in dollari dai propri fondi sovrani.⁶⁵ Ciò era dovuto sia al deterioramento dei rapporti con i paesi occidentali e i loro sistemi finanziari, sia al voler ridurre la dipendenza dal dollaro, al fine di mettere in atto il processo di de-dollarizzazione, obiettivo condiviso con la Repubblica Popolare, sebbene con tutti i limiti già elencati. Questo tipo di sanzione, mai attuato fin ad ora, neanche durante la Seconda guerra mondiale, crea *de facto* un precedente, e il potenziale congelamento di asset stranieri collocati nei mercati occidentali come ritorsione, li rende

⁶⁵ *Ibidem* (Esposito, Tori).

rischiosi. Questo potrebbe portare vari stati ad attuare la riduzione di queste attività sull'esempio della Federazione Russa negli anni precedenti.⁶⁶

Per quanto riguarda il rublo, oltre al crollo iniziale post-invasione, quando la valuta russa ha raggiunto il minimo storico di 150 rubli per dollaro, ha manifestato una ripresa, anche se dal 2023 ha subito un'ulteriore discesa, che lo ha portato a toccare il valore più basso dall'inizio del conflitto il 26 novembre 2024, costringendo la Banca Centrale Russa a portare il tasso di interesse al 21%.⁶⁷

Il dollaro d'altro canto, nonostante le varie oscillazioni, non è stato intaccato in modo significativo, ed in alcuni parametri è persino cresciuto, come attestato dai vari dati esposti nel capitolo precedente. Ciò sta a significare che la guerra in Ucraina ha generato processi e dinamiche che impatteranno sicuramente nel lungo termine sul sistema monetario internazionale, ma per ora l'equilibrio dollaro-centrico non è stato ancora destabilizzato. Per ciò che concerne le sanzioni internazionali, nel prossimo paragrafo verranno analizzate nel dettaglio, con un focus sui loro potenziali effetti sull'egemonia della valuta statunitense.

⁶⁶ *Ibidem* (Esposito, Tori).

⁶⁷ Avilov A., Russian Economy Shows Signs of Slowdown, Top Bankers Warm. The Moscow Times, Moskva News Agency. Dicembre 2024.

3.2 Sanzioni internazionali: strumento efficace o arma a doppio taglio?

Dall'inizio dell'egemonia statunitense si sono sviluppate nuove reti di scambio non soltanto economiche, ma soprattutto informative e fisiche, che hanno inciso molto sulle economie dei vari stati, rendendole più interconnesse tra loro, e costituendo dei legami strutturali difficili da districare. Ne è un esempio il settore finanziario, che è sempre più dipendente dai sistemi di messaggistica internazionale, attraverso cui le banche e le istituzioni finanziarie si scambiano risorse ed informazioni. La metafora guida per descrivere questi processi è quella di una ragnatela che collega una rete di punti, anziché una scacchiera.⁶⁸ La distribuzione di potere su queste strutture, a differenza di ciò che sostengono molti studiosi liberali, non diventa più simmetrica, al contrario, tende a diventare sempre più asimmetrica, e gli scambi diventano più centralizzati e passano sempre più attraverso pochi intermediari specifici, generando uno squilibrio di potere che va a vantaggio di alcuni attori e a discapito di altri. Le grandi istituzioni internazionali, come *Citibank*, sistemi di regolamento di titoli come *Euroclear*, sistemi di pagamento come *Visa* e *Mastercard*, camere di compensazione come il CHIPS (Clearing House Interbank Financial Telecommunication) o il già citato sistema di pagamento SWIFT, sono intermediari cruciali nelle reti finanziarie globali. Essi traggono vantaggio sia dalle economie di scala, che creano situazioni di monopoli e oligopoli naturali, ma sia dall'accesso privilegiato alle informazioni, garantito dal potere politico dello Stato di appartenenza, e alimentato dalla loro posizione di snodo. I nodi centrali di questa ragnatela non sono quindi distribuiti casualmente ma sono concentrati *in primis* negli Stati Uniti, e poi in altri paesi avanzati, occidentali e non.

Le sanzioni finanziarie, quindi, limitano la capacità dei vari soggetti che siano stati, imprese o individui, sia di usufruire dei servizi finanziari che di detenere e trasferire asset.

A livello giuridico le sanzioni economiche statunitensi sono extraterritoriali, poiché si applicano anche al di fuori del territorio nazionale, e si estendono a livello globale attraverso tre fondamenti giuridici principali. Il primo riguarda la giurisdizione per nazionalità, e si applica *in primis* alle persone giuridiche statunitensi (U.S. persons) ossia:

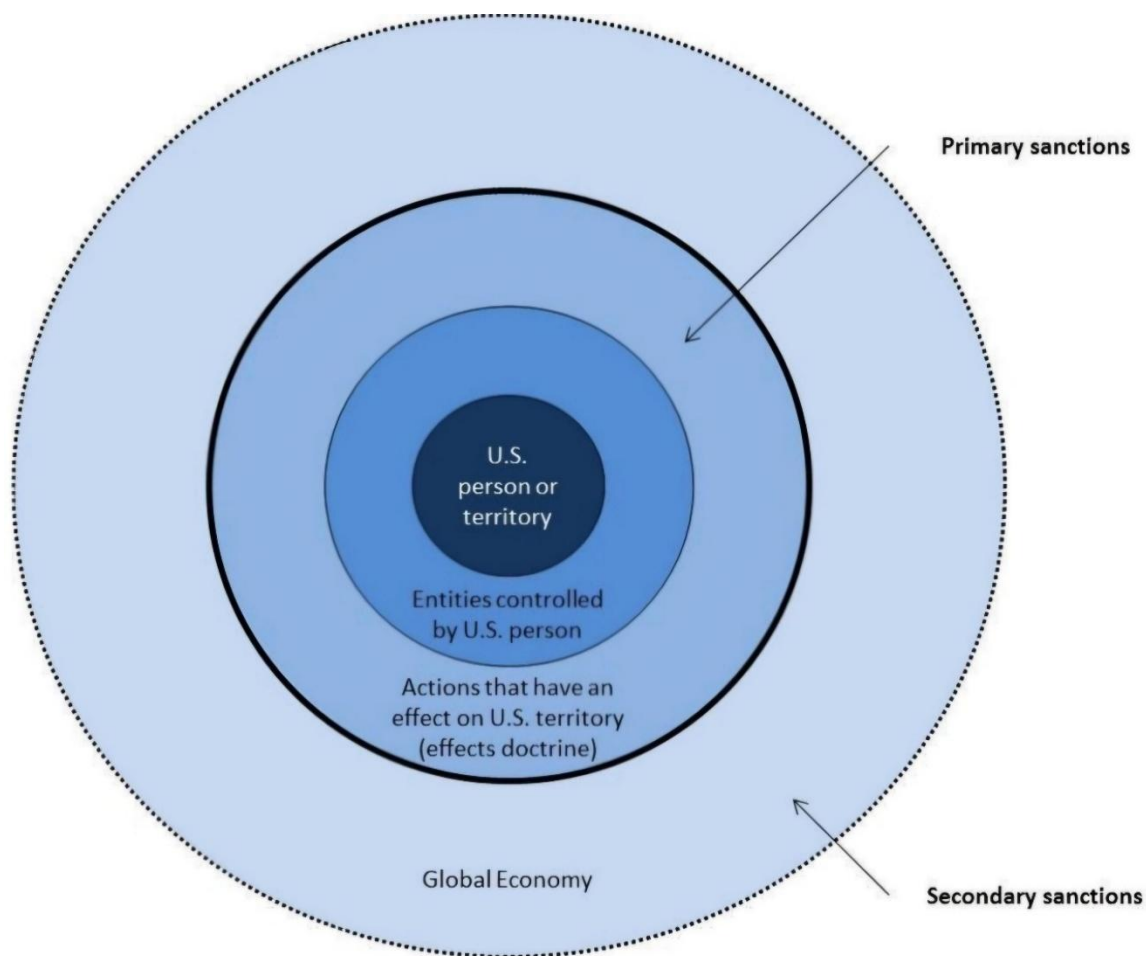
⁶⁸ Farrell H, Newman A.L., *Weaponized Interdependence – How Global Economic Network Shape Global Coercion*. International Security – vol. 44 n.1. Luglio 2019.

cittadini USA; residenti permanenti, entità registrate negli USA; persone fisicamente presenti sul suolo americano; filiali estere di enti giuridici statunitensi, controllate o possedute da società madre americane. Il secondo consiste nella giurisdizione bancaria corrispondente, per la quale ogni transazione espressa in dollari che transiti attraverso il sistema bancario statunitense è considerata una prestazione di servizio esportata dagli Stati Uniti. In questo modo anche banche estere, che effettuano transazioni in dollari, e quindi che passano tramite intermediari statunitensi, sono sotto questa giurisdizione. Il terzo è denominato “dottrina degli effetti” e sancisce che tutti gli atti stranieri, i cui effetti diretti, sostanziali e prevedibili ricadono sul territorio nazionale, sono sotto giurisdizione statunitense. Poi vi sono le sanzioni secondarie, con finalità principalmente dissuasive per via dei loro effetti imprevedibili e potenzialmente destabilizzanti per l’intero sistema finanziario internazionale. Queste vietano a chi è sotto giurisdizione degli Stati Uniti di intrattenere rapporti economico-finanziari con chi a sua volta intrattiene rapporti con soggetti i sanzionati, aggirando le sanzioni.⁶⁹

Violazioni di questi divieti hanno portato a multe che ammontavano a miliardi di dollari verso banche non statunitensi. Ad esempio, BNP Paribas nel 2014, costretta a pagare 8.9 miliardi di dollari, per aver processato pagamenti per clienti in Sudan, Iran e Cuba. UniCredit ha dovuto pagare 1.3 miliardi, poiché le sue filiali tedesca e austriaca hanno effettuato operazioni che coinvolgevano l’Iran in dollari, e passate tramite banche USA. Nel 2010 le sanzioni complessive verso banche estere ammontavano a quasi 20 miliardi di dollari.⁷⁰ Queste sanzioni pecuniarie sono pagate o al Dipartimento del Tesoro o al Dipartimento di Giustizia statunitensi, anche se in alcuni caso sono stati versati in favore della Federal Reserve e della New York Department of Financial Services.

⁶⁹ Savini Zangrandi M, Coccozza E, On shaky ground: U.S. economic sanctions in a globalized financial system. Febbraio 2020.

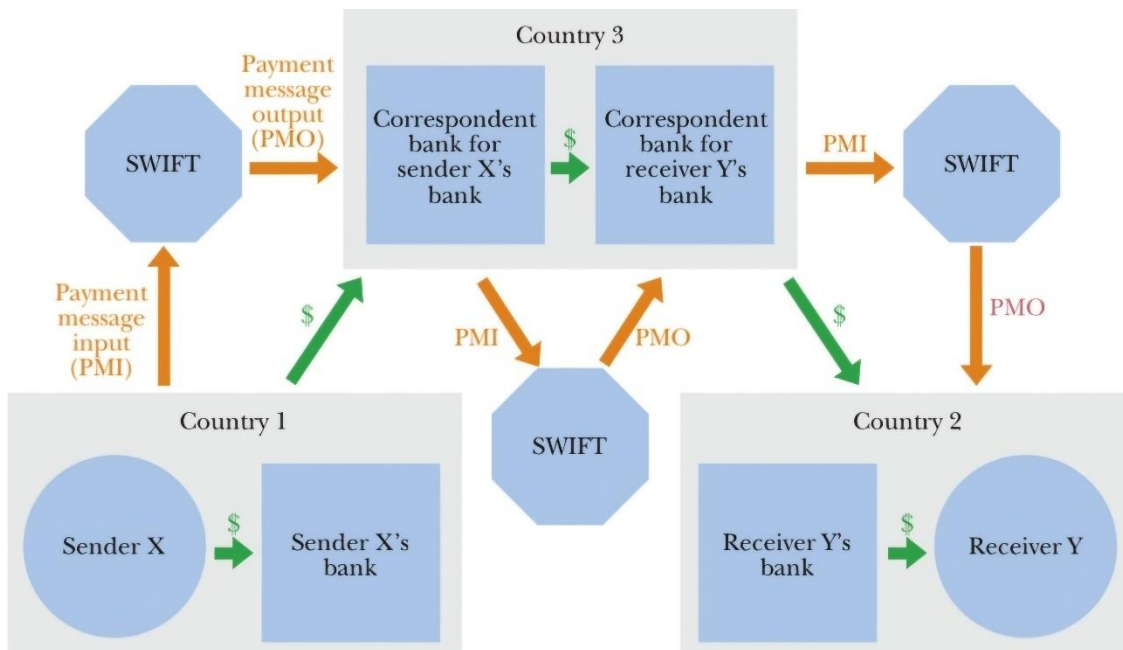
⁷⁰ *Ibidem* (Zangrandi, Coccozza).



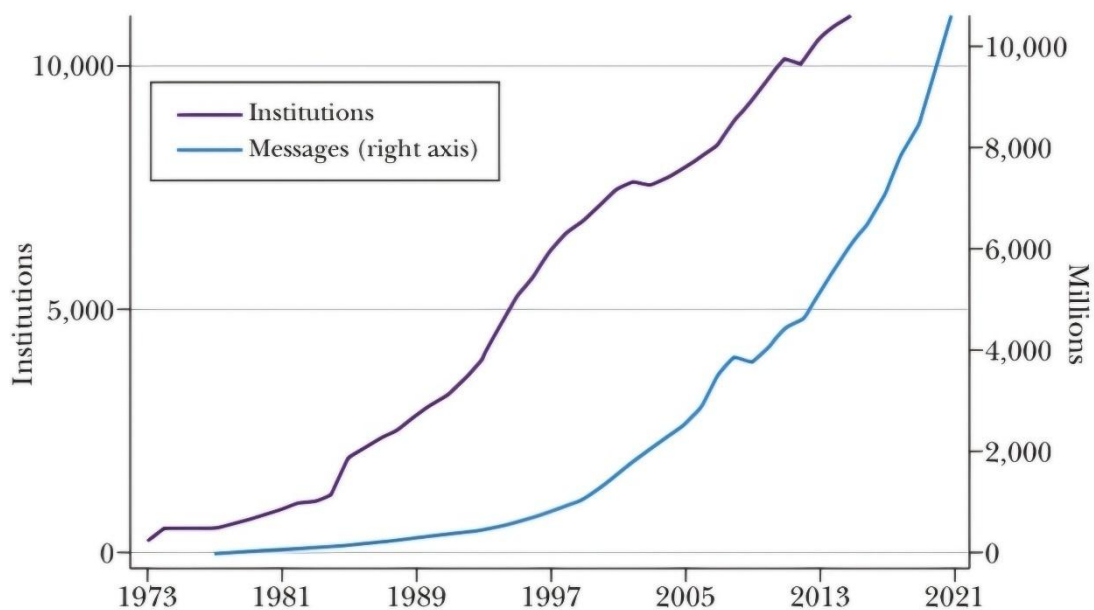
La portata globale delle sanzioni finanziarie statunitensi. Grafico tratto da “Savini Zangrandi M, Coccozza E, *On shaky ground: U.S. economic sanctions in a globalized financial system*. Febbraio 2020.”

Negli ultimi decenni, con la liberalizzazione dei capitali e l'aumento delle dimensioni e dell'interconnessione dei vari sistemi finanziari, l'uso di questo tipo di sanzioni è aumentato in modo rilevante. Esempi storici sono: sanzioni commerciali e finanziarie verso la Corea del Nord, nel 1950 senza però escluderla dall'infrastruttura dei pagamenti; riduzione del credito statunitense verso il Cile, senza congelamento degli asset dal 1970 al 1973; negli anni '80 e '90 sono state usate contro il Sudafrica, accompagnate da misure per contrastare l'Apartheid; sanzioni finanziarie verso il Myanmar negli anni '90 e 2000;

sanzioni finanziarie verso il governo dell’Afghanistan che prevedevano un congelamento degli Asset e l’utilizzo dei dati e informazioni presi da SWIFT in funzione anti talebana.⁷¹

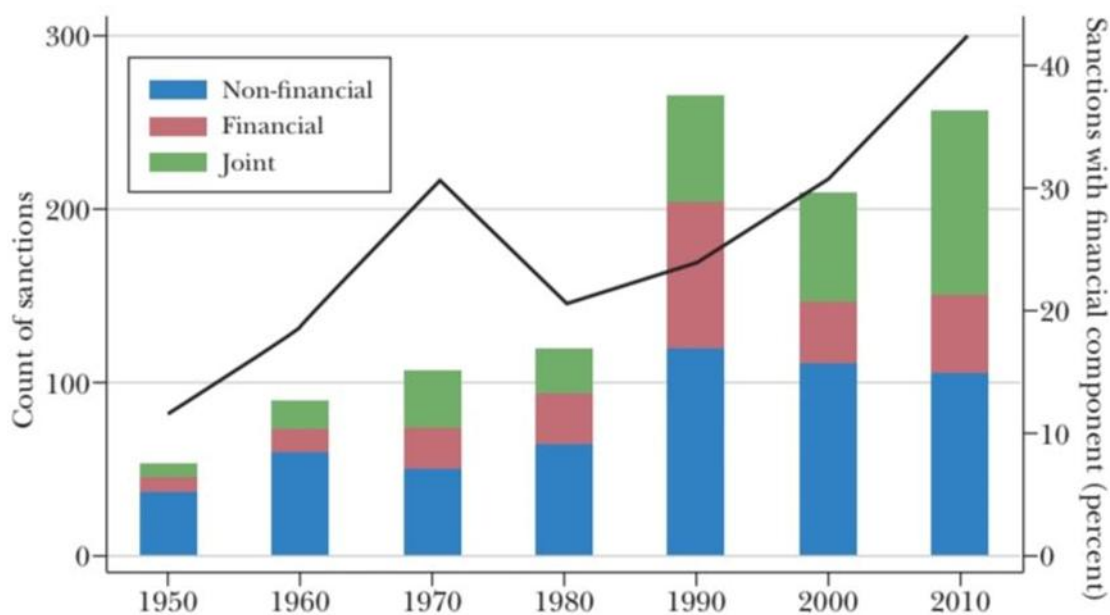


Il ruolo di SWIFT nei pagamenti transfrontalieri. Grafico tratto da “Cipriani M., Goldberg S. L., La Spada, G., *Financial Sanctions, SWIFT, and the Architecture of the International Payment System*. 2023.



⁷¹ “Cipriani M., Goldberg S. L., La Spada, G., *Financial Sanctions, SWIFT, and the Architecture of the International Payment System*. 2023

Numero di istituzioni collegate a SWIFT e numero di messaggi SWIFT. Nota: La linea nera rappresenta il numero di istituzioni collegate a SWIFT; la linea blu rappresenta il numero di messaggi SWIFT (asse destro). Grafico tratto da *Cipriani M., Goldberg S. L., La Spada, G., Financial Sanctions, SWIFT, and the Architecture of the International Payment System. 2023.*



Prevalenza delle sanzioni per tipologia.

Nota: Questa figura mostra il numero di sanzioni per ciascun decennio, suddivise per tipologia. Le sanzioni sono conteggiate solo nel primo decennio della loro applicazione. Le sanzioni congiunte includono sia elementi economici (ad esempio, restrizioni alle importazioni) sia elementi finanziari (ad esempio, congelamento dei beni, controlli sugli investimenti). La linea nera rappresenta la percentuale di sanzioni con una componente finanziaria nel tempo (asse destro).

Grafico tratto da *“Cipriani M., Goldberg S. L., La Spada, G., Financial Sanctions, SWIFT, and the Architecture of the International Payment System. 2023.*

Come già analizzato precedentemente, anche SWIFT, il sistema di messaggistica per le transazioni finanziarie, viene utilizzato come arma non convenzionale. L'esclusione da SWIFT preclude l'accesso all'intera rete di pagamenti globali. Questo tipo di sanzione è stata applicata contro l'Iran per la prima volta nel 2012, e per la seconda volta nel 2018, dopo che alcune banche della Repubblica Islamica erano state riammesse al sistema nel

2016, in concomitanza con gli accordi sul nucleare. Nel 2022 anche la Russia è stata esclusa da SWIFT (vedasi paragrafo precedente). Inoltre, questo sistema costituisce un serbatoio enorme di dati, e per questo è stato utilizzato tatticamente per reperire informazioni su vari soggetti ostili, soprattutto agli Stati Uniti, come accaduto in Afghanistan.

Le conseguenze di queste sanzioni sul sistema monetario internazionale sono oggetto di dibattito. È certo però, che molti paesi hanno iniziato a prendere in considerazione varie azioni volte a renderli meno vulnerabili a queste vere e proprie armi non convenzionali. Oltre ai sistemi di messaggistica alternativi a SWIFT già menzionati, come il CIPS e SPSF, creati rispettivamente da parte di Cina e Russia, tra i sistemi rilevanti risaltano anche INSTEX, ed UPI. Il primo è stato implementato nel 2019, dopo che Iran fu estromesso per la seconda volta da SWIFT. Francia, Germania e Regno Unito hanno costituito questo nuovo sistema di messaggistica, a cui si sono aggiunti altri 7 paesi europei. Il suo utilizzo però fu limitato alla consegna di cibo, medicine ed altri beni umanitari, a causa della volontà dei paesi dell'Unione Europea di non opporsi alla politica di Washington, e nel 2023 è stato smantellato definitivamente.⁷² Il secondo è stato lanciato dall'India nel 2016. Questa infrastruttura consente trasferimenti istantanei di denaro tra conti bancari tramite smartphone. È considerato uno dei sistemi di pagamento digitali più avanzati al mondo. L'unica valuta ammessa è la rupia indiana. Sebbene questi sistemi siano limitati territorialmente e il loro utilizzo a livello internazionale non sia neanche lontanamente paragonabile a SWIFT, per i motivi sopra indicati, essi costituiscono un primo passo da parte di questi Stati, per essere meno dipendenti dal dollaro e quindi meno vulnerabili a ritorsioni statunitensi. Le conseguenze della loro implementazione sono più geopolitiche che monetarie.

A partire dal 2014 però, le sanzioni economiche verso la Russia, hanno convinto molti banchieri centrali di vari paesi non occidentali a diversificare le proprie riserve, al fine di ridurre l'eccessiva esposizione verso attività denominate in dollari. L'utilizzo crescente e pervasivo delle sanzioni da parte degli Stati Uniti ha indotto vari soggetti bersagliati ed i paesi con essi solidali a reagire adattandosi. Uno degli strumenti principali è lo *swap valutario*, attuato attraverso le rispettive banche centrali per evitare di utilizzare il dollaro

⁷² *Ibidem* (Esposito, Tori).

nei loro scambi bilaterali. La Cina è tra i principali stati che attuano questa manovra, e ha stipulato accordi di questo tipo con oltre 60 paesi, ma soprattutto con la Russia. Ha inoltre fatto accordi con quest'ultima per utilizzare il rublo e lo yuan nei loro scambi. L'India a sua volta ha acquistato armamenti e materie prime da Mosca in rubli e rupie. Anche il Bangladesh ha agito in tal senso, quando, non potendo pagare a Rosatom la costruzione della centrale nucleare a Rooppur, ha ricorso al renminbi con l'assenso di Mosca.⁷³

La volontà di trovare vie alternative è dovuta o anche al fatto che il dollaro, potendo essere utilizzato come arma, diventa meno appetibile anche agli occhi di quei vari stati che seppure non ostili, non sono comunque perfettamente allineati agli Stati Uniti.

Tutte queste manovre non mirano alla sostituzione del dollaro con un'altra valuta, ed anche se così fosse, non basterebbero da sole a minarne l'egemonia. Esse sono necessarie invece per quei paesi che vogliono divenire meno dipendenti dal suo uso e quindi meno suscettibili a sanzioni attuali potenziali, verso loro stessi o verso loro alleati. Per via di questi tentativi di adattamento, più le sanzioni vengono utilizzate meno efficaci diventano. I dati inoltre confermano che nel breve termine, nonostante l'acuirsi delle tensioni, nuovi conflitti e sanzioni internazionali, l'uso del dollaro a livello quantitativo e qualitativo, non è stato ancora intaccato, e resta tutt'ora di gran lunga superiore alle altre valute. Queste dinamiche però, possono contribuire al suo ridimensionamento e al mutamento del sistema monetario internazionale nel lungo periodo, creando i presupposti per nuove relazioni economico-finanziarie alternative a quelle attuali.

3.3 L'impatto delle politiche protezionistiche statunitensi

Dall'inizio del suo secondo mandato, inaugurato nel gennaio 2025, il presidente degli Stati Uniti Donald Trump ha annunciato una svolta protezionistica della politica commerciale statunitense. Fin dalle prime settimane, ha imposto dazi del 25% su tutte le importazioni provenienti dal Messico e dal Canada, con un'esenzione parziale per il

⁷³ *Ibidem* (Maronta).

settore energetico canadese, e ha colpito anche la Cina con un primo dazio del 10% su tutte le merci. A marzo, l'amministrazione americana ha posto nuove tariffe sull'acciaio e sull'alluminio, anche in questo caso del 25%, seguite da un'imposta simile su auto e componentistica estera. Successivamente le tariffe sulla Cina sono aumentate ancora, passando dal 10 al 20%, preludio a uno scontro più ampio. La vera accelerazione è arrivata ad aprile, quando Trump ha proclamato il cosiddetto "Liberation Day", presentandolo come un atto di emancipazione economica. Da quel momento, ogni singolo paese del mondo si è visto applicare un dazio del 10%, mentre circa sessanta paesi ritenuti "ostili" o sleali hanno subito tariffe fino al 50%. La Cina è stata bersaglio di un'escalation ancora più dura: il livello dei dazi è salito in pochi giorni fino al 145%, colpendo praticamente ogni categoria di prodotto importato. Il presidente ha giustificato queste misure parlando di difesa della sovranità economica americana e di riequilibrio nei rapporti commerciali. Ha voluto introdurre tariffe cosiddette "reciproche", cioè proporzionali alle tariffe che altri paesi applicano contro gli Stati Uniti. In alcuni casi, ha persino evocato tariffe fino al 150% come risposta alle pratiche valutarie della Cina.

A maggio, dopo settimane di tensione, si è avviata una fase di rinegoziazione. Gli Stati Uniti hanno abbassato le tariffe verso la Cina al 30%, in cambio di una riduzione delle contro tariffe cinesi. Tuttavia, molte misure protezionistiche permangono. Ad esempio, sono state imposte tariffe sui componenti automobilistici. Trump ha inoltre minacciato dazi del 100% sull'importazione di film stranieri.

Nel marzo del 2025, Scott Bessent, Stephen Miran e analisti macroeconomici di rilievo concordavano sul fatto che tariffe più elevate avrebbero fatto aumentare il valore del dollaro. Bessent ha affermato che un aumento delle tariffe doganali del 10% avrebbe fatto apprezzare il dollaro del 4%. Questa previsione si basava su vari calcoli. In *primis* sul previsto aumento della domanda di dollari, dovuto al fatto che gli investitori avrebbero puntato sul dollaro per via dei tagli fiscali attuati da Trump che avrebbero reso più appetibili le azioni. Poi da una più bassa domanda di valute estere, causata dal calo delle importazioni. Tutto ciò accompagnato da una diminuzione dell'offerta di valuta verde, a causa del ridotto deficit commerciale. Nonostante queste previsioni fossero logiche e

coerenti con la teoria macroeconomica è avvenuto esattamente il contrario: il valore del dollaro è calato del 10% rispetto alle valute del G10.⁷⁴

Questo si può imputare al fatto che i dazi hanno danneggiato settori industriali importanti, che a loro volta dipendono da catene di produzione globali. Un esempio è il settore hi Tech, con Apple che importa componenti da India e Cina. Ciò ha reso meno attraenti le aziende statunitensi agli occhi degli investitori stranieri, causando una riduzione invece che un aumento della domanda di dollari globale, l'esatto opposto di quanto previsto.

Un'altra causa risiede nella politica valutaria della Cina. Pechino, dall'imposizione dei primi dazi, ha permesso una svalutazione dello yuan per poter controbilanciare gli effetti distorsivi dei dazi. Negli ultimi mesi però, lo yuan è più debole rispetto al passato, e un ulteriore svalutazione avrebbe causato instabilità finanziaria e probabilmente anche fuga di capitali, per questo motivo la Repubblica Popolare ha mantenuto fermo il tasso di cambio, evitando una pressione al rialzo sul dollaro.⁷⁵

Gli ingenti tagli fiscali statunitensi, accompagnati da un aumento della spesa pubblica hanno portato ad un aumento sia del deficit commerciale che del deficit di bilancio pubblico. Ciò porta gli investitori a ritenere meno sicuro investire nel debito pubblico statunitense, portando ad una ridotta domanda di titolo di stato, e che comporta la diminuzione del prezzo di questi ultimi e un aumento dei tassi di interesse. L'aspettativa dell'aumento dei tassi di interesse da parte dei mercati viene amplificata della potenziale inflazione generata dall'aumento dei prezzi, a sua volta dovuto sia ai dazi stessi, sia dall'aumento del deficit di bilancio.

⁷⁴ Setser B. W., Why Didn't Tariffs Push up the U.S. Dollar? Council of Foreign Relations. Maggio 2025.

⁷⁵ Ibidem (Setser).

Nominal Broad U.S. Dollar Index

Daily, Index Jan 2006 = 100

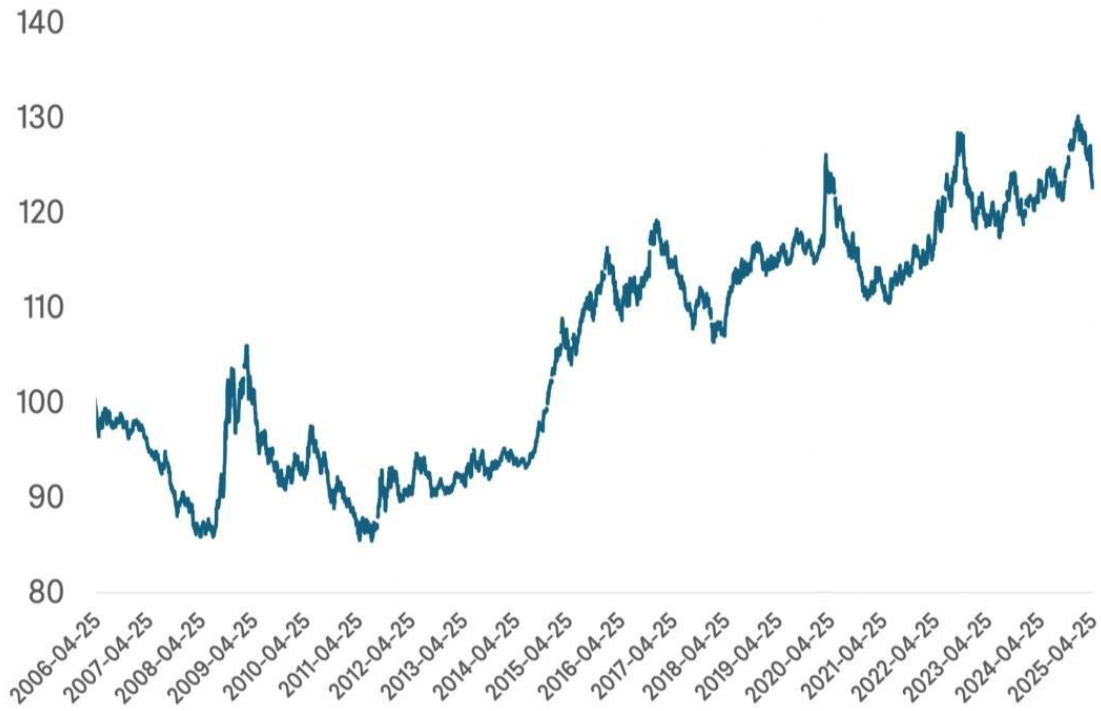
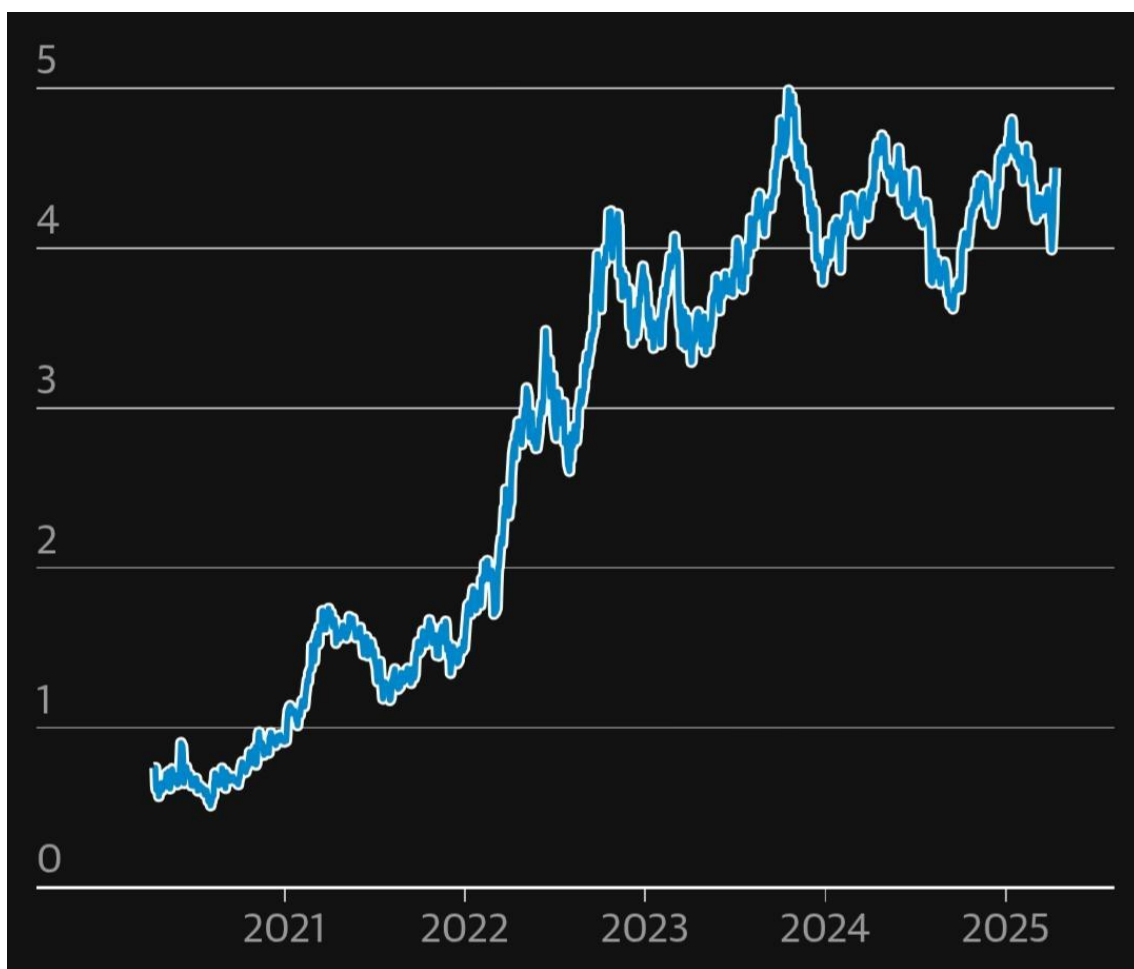


Grafico tratto da "Setser B. W., *Why Didn't Tariffs Push up the U.S. Dollar?* Council of Foreign Relations. Maggio 2025.



Rendimento dei titoli di Stato statunitensi a dieci anni, %. Grafico tratto da “Partington R., *The damage is done’: Trump’s tariffs put the dollar’s safe heaven status in jeopardy.* *The Guardian.* Aprile 2025.

Sebbene l'impatto sulla posizione del dollaro sia negativo nel breve termine, alcuni analisti come Samuel Zief, responsabile della strategia globale FX di JPMorgan Private Bank, sostengono che attualmente non ci sono alternative alla valuta statunitense, e afferma espressamente *“Nessun'altra valuta o asset è realmente paragonabile al dollaro statunitense in termini di ruolo nelle riserve valutarie, nella gestione del commercio internazionale, nella fatturazione, nell'infrastruttura finanziaria complessiva e nelle contrattazioni sui mercati finanziari”*.⁷⁶ Secondo Zeif, si tratta di un fenomeno ciclico, che rispecchia e controbilancia l'apprezzamento costante del dollaro negli ultimi anni. Gli strateghi della Bank of America per contro, vedono nelle varie criticità sopra elencate, un problema non trascurabile per l'appetibilità, la domanda e il valore degli asset statunitensi, dichiarando *“La tendenza strutturale al ribasso nei confronti del dollaro ha iniziato a manifestarsi: gli investitori stanno riconsiderando le esposizioni agli asset sotto-coperti negli Stati Uniti, il che potrebbe portare a un prolungato aggiustamento al ribasso delle valutazioni”*⁷⁷, ciò naturalmente si ripercuoterebbe in modo negativo sulla valuta statunitense.

Le conseguenze immediate di queste politiche sono quindi deleterie per la primazia del dollaro, anche se in misura marginale rispetto all'equilibrio complessivo del sistema monetario internazionale. Se l'inasprimento della politica commerciale statunitense, verso alleati e rivali, si protrarrà nel tempo, non è oggetto di questa analisi. In caso di risposta affermativa a questo interrogativo, il giudizio sui potenziali effetti di lungo periodo rimane comunque sospeso, poiché questi dipendono non solo da altre variabili puramente economiche, ma soprattutto da fattori geopolitici e strategici.

⁷⁶ Hansen S., More Than Tariffs: Behind the US Dollar's Decline – Morningstar. Maggio 2025.

⁷⁷ *Ibidem* (Hansen).

CONCLUSIONE

Nel primo capitolo si è osservato il lungo processo e la combinazione favorevole di eventi che hanno portato all'affermazione del dollaro come principale valuta internazionale. Dall'emergere del dollaro come valuta di riferimento globale nel secondo dopoguerra, con gli accordi di Bretton Woods, passando per la cessazione dell'ancoraggio all'oro nel 1971, fino alla crisi del 2008 e ai giorni nostri, si è evidenziato come l'egemonia monetaria statunitense non sia solo una questione quantitativa, ma soprattutto qualitativa. Questa supremazia si fonda su elementi quali la supremazia militare (soprattutto a livello marittimo), la profondità dei mercati finanziari, l'accesso privilegiato agli scambi informativi e la centralità negli snodi strategici della finanza globale. L'analisi ha mostrato come, persino in fasi di apparente difficoltà (si pensi alla fine del sistema di Bretton Woods o alla crisi del 2008), il dollaro sia riuscito a rinnovare la propria centralità. Si comprende, quindi, come il primato di una valuta non sia determinato esclusivamente da variabili economiche.

Nel corso della storia, le valute egemoni emesse dalle superpotenze hanno impiegato molto tempo per affermarsi e altrettanto per declinare. In molti casi, l'importanza internazionale della valuta dominante è perdurata per inerzia, mantenendo il primato anche dopo la perdita della supremazia geopolitica dello Stato emittente. In questo modo, si comprende che, così come la sua ascesa è stata graduale, anche l'eventuale declino del dollaro statunitense richiederebbe tempi lunghi. Lo stesso discorso vale per l'ascesa di valute alternative, che seppure riusciranno a sostituirsi alla valuta statunitense, impiegherebbero non poco tempo.

Nel secondo capitolo sono stati analizzati i dati empirici, che mostrano come sia l'euro che lo Yuan siano, quantitativamente, ancora molto lontani dal dollaro in tutti i principali parametri: quote di riserve delle banche centrali, commercio internazionale e transazioni finanziarie. L'euro è ostacolato dalle debolezze strutturali e politiche interne all'Unione Europea, che non gode dell'unità politica ed economica tipica di uno Stato compiuto. La Repubblica Popolare Cinese, invece, è ancora lontana dal soddisfare tutti i requisiti politici, economici e militari necessari all'affermazione della propria valuta. L'internazionalizzazione dello yuan, inoltre, è ostacolata non soltanto dal rigido controllo statale, che compromette la crescita del sistema finanziario cinese, ma soprattutto dalla

dipendenza della stessa Cina dal sistema dollaro-centrico. I BRICS, aldilà della propaganda, costituiscono ancora – e probabilmente rimarranno - un blocco poco coeso, reso ancora più eterogeneo dall'ingresso di nuovi Stati, privo di una strategia economica e politica comune; alcuni Stati membri, inoltre, sono persino rivali tra loro su vari fronti strategici. Le criptovalute, infine, non dispongono del supporto istituzionale e militare necessario per esercitare una vera egemonia monetaria. I loro punti di forza, tra cui l'innovazione tecnologica, la decentralizzazione, la rapidità delle transazioni e la possibilità di aggirare il controllo delle autorità centrali, che le rendono un rifugio in contesti di instabilità oltre che un'attrattiva agli occhi dei vari fautori della *dedollarizzazione*, sono controbilanciati da altrettanti punti di debolezza: elevata volatilità, assenza di sostegno istituzionale, scarsa regolamentazione, limitata diffusione sistemica, problemi di scalabilità e impossibilità di essere controllate dalle autorità monetarie. I dati mostrano, inoltre, che negli ultimi anni la valuta statunitense ha mostrato un andamento positivo, che ha manifestato una forte ripresa dopo la crisi del 2008, al contrario dell'euro, che, pur restando la seconda valuta nei parametri sopraelencati, ha perso molto terreno. Lo yuan ha invece mostrato una crescita costante ma marginale, che non gli ha ancora consentito di superare la sterlina britannica e lo yen giapponese.

Nel terzo capitolo, infine, si è riflettuto sulle recenti trasformazioni del contesto internazionale, con particolare attenzione al conflitto russo-ucraino, all'uso crescente delle sanzioni economiche da parte degli Stati Uniti e alla svolta protezionistica della seconda amministrazione Trump. Le sanzioni si configurano come vere e proprie armi non convenzionali, rese efficaci dalla posizione centrale del dollaro nei circuiti finanziari globali. Tuttavia, il loro utilizzo ha alimentato un crescente interesse verso processi di dedollarizzazione, soprattutto da parte degli attori geopolitici antagonisti agli Stati Uniti. Tali iniziative, pur rilevanti sotto il profilo simbolico e politico, non costituiscono ancora una minaccia concreta alla supremazia monetaria statunitense, anche a causa dell'assenza di alternative concrete, della mancanza di coordinamento tra i soggetti promotori e la frammentarietà degli schieramenti ad esso contrapposti. Le politiche protezionistiche dell'amministrazione Trump hanno inciso in modo non trascurabile sul valore del dollaro, ma non in modo decisivo. Tuttavia, si tratta di effetti di brevissimo termine, e analizzare ora gli impatti di medio e lungo periodo sarebbe prematuro, non solo per ragioni temporali, essendo tali politiche state avviate da poco e in modo non sempre coerente, ma

soprattutto per l'imprevedibilità della nuova amministrazione americana e per l'instabilità dello scenario internazionale attuale.

In conclusione, l'equilibrio dollaro-centrico, pur sottoposto a pressioni interne ed esterne e a cambiamenti sistemici, si conferma ancora oggi straordinariamente resistente e resiliente. Le potenziali minacce alla sua stabilità non appaiono al momento sufficientemente coese, diffuse o strutturate da minarne l'impianto. Il futuro dell'ordine monetario internazionale dipenderà dalla capacità dei soggetti ostili agli Stati Uniti di superare le proprie debolezze interne e di articolare una visione condivisa e credibile, eventualità che, al momento, appare molto improbabile. In assenza di ciò, e data la situazione attuale, il dollaro molto probabilmente continuerà a rappresentare, ancora a lungo, la valuta di riferimento dell'economia globale.

Bibliografia

Libri

Di Gaspare G., *Teoria e Critica della globalizzazione finanziaria. Dinamiche del potere finanziario e crisi sistemiche. Capitoli 1-7.* Cedam, Padova 2011.

Fabrizi D., *Geopolitica umana: capire il mondo dalle civiltà antiche alle potenze odierne. Capitolo 11.* Gribaudo, 2023.

Maronta F., *Deglobalizzazione - Se il tramonto dell'America lascia il mondo senza centro. Capitoli 1-2, 5.* Hoepli, 2024.

Articoli

Alwago W. O., *Is the Renminbi a Global Currency in the Making? Globalization of Digital Yuan.* *Public Finance Quarterly Pénzügyi Szmlé* 67(4), pp. 553–566. 2022.

Arcelli A.F., Masera R. S., Tria G., *Da Versailles a Bretton Woods e ai giorni nostri: errori storici e modelli ancora attuali per un sistema monetario internazionale sostenibile.* *Moneta e Credito*, Vol. 74 n. 296. Dicembre 2021.

Avilov A., *Russian Economy Shows Signs of Slowdown, Top Bankers Warn.* *The Moscow Times.* Dicembre 2024.

Basosi D., *Dollar Hegemony.* In: Ness I., Cope Z. (eds), *The Palgrave Encyclopedia of Imperialism and Anti-Imperialism.* Palgrave MacMillan. 2021.

Chin M.D., Frankel J.A., Ito H., *The Dollar versus the Euro as International Reserve Currency, Faculty Research Working Paper Series,* Marzo 2024.

Chortane S.G., Pandey D.C., *Does the Russia-Ukraine war lead to currency asymmetries? A US Dollar tale.* 2022.

Cipriani M., Goldberg S. L., La Spada G., *Financial Sanctions, SWIFT, and the Architecture of the International Payment System.* 2023.

Esposito L., Tori D., Guerra e moneta: come il conflitto in Ucraina cambierà il sistema monetario internazionale. Moneta e Credito, Vol. 75 n. 298. Giugno 2022.

Farrell H., Newman A.L., Weaponized Interdependence – How Global Economic Networks Shape Global Coercion. International Security, vol. 44 n.1. Luglio 2019.

Fields D., Vernengo M., Hegemonic currencies during the crisis: the Dollar vs the Euro in a Cartalist perspective, Review of Int. Political Economy, Vol. 20 No. 4, Ago. 2013.

Garik D., Filipovic S., What are the prospects of the Yuan becoming the World's new Reserve Currency, Industrja, Vol. 47 No. 2. Luglio 2019.

Germain R., Schwartz H., The political economy of failure: The Euro as international currency, Review of Int. Political Economy, Vol. 21 No. 5, Ott. 2014.

Gobbi L., Fantacci L., Stablecoins, Central Bank Digital Currencies and US Dollar Hegemony. The Geopolitical Stake of Innovations in Money and Payments. Gennaio 2021.

Gobbi L., De-dollarizzazione: la sfida dei paesi BRICS. Moneta e Credito, Vol. 76 n. 304. Dicembre 2023.

Hansen S., More Than Tariffs: Behind the US Dollar's Decline, Morningstar. Maggio 2025.

Lampa R., Verso la disgregazione del sistema monetario post 1971? I paesi in via di sviluppo e l'impatto delle sanzioni belliche sulla dollar hegemony, Moneta e Credito, Vol. 75 n. 298. Giugno 2022.

Ljubljana, How can we make the most of an incomplete banking union? European Central Banking Supervision. Settembre 2021.

Matthews J.A., Selden M., China: The Emergence of the Petroyuan and the Challenge to US Dollar Hegemony, Cambridge University Press, Marzo 2025.

Mbakala B., The Finance Money Crisis and Cryptocurrencies: Is the US Dollar Hegemony in an Interregnum?, Digital Africa Research Unit, University of Johannesburg. 2023.

McNamara K.R., A rivalry in the making? The Euro and international monetary power, Review of Int. Political Economy, 15:3. Agosto 2008.

Mokni K., Ajmi A.N., Cryptocurrencies vs US dollar: Evidence from causality in quantiles analysis, Economic Analysis and Policy, vol. 69, Marzo 2021.

Reuthers, Bitcoin storms above \$100,000 as Trump 2.0 fuels crypto euphoria. Dicembre 2024.

Savini Zangrandi M., Coccozza E., On shaky ground: U.S. economic sanctions in a globalized financial system. Febbraio 2020.

Selva S., Cinquant'anni dopo Bretton Woods: dollaro e sistema monetario internazionale tra storia e presente, Passato e Presente, 2021.

Setser B.W., Why Didn't Tariffs Push up the U.S. Dollar? - Council on Foreign Relations. Maggio 2025.

Von Beschwitz B., Internationalization of the Chinese renminbi: progress and outlook, Board of Governors of the Federal Reserve System. Agosto 2024.

Winters M., Bitcoin's dizzying price movements make it a risky investment, say investing experts: 'It's pure, unadulterated speculation', CNBC. Agosto 2024.