



1. LA DE-DOLLARIZZAZIONE: TRA MITO E REALTA'

“Distress over the recklessness of Trump’s policies is warranted. Treasuries could be dumped en masse by investors worldwide fearful of ever-increasing federal borrowing and a pliant Fed. Such a crisis, if it happens, will be all the worse because of the dollar’s centrality. But that is not the same as the dollar losing its centrality”. Blustein (2026)

Marco Lossani ♦

- *Lo status di moneta dominante goduta dal Dollaro è il riflesso di una condizione di egemonia economico-finanziaria e politico-militare che mette gli USA nella condizione di godere di un esorbitante privilegio (la possibilità di emettere debito denominato nella propria valuta con tassi di interesse bassi) e di esercitare un efficace potere sanzionatorio (il ricorso alla weaponization del Dollaro) nei confronti degli altri paesi.*
- *Il combinato disposto di un maggior peso assunto dalle economie emergenti nell’economia globale, di un crescente ricorso alla weaponization del Dollaro da parte dell’Amministrazione USA per conseguire obiettivi di politica estera e il deterioramento di alcuni fondamentali USA – quali la posizione debitoria del governo federale e del sistema paese verso il resto del mondo – rendono probabile uno scenario di de-dollarizzazione in cui si assisterà a progressiva perdita di rilevanza sofferta dal Dollaro a vantaggio di monete alternative come Euro e Renmimbi.*
- *La fase di transizione sarà decisamente lunga e incerta. Lo scenario più probabile è quello di una progressiva, ma lenta diversificazione del sistema che tenderà a utilizzare sempre di più valute alternative, anche in una forma digitale (CBDCs o Stablecoins). Il conseguente equilibrio multipolare unito alla diffusione di tecnologie sempre più sofisticate – e per questo sempre più difficili da regolare e supervisionare – può condurre a un aumento del rischio di instabilità finanziaria globale; soprattutto all’interno di uno scenario geo-politico sempre più frammentato in blocchi.*

Introduzione

Gli USA contribuiscono per meno del 25% alla formazione del Pil mondiale e a poco di più dell’8,5% al commercio internazionale. Nonostante ciò, il 54% delle esportazioni mondiali di merci sono denominate in Dollari. Le emissioni di obbligazioni internazionali sono denominate in Dollari per più del 70%. Quasi il 60% delle riserve ufficiali detenute dalle Banche Centrali sono costituite da Dollari, così come i prestiti bancari

internazionali. Nel complesso quasi 90% delle transazioni bilaterali svolte sui mercati valutari coinvolgono il Dollaro.

Lo status di moneta dominante è il riflesso di una condizione di egemonia economico-finanziaria e politico-militare che mette gli USA nella condizione di godere di un esorbitante privilegio: la possibilità di emettere debito denominato nella propria valuta con tassi di interesse bassi. Oltre a questo privilegio, lo status di moneta di riserva goduta dal

♦ Università Cattolica del Sacro Cuore



Dollaro mette gli USA nella condizione di esercitare un efficace potere sanzionatorio nei confronti degli altri paesi. Il dollaro – e le infrastrutture sottostanti che ne consentono l'utilizzo diffuso su scala internazionale – diventano infatti strumenti fondamentali dell'*economic and financial statecraft* degli USA, l'insieme di interventi (di natura economico-finanziaria) utilizzati per perseguire obiettivi di politica estera. I Dollari diventano i "soldati di carta" con cui l'Amministrazione USA può esercitare il suo potere di coercizione al di fuori dei confini nazionali (Mohsin, 2024).

Il potere di "sabotare" il sistema economico-finanziario altrui – attraverso azioni di coercizione che limitano l'uso del biglietto verde – è diventato sempre più evidente negli ultimi anni, in particolare dopo l'invasione dell'Ucraina. Pochi giorni dopo il 24 Febbraio 2022, l'Amministrazione Biden decide di escludere buona parte degli intermediari russi dal sistema di messagistica internazionale SWIFT, che costituisce l'infrastruttura fondamentale su cui poggia il sistema internazionale di trasferimento di fondi (per lo più in Dollari). Dopo qualche settimana, decreta il congelamento di attività in Dollari possedute da alcune banche commerciali russe oltre che dalla stessa Banca Centrale russa, detenute all'interno della giurisdizione USA (e l'Unione Europea dispone analogamente all'interno della sua giurisdizione): *de facto* vengono confiscate risorse per 300 miliardi di Dollari.

La reazione del governo di Mosca non si è fatta attendere. Ha annunciato una battaglia legale,

ritenendo l'operazione di confisca una violazione del diritto internazionale. Soprattutto in considerazione del fatto che le riserve ufficiali godono normalmente della immunità sovrana al più alto livello. Peraltro, la posizione di Mosca non è rimasta isolata. Ha catalizzato l'attenzione di molti altri paesi del Sud Globale, richiamando l'opportunità di una loro de-dollarizzazione. In poco tempo ha così ripreso vigore il dibattito sulla centralità del Dollaro nel sistema globale e su una sua possibile conclusione¹. In effetti, si era iniziato a parlare di de-dollarizzazione all'indomani della caduta del regime di Bretton Woods (1971); si era ripreso a discuterne in occasione dell'introduzione dell'Euro (2002); da ultimo, si era dibattuto dell'inevitabile fine della dominanza del Dollaro all'indomani della Crisi Finanziaria Globale (2008)². In realtà, nonostante i timori più volte espressi il Dollaro ha sempre mantenuto una condizione di assoluta dominanza.

Viene quindi da chiedersi perché mai questa volta dovrebbe essere diverso, rispetto ai casi precedenti. Rogoff (2025) sostiene che la novità questa volta sia costituita non tanto dalle mutate condizioni economico-finanziarie, quanto piuttosto da nuovi elementi di natura geo-politica. Per la prima volta nel corso della storia dell'ordine economico internazionale la perdita di leadership finanziaria potrebbe essere dovuta a una serie di decisioni – economiche e politiche – assunte dal paese egemone che – minando la fiducia nell'ordine economico internazionale liberale costituito all'indomani del secondo conflitto

¹ Come si evince dall'ultimo World Economic Forum (2026) "*some countries are seeking to hedge against exchange-rate volatility and geopolitical risk by decreasing their dependence on the dollar, while others are exploring redollarization to stabilize their economies and address hyperinflation. As financial nationalism gains momentum, are these dynamics a cyclical*

rebalancing or the emergence of a truly multi-currency era?".

² Paradossalmente la stessa GFC viene risolta anche grazie alle *swap lines* in Dollari messe a disposizione dalla Fed: un elemento che rafforza l'egemonia finanziaria USA.

mondiale – andrebbero a ledere l’attrattività del Dollaro³.

Ovviamente ciò non significa necessariamente che vi sarà una conclusione rapida della dominanza del dollaro, contemporanea all’ascesa di un’altra valuta nello svolgimento della funzione di moneta internazionale. Il processo sarà – nel migliore dei casi – lungo e potrà anche condurre verso un equilibrio multipolare, in cui co-esisteranno più valute internazionali al centro di ecosistemi che agiranno parallelamente gli uni agli altri. L’ennesima dimostrazione di come la iper-globalizzazione dominante sino allo scoppio della GFC possa tradursi nei prossimi decenni in una globalizzazione fratturata tra blocchi. Con qualche rischio per la stabilità dello stesso ordine economico-finanziario internazionale.

1. La dominanza del Dollaro: cause

La storia delle “*international monies*” dimostra come una valuta assuma la condizione di dominanza attraverso lo svolgimento sui mercati internazionali delle tre tipiche funzioni monetarie: mezzo di pagamento, unità di conto e riserva di valore⁴ (Gopinath e Stein, 2021). Il fatto che più della metà del commercio internazionale venga fatturato in Dollari (nonostante che il peso degli USA sul commercio internazionale sia relativamente modesto) richiede lo svolgimento di transazioni che implicano una elevata domanda di dollari sul mercato delle valute e l’utilizzo di sistemi di telecomunicazioni come SWIFT e di pagamento come CHIPS che rinforzano la

condizione di preminenza della moneta USA. L’utilizzo diffuso del Dollaro come mezzo di pagamento – unito alla scelta attuata da numerose economie di ancorare il tasso di cambio della propria moneta alla valuta USA – spiega la cospicua presenza di Dollari all’interno delle riserve ufficiali detenute dalle Banche Centrali. Gli ultimi dati diffusi dal FMI mostrano come le riserve ufficiali detenute sottoforma di assets denominati in Dollari corrispondano al 58% del totale. Un *bias* simile è espresso anche dagli investitori esteri (sia privati che pubblici) che detengono oltre un terzo dei titoli del Tesoro USA sul mercato. Da ultimo, lo stesso sistema bancario internazionale è dominato dall’uso di Dollari. L’uso del biglietto verde per consentire il regolamento di transazioni reali e finanziarie, si accompagna a un ammontare considerevole sia di depositi bancari che di flussi di credito denominati in dollari.

La dominanza del Dollaro è quindi il risultato delle profonde interdipendenze tra le diverse funzioni svolte dalla “moneta internazionale” che vengono amplificate da diffuse esternalità di rete. Un risultato reso possibile anche dalla condizione di piena convertibilità e di adeguata protezione legale normalmente goduta dagli attivi denominati in Dollari, che conferma come la dominanza del Dollaro non sia semplicemente dovuta a un insieme di fattori legati alle modalità di fatturazione e regolamento degli scambi. Ma sia indissolubilmente legata anche a fattori di natura legale e politica, dipendenti dalla leadership USA all’interno dell’ordine liberale internazionale

³ Come nota Pforr (2025): “*Trump administration is eroding trust by effectively rewriting the liberal order, both domestically and internationally. The imposition of widespread tariffs, the acceptance of growing public debt/deficits, and attacks on institutions such as the Fed reflect a willingness of the US administration to make political choices that upend the existing global order and, by challenging liberal norms and institutions, undermine all three dimensions of dollar dominance*”.

Una posizione analoga è espressa da Prasad (2026) “*Trump has now declared open war on the US institutional framework, which underpins the dollar’s dominance in global finance*.”

⁴ Nel caso di una moneta che assume una centralità internazionale queste tre funzioni vengono sviluppate sia nelle transazioni che riguardano il pubblico che in quelle che coinvolgono operatori ufficiali come le Banche Centrali. Sul tema si rinvia a Krugman (1980).



costituito nel 1944 a Bretton Woods. Non a caso diversi economisti ritengono che l'ampia detenzione di Dollari nello stock di riserve ufficiali di numerosi paesi possa essere considerata l'espressione di una precisa scelta di campo nell'ambito del sistema di alleanze politico-militari, che conduce ad aumentare ulteriormente la domanda di titoli denominati in Dollari - rispetto a quanto sarebbe in assenza di tali alleanze (Eichengreen, 2025a)⁵.

2. La spinta verso la De-Dollarizzazione

Una condizione di *Dollar-dominance* comporta non solo benefici ma anche costi, soprattutto in quei (numerosi) paesi emergenti che si trovano a subire le conseguenze negative indotte da una diffusa presenza di passività dollarizzate e di beni (importati) i cui prezzi risentono fortemente (per effetto di un elevato coefficiente di *pass-through*) del deprezzamento del tasso di cambio della loro valuta nei confronti del dollaro. Il combinato disposto di cospicua dollarizzazione delle passività finanziaria e di elevato *pass-through* del prezzo dei beni importati comporta inevitabilmente un processo di aggiustamento fortemente asimmetrico, che comporta costi ragguardevoli per molti paesi emergenti nelle fasi di deprezzamento delle loro valute nei confronti del Dollaro.

Per questi motivi, nel corso degli ultimi anni, diversi emergenti – in particolare quelli del cosiddetto Sud Globale – hanno avviato un processo di de-dollarizzazione, attuando una strategia di *de-risking* per limitare la loro eccessiva dipendenza dal Dollaro USA.

La vulnerabilità dei loro sistemi finanziari dollarizzati è apparsa evidente soprattutto in occasione delle fasi di restrizione monetaria da parte della Fed, quando la politica monetaria all'interno di sistemi emergenti fortemente dollarizzati (dal lato delle passività) diventa inevitabilmente pro-ciclica. Per impedire/limitare un eccessivo deprezzamento della propria moneta nei confronti del Dollaro – che comporterebbe una caduta della domanda interna causata dagli effetti ricchezza negativi indotti dal deprezzamento del tasso di cambio delle monete emergenti – diventa infatti necessario aumentare i tassi di interesse – con inevitabili conseguenze negative per l'andamento della produzione interna. Al fine di limitare la materializzazione di questi costi sono stati avviati processi di riforma volti a rendere più stabili i sistemi macroeconomici, sviluppando i mercati dei titoli del debito (soprattutto sovrano) denominati in valuta domestica. I risultati sinora conseguiti sono stati degni di nota, come provato dal peso crescente assunto dalle emissioni di titoli sovrani denominati in moneta domestica rispetto a quelli denominati in Dollari.

La riduzione della dipendenza dal Dollaro da parte di numerosi paesi del Global South è diventata decisamente più intensa man mano che è cresciuto il ricorso alla *Dollar weaponization* da parte dell'Amministrazione USA. Il sempre maggior utilizzo di sanzioni (primarie e secondarie) – comminate dall'Amministrazione USA, e in particolare dall'Office of Foreign Assets Control's (OFAC), nei confronti di paesi considerati responsabili di violazioni di diversa natura – ha spinto molti di questi paesi ad avviare un processo di riduzione delle riserve ufficiali in Dollari. In altre

⁵ Eichengreen (2025a) ricorda come negli anni '60, Germania e Giappone abbiano accumulato riserve in dollari anche per sancire la loro partecipazione al sistema di difesa fornito dagli USA. Al giorno d'oggi, una posizione simile è assunta da paesi quali Taiwan e Corea

del Sud. Per un'analisi dettagliata delle diverse motivazioni economiche e politiche che spiegano la detenzione di riserve ufficiali si rinvia a Eichengreen, Mehl, e Chitu (2019).



parole, al tentativo da parte di Washington di sfruttare la centralità del Dollaro nel sistema finanziario globale per conseguire obiettivi di natura geo-politica, i paesi del Sud Globale hanno risposto cercando di ridurre le loro scorte di Dollari! Inoltre, la de-dollarizzazione è stata ulteriormente rafforzata dalla percezione del progressivo indebolimento della leadership americana e della minor fiducia nel Dollaro come riserva di valore. Il piano di espansione fiscale annunciato da Trump ha portato il rapporto debito pubblico PIL USA su una traiettoria giudicata insostenibile. Le più recenti proiezioni (Febbraio 2026) del Congressional Budget Office (CBO) mostrano come il debito federale USA nelle mani del pubblico sfiorerà il 120% del Pil nel 2034, il 140% nel 2044 per arrivare a superare il 165% nel 2054. Ugualmente preoccupante è l'andamento della posizione netta verso l'estero che in rapporto al Pil ha ormai superato il 90% (IMF, 2025). Il combinato disposto di una elevata e crescente posizione debitoria del sovrano e del sistema economico USA verso il resto del mondo ha condotto a un mutamento del sentimento di mercato, che inizia a scontare la possibilità che il paese egemone non sia più in grado di fornire assets privi di rischio. Una condizione che Gourinchas, Rey e Sauzet (2019) hanno definito un "nuovo dilemma di Triffin". In modo simile a quanto Robert Triffin aveva evidenziato sin dai primi anni '60, gli USA si trovano di fronte a un bivio. Da un lato, possono evitare di accomodare la domanda di assets denominati in Dollari; ma così facendo farebbero emergere una carenza globale di *safe assets* con conseguenze destabilizzanti per l'intero sistema internazionale. Dall'altro, possono soddisfare la crescente domanda di assets in Dollari, ma in tal modo renderebbero ancora meno sostenibile la posizione di dominanza inducendo le condizioni per scatenare una crisi nei confronti del dollaro.

Gli elementi considerati in precedenza fanno capire che esistono delle condizioni che giustificano un ridimensionamento del ruolo degli USA e del Dollaro all'interno del sistema globale, a favore di altre potenze/valute che andrebbero a colmare il vuoto lasciato dalla moneta americana. Un processo che nel corso degli ultimi mesi potrebbe avere subito un'accelerazione innescata dalle decisioni dell'Amministrazione Trump. Il combinato disposto di guerre commerciali, sanzioni e interventi militari ha infatti rafforzato la percezione di un crescente disimpegno degli USA da una serie di responsabilità globali che avrebbe provocato una riduzione del *security premium* sinora goduto dal Dollaro. Operativamente, solo per citare alcune recenti stime elaborate da Eichengreen (2025b), ciò corrisponderebbe a una minor detenzione di riserve in Dollari pari al 30% degli stock attuali. La questione fondamentale riguarda il tipo di ribilanciamento che si verrà a realizzare in futuro. In altre parole, se il Dollaro vivrà un suo progressivo ridimensionamento, chi ne prenderà il ruolo di valuta dominante? In quanto segue passeremo in rassegna alcune tra le diverse opzioni disponibili. Prima è però necessario chiarire due questioni fondamentali. La prima riguarda il tipo di equilibrio – unipolare o multipolare – che potrà manifestarsi in futuro. La storia delle monete internazionali ha sinora proposto una sequenza di equilibri unipolari, caratterizzati dalla successione di una condizione di dominanza goduta da una singola valuta/egemone alla volta. Le dinamiche attualmente in atto a livello globale non escludono la possibilità che alla condizione di dominanza del Dollaro si vada a sostituire un equilibrio multipolare composto da più blocchi economici/valute che godono di condizioni di relativa rilevanza (Farhi, Gourinchas e Rey, 2011). La seconda attiene alla diversa dimensione tra il mercato degli assets in Dollari (ampia) e quella degli assets alternativi al Dollari



(decisamente più contenuta). Lo squilibrio dimensionale è tale da lasciare facilmente prevedere un complicato processo di aggiustamento degli stock. In altre parole, non va trascurata la possibilità che l'eventuale fuoriuscita dal Dollaro si accompagnerà a tensioni sui prezzi degli assets causate da rilevanti squilibri tra domanda e offerta. Un tema importante soprattutto considerando che l'eventuale eccesso di offerta di Dollari potrebbe causare un consistente deprezzamento della moneta americana – con conseguente perdite in conto capitale sugli assets venduti – tale da frenare lo stesso processo di de-dollarizzazione e prolungare la durata della dominanza del Dollaro (Prasad, 2022).

3. La de-dollarizzazione e il ruolo dei BRICS+

Una decisa riduzione nell'utilizzo del dollaro come moneta internazionale non solo aumenterebbe i costi di finanziamento per il Tesoro USA; avrebbe anche l'effetto di rendere meno efficace il potere sanzionatorio del Governo di Washington. Un candidato naturale a sfruttare questa opportunità è costituito dal gruppo BRICS+⁶. I BRICS+ rappresentano una vera e propria potenza geo-economica, di rilevanza non inferiore al gruppo del G7. Ospitano il 40% della popolazione mondiale, producono oltre un terzo del PIL mondiale (valutato a cambi di PPP) e contribuiscono per il 20% al commercio mondiale. Al netto delle profonde differenze strutturali esistenti al loro interno, un chiaro tratto comune li unisce: il tentativo di ridurre la loro esposizione alla dominanza economico-finanziaria USA.

⁶ Nel 2009 – in occasione del vertice di Yekaterinburg – Brasile, Cina, India e Russia costituiscono una vera e propria organizzazione intergovernativa chiamata BRIC. Nel 2010 ai 4 paesi fondatori si unisce il Sud Africa,

In effetti, le Banche Centrali BRICS+ possono fare molto per raggiungere questo obiettivo, attraverso la vendita dei titoli sovrani USA in loro possesso e l'acquisto di riserve auree o di altre valute convertibili. Altri passi in avanti possono derivare da iniziative in campo bancario come la costituzione (nel 2015) della BRICS Bank, più nota come New Development Bank (NDB). La NDB raccoglie e mobilita risorse denominate in valute diverse dai Dollari per la realizzazione di infrastrutture e progetti di sviluppo – in campo sanitario, energetico, nella lotta al cambiamento climatico e nel sostegno al trasferimento tecnologico (nell'area BRICS+ e più in generale nelle economie emergenti) – ponendosi l'obiettivo di de-dollarizzare la finanza per lo sviluppo.

Tuttavia, il maggior sforzo da parte dei BRICS verte su una serie di interventi per favorire

- maggior utilizzo monete BRICS+ come valuta di regolamento di transazioni commerciali e finanziarie internazionali, soprattutto di quelle che si svolgono all'interno dell'area BRICS;
- sviluppo della cooperazione nelle procedure di regolamento delle transazioni commerciali e finanziarie internazionali;

con l'obiettivo ultimo di lanciare una vera e propria valuta BRICS+.

Una moneta comune consentirebbe di rafforzare l'integrazione economico-finanziaria tra questi paesi, anche grazie allo svolgimento efficiente di transazioni bancarie *cross-border*. In linea di principio, l'emissione dello Unit (il nome per ora attribuito alla moneta comune dei BRICS+) potrebbe costituire l'inizio di una vera e propria

dando luogo ai BRICS che nel 2024 diventano BRICS+ con l'adesione di Egitto, Emirati Arabi Uniti, Etiopia e Iran. Nel gennaio 2025 al gruppo si unisce l'Indonesia.



rivoluzione per l'intero sistema finanziario globale. Ma in quale forma tecnica avverrebbe la sua emissione? Diverse le proposte sinora avanzate. Una prima possibilità è rappresentata da una valuta ancorata all'oro. Una soluzione ben vista da quei paesi BRICS+ – come Cina Russia e Sudafrica – produttori di oro, ma che viene osteggiata da coloro che non possono avvalersi di giacimenti aurei. Inoltre, l'ancoraggio di una valuta all'oro richiede la soluzione di problemi notevoli, come quelli sperimentati (e mai risolti) in occasione dell'abbandono del sistema di Bretton Woods nell'agosto 1971, legati alla difficoltà di mantenere un rapporto di cambio stabile tra singole monete nazionali e il prezzo dell'oro.

Una seconda possibilità è costituita dall'ascesa al ruolo di moneta comune di una valuta nazionale già esistente. Il naturale candidato ad assumere questa posizione è evidentemente il Renmimbi, espressione dell'economia più forte. Ma è altrettanto evidente che una soluzione di questo tipo scatenerebbe immediate tensioni geopolitiche all'interno della stessa area dei BRICS. Non è difficile immaginare la resistenza di paesi nazionalisti come l'India di Modi – divisa dalla Cina da anni di tensioni anche di tipo militare – o come la stessa Russia di Putin. Inoltre, non andrebbero dimenticate le resistenze da parte del mercato che difficilmente accetterebbe l'utilizzo di una moneta ancora oggi gravata da una convertibilità solo parziale in conto capitale.

Una terza via è invece costituita da una valuta in parte ancorata all'oro e in parte a un paniere di valute BRICS. In funzione del peso relativo attribuito alla componente aurea e alle singole monete nazionali che definiscono il paniere di valute, il rischio della presenza di una valuta egemone verrebbe drasticamente ridotto.

Tuttavia rimangono non pochi problemi da risolvere. Il primo è relativo alla generazione di infrastrutture utili a supportare lo sviluppo e l'uso

di una moneta comune. Esattamente ciò che il gruppo BRICS+ si è proposto di realizzare lanciando progetti come BRICS Pay, BRICS Clear e BRICS Bridge. Con BRICS Pay si consente l'interconnessione tra sistemi di pagamento domestici già esistenti nell'area BRICS (quali il russo MIR; l'indiano UPI; i cinesi WePay e AliPay....) sviluppando un proprio sistema di messaggistica che mette le banche locali nella condizione di comunicare direttamente scambiando le rispettive valute; con BRICS Clear si favoriscono sistemi alternativi di regolamento e deposito, rispetto a quelli già oggi offerti dai paesi del blocco occidentale (come Euroclear); infine, con BRICS Bridge si arriva a disegnare sistemi basati su una DLT (Distributed Ledger Technology), utile a supportare eventuali transazioni in moneta digitale di Banca Centrale (CBDC) – quali e-Yuan o e-Rupee. Il combinato disposto di questi progetti dovrebbe consentire la realizzazione di una rete di infrastrutture in grado di supportare adeguatamente l'internazionalizzazione delle principali monete BRICS+ già esistenti; e successivamente quella di una moneta comune emessa dai BRICS+. Il secondo problema ben più difficile da risolvere riguarda il modo in cui mantenere un valore relativamente costante dello Unit in presenza di variabilità dei cambi tra le singole monete che definiscono il paniere. In altre parole si verrebbero a riproporre – con intensità decisamente maggiore – i problemi già visti all'opera con l'ECU (European Currency Unit, antesignano dell'Euro) durante il funzionamento dello SME (Sistema Monetario Europeo). Ma la terza, vera questione fondamentale riguarda il modo in cui la moneta unica, una volta emessa, verrebbe gestita. Una questione sostanziale dal momento che le divergenze (soprattutto di carattere strutturale) tra le economie del BRICS+ sono tali e tante da rendere l'emissione di una moneta comune una scelta chiaramente



subottimale. Non casualmente, la proposta di una valuta comune BRICS+ è stata duramente criticata – sulla base di argomenti non dissimili da quelli a suo tempo usati per criticare l’Euro (e la subottimalità dell’Eurozona come area valutaria) – persino da Jim O’Neill, il padre dei BRIC⁷!

Ciò spiega il cambiamento di direzione annunciato da Putin in persona in occasione del vertice di Kazan dell’ottobre 2024. In quella sede Vladimir Putin auspicava una de-dollarizzazione basata su un radicale cambiamento dell’intero sistema monetario e finanziario internazionale. Motore del cambiamento non sarebbe più stato l’emissione di una valuta comune BRICS+, quanto piuttosto lo sviluppo di un sistema dei pagamenti basato sull’utilizzo di una DLT (*Distributed Ledger Technology*) che accompagnasse l’emissione di CBDCs (*Central Bank Digital Currencies*, valute digitali di Banca Centrale) da parte dei singoli stati. Il nuovo sistema di pagamenti sarebbe quindi il risultato dell’evoluzione di BRICS Bridge che fornirebbe l’infrastruttura tecnologica – supportata da una blockchain – per gestire strumenti innovativi quali le CBDCs.

In verità, a pochi giorni di distanza dall’annuncio di Putin emerge un altro problema. Il nuovo sistema BRICS Bridge avrebbe dovuto essere sviluppato sulla falsariga di *mBridge*, una piattaforma basata su DLT frutto della collaborazione tra le Banche Centrali di Cina, Hong Kong, Thailandia, Emirati Arabi Uniti e Arabia Saudita e la Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI). Quest’ultima si è però sfilata dal progetto adducendo un suo scarso coinvolgimento nel progetto stesso! Al di là di un ostentato atteggiamento contrario all’uso del dollaro, sembra chiaro come il gruppo dei BRICS+

non costituisca una coalizione credibile per sostenere una de-dollarizzazione efficace.

4. La de-dollarizzazione e il ruolo della Cina

Il governo di Pechino si è impegnato per favorire lo sviluppo dell’utilizzo internazionale del Renmimbi, cercando soprattutto di trarre vantaggio dal fatto che la Cina è il più importante partner commerciale per circa 120 paesi.

Il primo passo viene intrapreso nel 2007 con la costituzione di China Investment Corporation (CIC), il fondo sovrano che diventa il braccio operativo per attuare una strategia di diversificazione delle riserve ufficiali (allora per lo più detenute in Dollari). Successivamente la Banca Centrale cinese avvia una serie di iniziative specificamente rivolte alla internazionalizzare della moneta cinese: offre *swap lines* in Renmimbi ad altre Banche Centrali, favorisce lo sviluppo di mercati *off-shore* per obbligazioni denominate in Renmimbi, sostiene la fatturazione dei flussi commerciali che utilizzino il Renmimbi, costituisce istituzioni finanziarie come Asian Infrastructure Investment Bank (AIIB) per sostenere la creazione di infrastrutture cruciali per lo sviluppo.

Soprattutto, il governo di Pechino ha realizzato sostanziali progressi nello sviluppo di sistemi di pagamento alternativi a SWIFT. Il progetto CIPS (*Cross-Border Interbank Payment System*) – lanciato nel 2015 con l’obiettivo di dotarsi di un sistema di pagamento per regolare e compensare transazioni internazionali in Renmimbi al fine di favorirne l’internazionalizzazione e limitare l’esposizione a sanzioni su operazioni svolte in Dollari⁸ – ha avuto un notevole successo. Diversi i fattori in gioco: il miglioramento della tecnologia

⁷ Alla fine del 2001 Jim O’Neill (2001), capo economista di Goldman Sachs, scrive un breve ma significativo Rapporto: “Building Better Global Economic BRICs”. Il messaggio contenuto è chiaro. Nei decenni successivi l’importanza di paesi come Brasile, Russia, India e (soprattutto) Cina andrà fortemente accrescendosi con

importanti implicazioni per l’economia mondiale e i suoi equilibri geo-politici. Da quel momento l’acronimo BRIC diventa di uso comune.

⁸ Non a caso, la costituzione di CIPS avviene dopo che Bank of Kunlun era stata sanzionata (nel 2012) da OFAC in quanto ritenuta responsabile di transazioni

utilizzata, che ne ha rafforzato sicurezza ed efficienza e il numero di transazioni generate dallo sviluppo delle iniziative collegate alla Belt and Road Initiative (BRI)⁹. Il successo di CIPS è andato – ovviamente – di pari passo con l'accresciuto utilizzo del Renmimbi sui mercati internazionali. La finanza per il commercio (*trade finance*) cinese ha registrato – dopo il Febbraio 2022 – una ricomposizione a favore della moneta cinese, passata dal 4 all'8% dei flussi totali per effetto di un sostanziale aumento dell'uso della moneta cinese con i paesi "allineati" alla Cina (Gopinath, 2024). Nel complesso la quota detenuta dal Renmimbi nello svolgimento di transazioni *cross-border* da imprese (non bancarie) cinesi e controparti straniere supera il 50%, un numero equivalente a quello relativo all'utilizzo del Dollaro (mentre 15 anni orsono la stessa statistica era rispettivamente pari a 0 e 80%).

Gli sforzi della Cina verso la de-dollarizzazione non finiscono qui. Il governo di Pechino ha in corso un esperimento singolare. Sviluppare una Central Bank Digital Currency (CBDC) come *e-Yuan* – supportata da una nuova architettura *cross-border* come *mBridge* – in grado di circolare sui mercati internazionali. L'elemento chiave in questo progetto è lo sviluppo di un'adeguata infrastruttura digitale (Benigno, 2026), che

consenta di gestire separatamente diverse funzioni della moneta¹⁰ (quali servizi di pagamento, servizi di gestione della liquidità) per facilitarne l'utilizzo. L'obiettivo di questa strategia non è quindi rappresentato da un Remimbi in grado di rivaleggiare con il Dollaro nello svolgimento della funzione di riserva di valore (obiettivo irraggiungibile fintanto che rimangono i controlli sui movimenti di capitale), quanto piuttosto da un Renmimbi che possa diventare un mezzo di pagamento internazionale ampiamente accettato grazie allo sviluppo di adeguate infrastrutture digitali. Lo sviluppo di *mBridge* (Multiple Central Bank Digital Currency Bridge) – una piattaforma sviluppata congiuntamente alle Banche Centrali di Arabia Saudita, Emirati Arabi Uniti, Hong Kong e Tailandia,) – consente di scambiare direttamente le varie monete digitali emesse dai paesi partner su una piattaforma comune, bypassando il Dollaro. Diventa così possibile che un compratore thailandese paghi in Thai Baht mentre il venditore cinese riceva direttamente Renmimbi, senza ricorrere al ruolo di valuta veicolo tipicamente svolto dal Dollaro; e senza utilizzare il sistema di *correspondent banking* incentrato sul Dollaro facilmente esposto al rischio di sanzioni¹¹.

riguardanti il pagamento di importazioni di petrolio iraniano.

⁹ Lungo direzioni analoghe si sono mossi i governi di paesi come India – che ha intensificato l'utilizzo della Rupia come moneta di regolamento negli scambi con Malesia, Russia e altre economie emergenti – Brasile e Argentina – che si sono impegnati nell'adottare il Renmimbi per regolare i loro scambi internazionali con il gigante asiatico. Nel 2023 l'Arabia Saudita ha annunciato di essere pronta a regolare le esportazioni di petrolio in monete diverse dal Dollaro; inoltre ha avviato un piano di fornitura di gas e petrolio all'India usando valute locali.

¹⁰ Per usare alcune tipiche espressioni gergali, lo sviluppo di sistemi di *digital settlement* permette di

spacchettare (*unbundling*) le tipiche funzioni monetarie (mezzo di pagamento e servizi di liquidità, proprietà degli assets e riserva di valore) che sono state storicamente gestite in modo unificato.

¹¹ Come ricordato in Chari, Converse et al., (2025) il sistema dei pagamenti *cross-border* ha giocato e continuerà a giocare un ruolo fondamentale nel sistema economico-finanziario globale. Un ruolo centrale per il suo funzionamento è giocato dal sistema di *correspondent banking* costituito dal blocco occidentale che per svariati decenni ha mantenuto una posizione geo-politica neutrale. A partire dagli anni '10 di questo secolo, il frequente ricorso a sanzioni – soprattutto da parte USA – ha eliminato questa condizione di neutralità, spingendo molti paesi del Sud Globale a



In questo modo diventa possibile riconciliare lo sviluppo del Renmimbi come mezzo di pagamento internazionale – compatibile con lo sviluppo di *e-yuan* e di *mBridge* – con il continuo mantenimento di controlli sui movimenti di capitale – incompatibile con lo sviluppo internazionale del Renmimbi come riserva di valore – con l’attuale acquisto di Dollari da parte del sistema cinese nel suo complesso – del tutto incoerente con l’obiettivo di de-dollarizzazione. Mentre la Banca Centrale cinese sta riducendo le proprie riserve ufficiali in Dollari¹², il resto del sistema cinese sta acquistando assets denominati nella valuta USA (Setser, 2026) – attraverso operazioni svolte dalle principali banche pubbliche: 170 miliardi di Dollari solo nel periodo Dicembre 2025-Gennaio 2026. Un’operazione necessaria per evitare l’apprezzamento della valuta cinese che limiterebbe la crescita della domanda estera – responsabile di un avanzo di parte corrente vicino a 1.200 miliardi nel 2025 – senza la quale la crescita del gigante asiatico sarebbe stata decisamente inferiore.

E’ abbastanza evidente che mentre nel breve-medio periodo l’obiettivo cinese sia quello di costituire un eco-sistema parallelo fondato sul Renmimbi come mezzo di pagamento internazionale in grado di competere con il Dollaro, nel lungo termine il vero obiettivo sia costituito da un uso diffuso del Renmimbi come riserva di valore internazionale, in grado di sostituirsi al Dollaro. La vera domanda riguarda quindi le modalità con cui sarebbe possibile ottenere questo risultato, dato il regime di inconvertibilità in conto capitale della moneta cinese. La risposta non può che essere una. Il

sviluppare dei propri sistemi dei pagamenti *cross-border*.

¹² Dal 2013 al 2025, la Banca Centrale cinese ha dimezzato il possesso di titoli del Tesoro USA (passati da 1.320 a 756 miliardi Dollari) mentre ha raddoppiato

proseguimento della Belt & Road Initiative, mediante la continua attuazione di Investimenti Diretti Esteri¹³, che consentino di scambiare moneta cinese contro assets strategici – come la proprietà di attività minerarie in Africa volte a garantire il controllo di materie prime critiche (Lipschitz, 2026).

5. La de-dollarizzazione e il ruolo dell’Euro

Uno scenario di de-dollarizzazione potrebbe favorire l’ascesa dell’Euro nel ruolo di moneta internazionale alternativa al Dollaro. La realizzazione di ciò che è stato definito un “*global euro moment*” – che potrebbe portare ad un sensibile incremento della rilevanza dell’Euro sia nelle riserve ufficiali detenute dalle Banche Centrali (oggi pari al 20% circa) che nel suo utilizzo sui mercati internazionali – richiede la realizzazione di progressi sostanziali in almeno tre diversi ambiti (Lagarde, 2025a; 2025b).

- 1) Rafforzare il ruolo dell’Eurozona come partner non solo commerciale – per incentivare l’uso dell’Euro come moneta di regolamento degli scambi – ma anche politico-militare, per consolidare la posizione europea da un punto di vista geopolitico e per limitarne l’esposizione nei confronti di eventuali sanzioni (comminate non solo dagli USA).
- 2) Completare il progetto di unione del mercato dei capitali (*capital markets union*) - ancora oggi fortemente segmentato tra i diversi mercati nazionali - aumentando l’attrattività del mercato europeo dei

le scorte di oro (aumentate da 1.054 a 2.298 tonnellate).

¹³ Le attività sviluppate all’interno della Belt & Road Initiative coinvolgono 150 paesi e hanno comportato nel solo 2025 flussi di IDE pari a 213,5 miliardi di Dollari.

capitali attraverso due vie: una sostanziale crescita dei rendimenti offerti sugli assets denominati in Euro e una maggiore offerta di *safe assets*, ottenuta anche attraverso l'introduzione di un Eurobond¹⁴.

- 3) Avviare definitivamente il processo di unificazione politica

E' superfluo sottolineare le sinergie che potrebbero scaturire dall'azione congiunta svolta in questi diversi ambiti. Un ruolo essenziale sarebbe svolto dalla emissione di debito comune europeo da parte di un soggetto politicamente unito. L'emissione di eurobond consentirebbe la raccolta delle risorse utili a finanziare la fornitura di beni pubblici, come la difesa europea. Da un lato l'emissione di eurobond consentirebbe di attuare un piano di difesa comune sfruttando sostanziali economie di scala che ridurrebbero le spese per la difesa eventualmente sostenute dai singoli paesi nel caso in cui questi seguissero una politica di riarmo *stand alone*. Dall'altro, l'emissione di Eurobond contribuirebbe a rafforzare la posizione dell'Euro come alternativa al Dollaro nella funzione di valuta di riserva internazionale e moneta di scambio nel commercio internazionale. Tuttavia per poter godere dei (consistenti) vantaggi derivanti dal maggior ruolo internazionale dell'Euro è assolutamente necessario poter sviluppare nel corso del tempo un mercato che sia "spesso" e costituito da *safe assets*. Mentre la consistenza delle emissioni di Eurobond (come i titoli emessi dalla Commissione Europea usando il bilancio europeo come garanzia) ha raggiunto una dimensione interessante (che sfiora i 2.000 miliardi di euro) che garantisce l'esistenza di un mercato relativamente spesso associato a un *liquidity premium* relativamente modesto, non si può

affermare altrettanto quando si valuta il grado di rischio di questi titoli (Bordignon, 2026). Pallara, Pericoli e Tommasino (2025) dimostrano come questi titoli del debito pubblico europeo non si comportino come un *safe asset*. Nonostante il rating del debito europeo venga classificato come AAA (cioè sia assimilato a quelli dei migliori debitori), il suo prezzo risulta caratterizzato dalla presenza di un *inconvenience premium*. A titolo di esempio, negli ultimi anni, lo spread pagato dagli Eurobonds rispetto ai Bund tedeschi è stato mediamente pari a 50 punti base. Operativamente ciò significa per molti paesi dell'Eurozona gli Eurobonds sono meno attraenti dei titoli del debito sovrano nazionale. Perché? Una probabile spiegazione è costituita dalla percezione che i mercati hanno delle diverse garanzie godute da titoli sovrani nazionali rispetto agli Eurobonds. Mentre per i primi sono stati disegnati meccanismi come OMT e TPI che garantiscono un intervento da parte della BCE in momenti di crisi utile a sostenerne il prezzo, i secondi sono assimilati a titoli emessi da un organismo sovranazionale, la cui sostenibilità finanziaria non dipende da risorse e decisioni proprie. Da qui la peggior valutazione del grado di rischiosità che può essere risolta solo realizzando concreti passi in avanti verso una maggior integrazione politica. Una decisione che al momento attuale appare ben lontana dall'essere realizzabile e che rende ancora lontana nel tempo la perdita della condizione di dominanza del Dollaro a favore dell'Euro.

Più vicina nel tempo appare invece la realizzazione dell'Euro Digitale, la versione europea di una *retail CBDC*. Stando all'annuncio più recente della Banca Centrale Europea (2025), l'Euro digitale potrà essere emesso già nel corso del 2029. Si prefigura come una versione digitale di contante, accessibile a tutti i cittadini – anche offline – e utilizzabile per

¹⁴ Argomento che verrà approfondito nel capitolo 3 di questo numero di OM



pagamenti elettronici negli esercizi commerciali, sulle piattaforme online o tra privati¹⁵.

Oltre a garantire un grado di sicurezza e di privacy paragonabile a quella del contante, l'Euro digitale assicurerà ulteriori vantaggi. In particolare, il suo sviluppo consentirà di ridurre la condizione di estrema dipendenza dai servizi di pagamento forniti da soggetti extra UE, tipicamente statunitensi (come VISA e Mastercard che processano quasi due terzi delle transazioni interne all'Eurozona regolate con carte di credito), che comportano rischi anche per la sicurezza e l'autonomia finanziaria (Reichlin, 2026).

6. La de-dollarizzazione e il ruolo delle digital currencies

Oltre alle valute digitali emesse – o in corso di emissione – da parte delle Banche Centrali (CBDCs), gli ultimi anni hanno visto un forte sviluppo delle *Stablecoins*¹⁶. Queste sono cripto-valute emesse da privati – quali multinazionali o istituzioni finanziarie aventi una dimensione globale – a fronte di una certa disponibilità (*backing*) di Dollari o Euro a garanzia del mantenimento di un prezzo costante della stessa *Stablecoin* rispetto alla valuta sottostante. La condizione di stabilità del loro valore rende queste cripto-valute più attraenti di *unbacked cryptocurrencies* (come Bitcoin) che invece soffrono di una elevata volatilità.

In linea di principio, lo sviluppo delle *Stable-coins* può avere conseguenze importanti sia per il processo di de-dollarizzazione che per la stabilità

del sistema finanziario globale. In verità, al momento attuale le conseguenze per la de-dollarizzazione sono molto modeste. Non va infatti dimenticato che il 99% della capitalizzazione delle *Stablecoins* è costituito da *Dollar Stablecoins*, cripto-valute ancorate al Dollaro (Group of Thirty, 2025). Di conseguenza fino a quando le *Euro Stablecoins* (o quelle ancorate ad altre valute) non avranno raggiunto consistenze degne di nota, gli effetti dello sviluppo di *Stablecoins* sulla de-dollarizzazione saranno assolutamente nulli (se non negativi!). Al contrario ci potrebbero essere effetti importanti per la stabilità dell'intero sistema globale in assenza di un adeguato quadro regolatorio. A tale proposito va ricordato come attualmente due emittenti dominino il mercato delle *Dollar Stablecoins* (che vale circa 250 miliardi di Dollari): Tether e Circle, con una capitalizzazione rispettivamente pari a 160 e 60 miliardi di Dollari. Tuttavia, mentre Circle ha sede all'interno degli USA ed è quindi sottoposta alla stringente legislazione e supervisione statunitense¹⁷, Tether ha la sua sede in El Salvador! Le (presumibili) differenze nel grado di stringenza con cui verrà effettuata attività di controllo da parte dell'autorità di supervisione salvadoregna rispetto a quella statunitense lasciano prevedere conseguenze importanti per la stabilità dell'intero sistema globale. Come sottolineato in modo risoluto da un importante *think-tank* "La situazione attualmente esistente, in cui l'emittente della *Stablecoin* più grande al mondo usa assets di dubbia qualità come garanzia delle passività emesse e non fornisce

¹⁵ Per un'analisi dei dettagli tecnici riguardanti l'Euro digitale si rinvia a https://www.ecb.europa.eu/euro/digital_euro/features/html/index.it.html

¹⁶ Argomento che verrà approfondito nel capitolo 2 di questo numero di OM

¹⁷ Nel mese di Luglio 2025, Donald Trump ha sottoscritto il GENIUS (Guiding and Establishing National Innovation

for US Stablecoins) Act che definisce la cornice regolatoria entro cui le *Stablecoins* possono operare. Impone un *backing* 1:1 con asset di qualità elevata (cash, Treasuries Bonds o altri attivi di assoluta affidabilità). Esclude la possibilità di un *government backstop* fornito a loro supporto; vieta espressamente il pagamento di interessi sullo stock di *Stablecoins* detenute.

rendiconti finanziari verificati non è accettabile” (Group of Thirty, 2025).

7. Conclusioni

La de- dollarizzazione è un processo in divenire, il cui esito – lungi dall’essere scontato – dipenderà da una molteplicità di fattori che riguardano sia le condizioni interne agli USA che le azioni intraprese da altri paesi (sia avanzati che emergenti). E’ difficile prevedere cosa accadrà nel corso dei prossimi anni, per via dei molteplici fattori in gioco¹⁸. Tuttavia è possibile definire uno scenario a partire dalla considerazione di alcuni punti fermi (Rogoff, 2025).

Il punto più alto della dominanza del Dollaro è stato toccato una decina di anni orsono. A partire da quel momento si è assistito a una progressiva caduta dell’importanza del Dollaro, almeno nello svolgimento della funzione di riserva di valore per le Banche Centrali (ora pari al 60% dello stock complessivo). Contemporaneamente molte operazioni svolte da operatori del settore pubblico e privato hanno continuato a privilegiare il Dollaro confermando una perdurante attrazione esercitata dal biglietto verde rispetto ad altre valute (Gopinath, 2024). A tale proposito basterà ricordare che i dati più recenti forniti da SWIFT mostrano come – nonostante gli accresciuti rischi di natura geopolitica – il Dollaro USA sia coinvolto nell’80% della *trade finance*, in conseguenza del fatto che la maggior parte del commercio di

commodities continua a rimanere regolato in Dollari.

Il combinato disposto di un maggior peso assunto dalle economie emergenti nell’economia globale, di un crescente ricorso alla *weaponization* del Dollaro da parte dell’Amministrazione USA per conseguire obiettivi di politica estera e il deterioramento di alcuni fondamentali USA – quali la posizione debitoria del governo federale e del sistema paese verso il resto del mondo – rendono probabile una progressiva perdita di rilevanza sofferta dal Dollaro a vantaggio di monete alternative come Euro e Renmimbi. Tuttavia non va sottovalutata la possibilità che la fase di transizione sarà decisamente lunga e incerta, anche perché segnata dalla continua presenza di una condizione di “equilibrio del terrore finanziario” (Summers, 2004)¹⁹ oltre che dalla mancanza di valide alternative (Lagarde, 2025) Lo sviluppo dell’uso internazionale dell’Euro è condizionato alla realizzazione di significativi passi in avanti nel processo di unificazione politica e nell’uso di un bilancio federale finanziato dalla emissione di Eurobonds. In modo analogo, il successo del Renmimbi come moneta internazionale dipenderà da come il governo di Pechino saprà gestire lo sviluppo di un Remimbi digitale e di sistemi di pagamento alternativi a SWIFT (come *mBridge*) mantenendo una condizione di inconvertibilità della propria valuta. D’altro canto la progressiva perdita di rilevanza del Dollaro risentirà anche della possibilità di trovare mercati spessi e liquidi in grado di fornire *assets* di

¹⁸ “Understanding the dollar’s dominance today – and the likelihood that it will endure – requires a wide-ranging review of global economic and political developments, from the rise of payment technologies to the evolution of economic theory to shifting great-power relationships” (Obstfeld, 2025).

¹⁹ Con questo termine Summers (2004) ha definito una situazione i cui “gli USA fanno affidamento sui costi eventualmente sopportati da paesi (come la Cina) che

contribuiscono a finanziare il deficit corrente USA per garantirsi che il flusso di finanziamento non verrà mai interrotto. L’ equilibrio del terrore finanziario nasce dalla necessità per la Cina di poter disporre di una *safe asset* su cui investire il proprio eccesso di risparmio e per gli USA di disporre di fonti di finanziamento a basso costo. Un legame che rende improbabile una repentina uscita dal Dollaro.



elevata qualità che possono essere considerati validi sostituti dei titoli denominati in Dollari. Una condizione che ad oggi appare come irrealistica, viste considerate le diverse consistenze degli stock di assets denominati in monete diverse dal Dollaro.

Lo scenario più probabile è quindi quello di una progressiva, ma lenta diversificazione del sistema che nel più lungo periodo sarà sempre meno dominato dal Dollaro e tenderà a utilizzare sempre di più valute alternative, anche in una forma digitale (CBDCs o *Stablecoins*). Il conseguente equilibrio multipolare unito alla diffusione di tecnologie sempre più sofisticate – e per questo sempre più difficili da regolare e supervisionare – può condurre a un aumento del rischio di instabilità finanziaria globale; soprattutto all'interno di uno scenario geo-politico sempre più frammentato in blocchi. Infatti, la frammentazione tra blocchi “politicamente contrapposti” si accompagnerebbe a una serie di infrastrutture per il sistema dei pagamenti *cross border* tra loro segmentate. Ne deriverebbero minore velocità di esecuzione, maggiori costi, più opacità e maggiore esposizione a rischi di natura diversa – dai rischi di liquidità ai rischi di *cyber attacks* a quelli generati da operazioni di arbitraggio regolatorio, con possibile incremento delle operazioni illegali. La concorrenza tra le diverse valute al centro di ciascun sistema dei pagamenti potrebbe comportare non solo i classici benefici della diversificazione, ma anche i costi dell'incertezza associata a possibili divergenze nelle risposte delle autorità monetarie e nella fornitura di adeguate *safety nets* in tempi di stress (Chari, Converse et al., 2025).

Tuttavia, al momento attuale, i maggiori rischi sono per la moneta USA e giungono da

Washington, non da Bruxelles, Pechino, o Mosca. Le decisioni di Trump sono sotto gli occhi di tutti. L'incertezza generata ha prodotto effetti negativi per la stessa economia USA, oltre che per i mercati finanziari globali. Soprattutto ha condotto a una massiccia vendita di bonds sovrani USA – all'indomani del Liberation Day – associata all'aumento dei rendimenti a lungo termine e al deprezzamento del biglietto verde di mercati valutari. Una chiara perdita di fiducia nei confronti del Dollaro, mai registrata negli ultimi anni. Ciò non toglie che “*the US Dollar might slip, but it will continue to rule*” (Prasad, 2022)²⁰.

Riferimenti bibliografici

- Benigno, P. (2026), *The Digital Yuan and the New Geography of Monetary Power*, Substack, *The Central Banks' Watcher*.
- Blustein, P. (2026) *Don't bet on dollar dethronement*, Financial Times, 29 Gennaio.
- Bordignon, M., (2026), *Eurobond, si o no?* Lavoce.info, 23 Febbraio.
- Chari, A., Converse, N., et al., (2025), *Geopolitical Tensions and International Financial Fragmentation. Evidence and Implications*, ICMB & CEPR, *Geneva Reports on the World Economy* No.28.
- Crow, A., (2024), “*King dollar*” Dethroned? USD Dominance in an Age of Geo-economic Fragmentation, *World Economic Forum*, 31 Luglio.
- Eichengreen, B., (2025a), *Can The Dollar Remain King of Currencies?*, Financial Times, 22 Marzo.
- Eichengreen, B., (2025b), *Mars or Mercury Rebooted: The Trump Administration, the Dollar,*

²⁰ In tempi più recenti lo stesso Prasad (2024) ha affermato “*seemingly no matter how badly the United States plays its cards, don't expect the dollar to decline*”.

- and the Geopolitics of International Currency Choice, Vox, 18 Aprile.
- Eichengreen, B., Mehl, A., e Chitu, L., (2019), Mars or Mercury? The Geopolitics of International Currency Choice, Economic Policy
- Farhi, E., Gourinchas, P.O., e Rey, H., (2011), What Future for the US Hegemon?, in Gourinchas, P., Rey, H., e Farhi, E., (a cura di) (2011), 'Reforming the International Monetary System', Paris and London CEPR Press.
- Gopinath, G., (2024), Geopolitics and its Impact on Global Trade and the Dollar, Stanford Institute for Economic Policy Research, 7 Maggio.
- Gopinath, G. e Stein, J., (2021), Banking, Trade, and the Making of a Dominant Currency, The Quarterly Journal of Economics, Vol.136, Maggio.
- Gourinchas, P.O., Rey, H., e Sauzet, M., (2019), The International Monetary and Financial System, Annual Review of Economics, 2019.
- Group of Thirty (2025), The Past and Future of Money. New Technologies and Economic Risks, Washington D.C., Ottobre.
- IMF, (2025), External report, Washington D.C., Ottobre
- Krugman, P., (1980) Vehicle Currencies and the Structure of International Exchange, Journal of Money Credit and Banking, Vol. 12, no. 3.
- Lagarde, C., (2025a), Europe's "global euro" moment, ECB Euroblog, 17 Giugno.
- Lagarde, C., (2025b), Turning openness into strength - the moment of the euro, discorso tenuto a Business France event "Business en Européens", Paris, 7 Ottobre.
- Lipschitz, L., (2026), China Plays Long Game in the Currency Wars, Financial Times, 9 Febbraio.
- Mohsin, S. (2024), Paper Soldiers: How the Weaponization of the Dollar Changed the World Order, Portfolio/Penguin.
- Obstfeld, M., (2025), King's Dollar Shaky Crown, Project Syndicate, 25 Aprile.
- O' Neill, J., (2001) Building Better Global Economic BRICs, Goldman Sachs, Global Economics Paper no.66.
- Pallara, K., Pericoli, M., e Tommasino, P. (2025), Issuing European Safe Assets: How to Get the Most out of Eurobonds Bank of Italy Occasional Paper No. 937.
- Pforr, T., 2025, Dollar Diminished: The Unmaking of US Financial Hegemony Under Trump, International Organization, Vol.79, Issue S1, December.
- Prasad, E. (2022), Enduring Preeminence, Finance and Development, Giugno.
- Prasad, E., (2024), Top Dollar, Why the Dominance of America's Currency is Harder than ever to Overturn, Foreign Affairs, Giugno/Luglio.
- Prasad, E., (2026), How China Could Win the Geopolitical Game by Default, Financial Times, 16 Febbraio.
- Reichlin, L., (2026) Central Bank Digital Currency and Monetary Sovereignty, Voxeu , 22 Gennaio.
- Rogoff, K. (2025), This Time Really Is Different for the Dollar. The Economist, 5 Maggio.
- Summers, L. (2004), The United States and the Global Adjustment Process, Institute for International Economics, 23 Marzo.
- Setser, B., (2026), China Is not Dumping US Treasuries, Financial Times, 16 Febbraio.
- Smart, C., (2026), Trump's Crypto Gamble. How a Stablecoin Could Preserve Dollar Dominance—or Shatter It, Foreign Affairs, Gennaio.
- Subacchi, P., (2026), Is There Life After the Dollar?, Project Syndicate, 19 gennaio.
- World Economic Forum (2026), Dedollarization or Redollarization?, Panel at WEF Annual Meeting.