



# Banca del Fucino

1923 | 2023

## FOCUS

**DEDOLLARIZZAZIONE:**

**Mito o Realtà?**



**NOVEMBRE 2025**



## Sommario

INTRODUZIONE .....	2
CAPITOLO 1 L'ECCEZIONE STATUNITENSE .....	6
Squilibri in crescita.....	6
Fattori di sostegno.....	7
Dove siamo e perché.....	14
CAPITOLO 2 LA SITUAZIONE ATTUALE .....	20
Rischi per l'economia Usa .....	20
Perché l'oro?.....	23
CAPITOLO 3 RISERVE, COMMERCIO GLOBALE E FLUSSI FINANZIARI: LE TENDENZE IN ATTO .....	29
1) Le riserve valutarie delle banche centrali .....	29
2) Valuta di denominazione dei commerci internazionali .....	33
3) Flussi finanziari .....	38
CONCLUSIONI .....	42

Il presente lavoro è stato realizzato dalla Direzione Comunicazione, Studi e Innovazione Digitale / U.O. Studi e Marketing Strategico della Banca del Fucino.

Autori della ricerca: Vladimiro Giacché, Michele Tonoletti.

Dati disponibili al 27 ottobre 2025.

Le informazioni contenute in questa presentazione sono riservate e confidenziali e di proprietà esclusiva di Banca del Fucino S.p.A. È pertanto vietata la diffusione non autorizzata della presentazione e qualsiasi altro uso non preventivamente autorizzato dal proprietario.

## INTRODUZIONE

L'anno **2025** ha visto **turbolenze con pochi precedenti sui mercati dell'oro e del dollaro**. Per l'intero primo semestre dell'anno il dollaro si è svalutato nei confronti delle principali valute, e le pressioni ribassiste non sembrano essersi del tutto esaurite. Contemporaneamente, l'oro ha conosciuto una crescita che non si vedeva dagli anni '70, gli anni dello sganciamento del dollaro dalla parità aurea e della stagflazione. Diversi analisti vedono in questi andamenti il segnale di un possibile processo di **dedollarizzazione** in atto. Ma è davvero così?

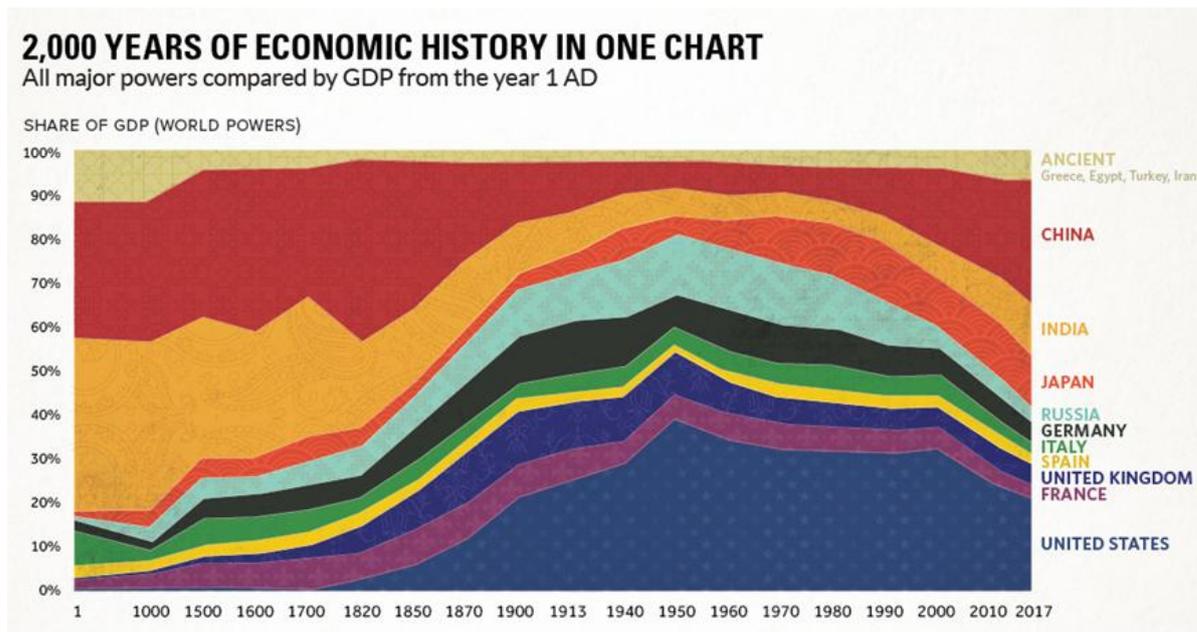
Oro (in verde, scala sx) e Dollar Index (in blu, scala dx)



Di dedollarizzazione si è già parlato molte volte dal secondo Dopoguerra a oggi, ma ogni volta le previsioni di transizione verso un nuovo ordine monetario imperniato su una valuta diversa dal dollaro sono state smentite. La resilienza dell'egemonia del dollaro ha svariate cause, che saranno esaminate in questa ricerca.

Il primo aspetto su cui merita richiamare l'attenzione è l'eccezionalità delle circostanze che hanno permesso l'emergere del dollaro quale perno del sistema monetario internazionale:

- 1) L'industrializzazione del mondo occidentale**, che permise ai Paesi europei di accrescere la produttività interna a livelli mai visti prima, e di conquistare tramite questo vantaggio tecnologico vaste aree del mondo. Tra il Settecento e la prima metà del Novecento, dunque, si assiste ad una **“grande divergenza”**, che destabilizza gli equilibri di forza economica fino ad allora vigenti, a favore dei Paesi europei e poi, a partire dai primi del Novecento, degli Usa. Se fino al XIX secolo Cina e India costituivano ciascuno tra il 20% e il 30% del Pil globale, a inizio del XX secolo i due Paesi erano sostanzialmente ridotti all'insignificanza economica.



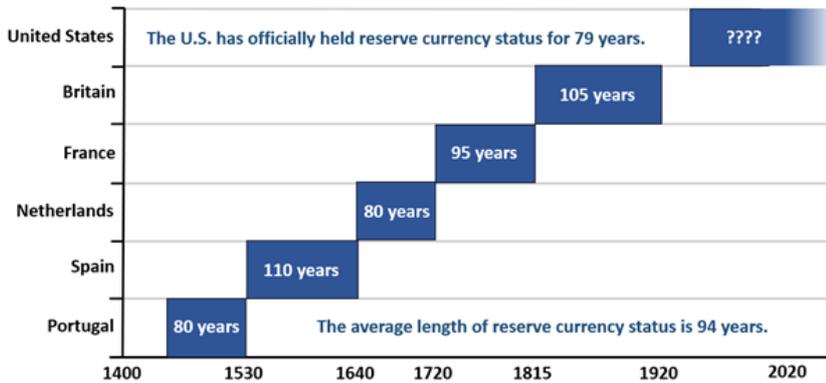
- 2) **La distruzione dell'Europa negli anni della "guerra civile europea"**, per usare una definizione largamente invalsa tra gli stoici per designare il periodo che va dallo scoppio della Prima guerra mondiale, nel 1914, alla fine della Seconda, nel 1945. Questo periodo di grandi turbolenze portò gli **Stati Uniti** – la cui produzione industriale aveva superato quella britannica già a fine Ottocento – a ricoprire la posizione di **unica superpotenza economica al mondo**, possedendo nel 1945 circa il 70% delle riserve auree globali e il 50% della produzione industriale mondiale. Una condizione di assoluta supremazia economica resa possibile dal fatto che l'unico altro polo di Paesi industrializzati – l'Europa – era stato messo in ginocchio dagli anni di guerra.

L'assoluta egemonia del dollaro rappresenta quindi il risultato di una congiuntura eccezionale. Da questo punto di vista non desta meraviglia che un diretto concorrente del dollaro fatichi a emergere: **nessun'altra valuta appare oggi in grado di esercitare la funzione di unico cardine del sistema monetario internazionale.**

Al contempo, oggi la prospettiva di una dedollarizzazione dell'economia globale – intesa come la fine del dollaro come **unica** moneta egemone nel mondo – appare meno remota che in passato. Oggi infatti l'industrializzazione non è più il privilegio di un numero limitato di Paesi, ma sempre di più la crescita va diffondendosi in tutte le aree del globo. La Cina, in particolare, da una delle regioni più arretrate al mondo – come era ancora alla nascita della Repubblica Popolare, nel 1949 – è oggi diventata una delle maggiori potenze economiche globali, in grado di rivaleggiare con gli Stati Uniti anche nei settori più tecnologicamente avanzati. In questo senso, **l'avvento di un mondo multipolare appare pressoché inevitabile**, perché legato alla semplice diffusione del progresso tecnico-economico in aree del mondo fortemente arretrate fino a pochi decenni fa.

Inoltre, è un fatto che nella storia nessuna moneta è mai riuscita a mantenere lo status di valuta di riserva internazionale in perpetuo. In altre parole, l'accumularsi di tensioni – la chiusura dei "cicli di accumulazione capitalistica", per citare il paradigma de *Il lungo XX secolo* di Giovanni Arrighi – con il tempo conduce all'emergere di uno o più nuovi egemoni. Nel caso del dollaro Usa, questa valuta ricopre una posizione egemonica ormai da un'ottantina d'anni, un tempo che inizia a farsi lungo nel confronto storico.

**History of Reserve Currency Status**

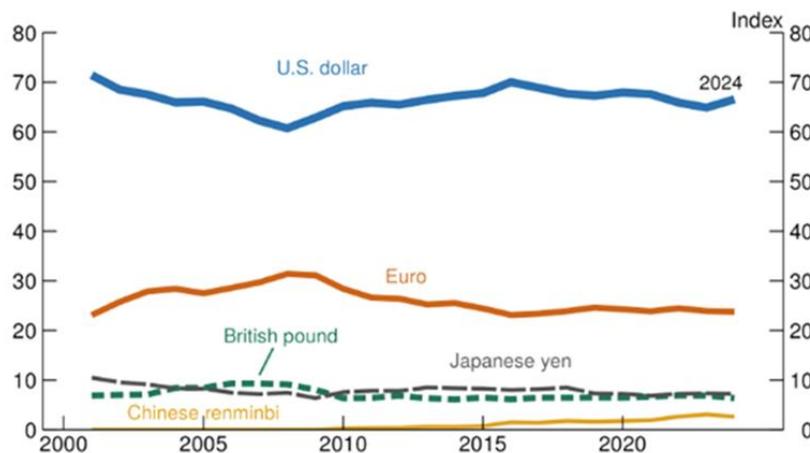


Fonte: Smedley Financial Services, Inc. (August 8th, 2023)

**Mai prima d'ora** nella storia, peraltro, **a ricoprire la posizione di egemone è stata una moneta puramente fiat**, come è il dollaro dal 1971 – quando Nixon sganciò gli Usa dalla parità aurea stabilita a Bretton Woods. Neppure la sterlina inglese, in effetti, può dire di essere stata moneta egemone allo stesso modo del dollaro Usa: nel XIX secolo, infatti, alla base della vasta diffusione delle sterline nel mondo vi erano pur sempre le riserve auree della Banca d'Inghilterra, senza le quali l'ordine monetario internazionale sarebbe crollato.

Non mancano buone ragioni per ritenere che oggi l'ordine dollaro-centrico possa star attraversando una fase di crisi profonda. Non vi è però un consenso generalizzato tra gli specialisti in merito. In effetti, alcuni analisti sostengono piuttosto che la posizione del dollaro come centro del sistema monetario internazionale rimanga oggi più che solida, senza alcun significativo indebolimento rispetto a 25 anni fa.

**Figure 12. Index of international currency usage**



Fonte: C. Bertaut, B. von Beschwitz, and S. Curcuru, *The international role of the US dollar – 2025 edition*, Federal Reserve, July 15th, 2025.

Il seguente studio si propone dunque di **valutare se e in quale misura la congiuntura presente** del sistema monetario internazionale **mostri segnali rilevanti di un processo di dedollarizzazione** in corso. A questo fine sarà opportuno in primo luogo considerare le fondamenta dell'ordine dollaro-centrico, i suoi punti di forza e le sue principali vulnerabilità. Nel secondo capitolo, invece, si passerà ad analizzare le turbolenze finanziarie che hanno caratterizzato lo scenario economico globale in seguito alla rielezione di Donald Trump come presidente degli Stati Uniti, inquadrando il suo operato e



## Dedollarizzazione: Mito o Realtà?

le risposte dei mercati nella più vasta evoluzione del capitalismo americano e del ruolo internazionale del dollaro. Infine, si proverà a fare il punto della situazione per quanto riguarda diversi “fronti” di potenziale dedollarizzazione, dalle riserve valutarie delle banche centrali alle valute di denominazione dei commerci internazionali, provando così a far chiarezza sulla reale portata dei rischi per l’egemonia del dollaro.

## CAPITOLO 1

### L'ECCEZIONE STATUNITENSE

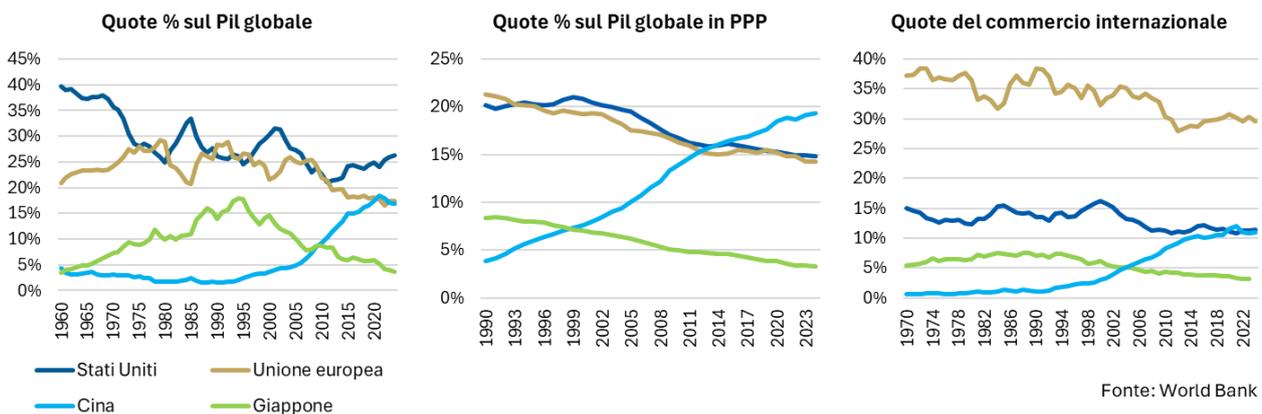
Per poter adeguatamente valutare la congiuntura presente è necessario innanzitutto chiarire quali sono **i fondamenti del sistema monetario internazionale incentrato sul dollaro** statunitense e quali evoluzioni siano avvenute nel tempo a tale riguardo.

#### Squilibri in crescita

Quando, nel **1944**, vengono firmati gli accordi di **Bretton Woods** – la base del nuovo ordine monetario internazionale post Seconda guerra mondiale – è pacifico che il dollaro statunitense venga posto al centro del nuovo sistema. L'economia **Usa**, in effetti, godeva allora di **un'assoluta primazia sul resto del mondo**, tale da non poter essere realisticamente sfidata da alcuna potenza avversaria – neppure l'Unione Sovietica. Venti anni dopo, nel 1965 – appena sei anni prima dell'uscita unilaterale degli Usa dagli accordi stabiliti nel 1944 – la situazione internazionale rimaneva quella di un netto vantaggio statunitense sul resto del mondo: da soli gli Usa detenevano ancora oltre un terzo (37%) dell'attività economica globale, contro il 23% dei Paesi europei e il 5% del Giappone.

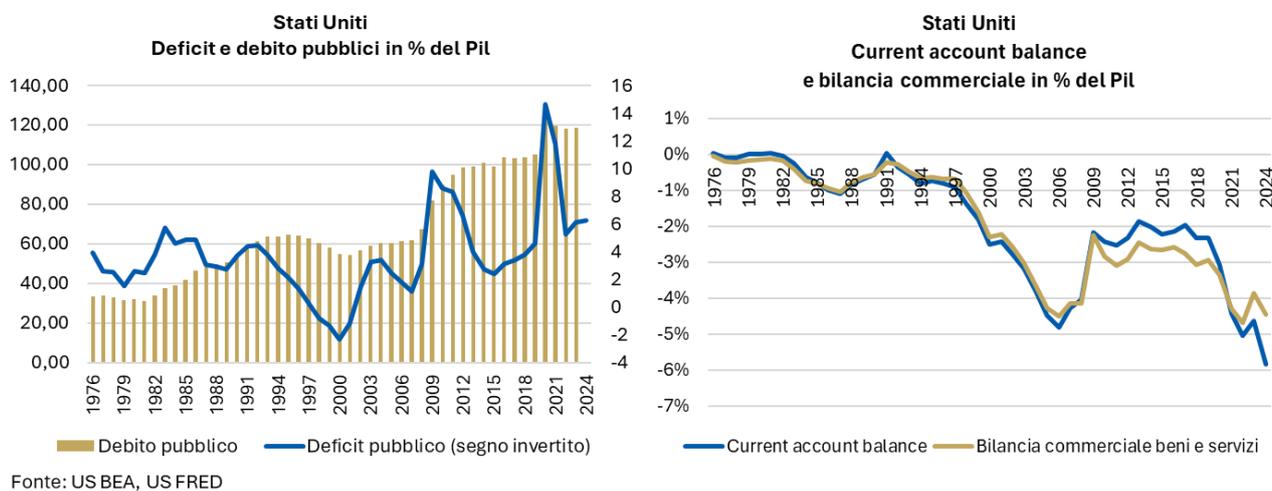
Tra il 1945 e il 1971, quindi, l'ordine internazionale del dollaro derivava la propria forza, da un lato, dagli accordi internazionali stabiliti alla fine della Seconda guerra mondiale, dall'altro, soprattutto, da un persistente distacco in termini di dimensione economica e di superiorità tecnologica rispetto al resto del mondo.

**La situazione odierna si presenta profondamente diversa:** nel 2024 la quota Usa del Pil globale era del 26%, 17% quella dell'Unione Europea e 17% anche quello della Cina; a parità di potere d'acquisto, l'economia cinese ha superato quella statunitense già nel 2014, arrivando a costituire nel 2024 il 19% del Pil globale, contro il 15% degli Stati Uniti. Vale lo stesso sul fronte delle esportazioni, e quindi della competitività industriale: in questo caso, in effetti, gli Usa non detengono il primato mondiale da diversi decenni, posto che spetta invece all'insieme dei Paesi europei, seguiti al secondo posto dalla Cina.



Gli Stati Uniti hanno insomma visibilmente perso quel predominio economico che detenevano alla fine della Seconda guerra mondiale e ancora nei due decenni successivi. Non solo: il modello di crescita scelto dagli Usa grossomodo **a partire dai tardi anni '70** ha condotto a una trasformazione profonda dell'economia statunitense, da creditrice netta e debitrice netta verso il resto del mondo. Dagli anni della presidenza Reagan in avanti **la bilancia commerciale ha cominciato a registrare deficit persistenti**, che si sono fatti sempre più ingenti con l'avanzare degli anni: se nel 1980 il deficit commerciale Usa era pari a 19,4 miliardi (lo 0,14% del Pil) nel 2024 la cifra era lievitata fino a 903,5 miliardi, il 4,4% del Pil.

Con la crescita del deficit commerciale è andata di pari in passo quella del **deficit pubblico** (solo nel triennio 1998-2001 si è avuto un surplus di bilancio). Gli Usa hanno così accumulato un enorme debito pubblico, notevolmente accresciutosi negli anni della Grande Recessione e nel contesto della pandemia del 2020, arrivando a toccare il **120% del Pil negli ultimi anni**, dal circa 60% dei primi 2000.



Le ragioni storiche dietro questi sviluppi dell'economia statunitense sono complesse da identificare, e vanno ben al di là degli obiettivi di questa ricerca. Qui è sufficiente sottolineare come deficit così profondi e duraturi tanto sul bilancio dello Stato quanto sulle partite correnti siano in apparenza **difficilmente conciliabili con una moneta forte, stabile e sostenuta da un'elevata domanda internazionale**: per l'economia di uno Stato, infatti, deficit persistenti comportano un crescente accumulo di debito, e dunque un sempre maggior rischio di insolvenza. Gli investitori, dal canto proprio, prezzano tale rischio e, se lo ritengono troppo elevato, rinunciano all'investimento. Eppure tutto questo non avviene per gli Stati Uniti, che dopo oltre quarant'anni di deficit delle partite correnti e delle finanze pubbliche possono ancora dirsi detentori della moneta di riserva internazionale, il punto di riferimento per l'intero sistema monetario globale. Come è possibile?

### Fattori di sostegno

**Il permanere del dollaro al centro del sistema monetario internazionale dopo il 1971 è il frutto di una complessa serie di processi storici.** Al netto della difficoltà legata alla stessa individuazione di un'alternativa credibile al dollaro Usa, possiamo indicare alcuni fattori fondamentali che, dal 1971 a oggi, hanno fornito sostegni vitali all'ordine dollaro-centrico. Il loro contributo è mutato nel corso degli anni, al punto che oggi l'influenza di alcuni dei fattori sotto considerati appare marginale. Nondimeno, passarli in rassegna permette di chiarire quali sono i pilastri di un ordine monetario, su cosa si costruisce e quali sono le sue vulnerabilità.

#### 1) Le istituzioni di Bretton Woods

Oltre alla parità aurea e al sistema di cambi fissi tra il dollaro e le altre monete, gli accordi del 1944 furono l'atto di fondazione di diverse istituzioni multilaterali, *in primis* **il FMI e la Banca Mondiale**. In particolare a partire dagli anni '60-'70, tali istituzioni andarono a concentrare la propria attenzione sui Paesi in via di sviluppo in diverse aree del mondo. La loro azione consisteva principalmente nel fornire credito ad economie non più in grado di finanziarsi per conto proprio, facilitandone così il percorso di sviluppo.

Al di là degli effetti reali delle politiche di cui FMI e BM si sono fatti portatori nel corso dei decenni, ai



nostri fini è sufficiente ricordare come vi sia un profondo legame tra queste istituzioni e la politica statunitense. Tale legame era dato innanzitutto dal **ruolo preminente degli Usa nel finanziamento del FMI e della BM** stessi; non è dunque difficile capire per quali ragioni i crediti erogati da queste istituzioni fossero solitamente denominati in dollari. Il risultato è stato una **dollarizzazione delle economie emergenti**, le quali ancora oggi spesso, nei rapporti con l'estero, poggiano sul dollaro statunitense per effettuare e ricevere pagamenti. Basti a questo proposito pensare che oggi il 70% del debito estero africano è denominato in dollari.<sup>1</sup> In effetti, secondo uno studio di settembre 2025 del FMI dedicato alle valute con cui i singoli Paesi commerciano, anche nel caso di economie emergenti con un allineamento geopolitico con gli Usa molto debole la netta maggioranza dell'export è denominata in dollari.<sup>2</sup> Solo nell'ultimo decennio sono iniziate ad emergere proposte per nuove istituzioni multilaterali, in cui gli Stati Uniti si troverebbero a non ricoprire più un ruolo di *primus inter pares*. Fino ad oggi, dunque, le politiche internazionali di sviluppo economico sono quasi interamente state incentrate sul dollaro.

## 2) Petrodollari

Nel **luglio 1974**, in pieno primo shock petrolifero, l'amministrazione Nixon stipulò un **accordo con l'Arabia Saudita**, accordo che prevedeva l'utilizzo dei petrodollari sauditi – cioè il ricavato in dollari della vendita del petrolio – per l'acquisto di titoli di Stato statunitensi, rafforzando così tanto la capacità di finanziarsi degli Usa quanto il ruolo internazionale del dollaro.<sup>3</sup>

Non mancano le controversie attorno alla natura e alla portata di tale accordo. Quel che è indubbio è che il vastissimo **utilizzo della valuta Usa per la quotazione e la vendita di commodities essenziali** come il petrolio ha costituito un pilastro di grande rilievo per il sostegno dell'ordine dollaro-centrico, specie nella complessa situazione degli anni '70. Si può in effetti argomentare che il peso del mercato di queste materie prime sia oggi meno centrale che in passato, per diversi motivi: dalla diversificazione crescente delle fonti energetiche, all'emergere di nuovi produttori di petrolio anche e soprattutto fuori dal Medio Oriente.

## 3) La rivoluzione IT

Un altro fattore che ha storicamente permesso al dollaro Usa di mantenersi al centro del sistema monetario internazionale, specialmente a partire dalla **fine degli anni '80**, è stato la rivoluzione IT.<sup>4</sup> Gli Stati Uniti sono stati il principale teatro economico per lo **sviluppo di Internet e delle nuove tecnologie ICT**. Al netto degli eccessi legati alla bolla delle Dot-com, dall'economia statunitense sono usciti i principali **colossi del mondo tech** di oggi. Inoltre, a lungo gli Usa hanno dominato le classifiche del mondo della ricerca in ambito di alta tecnologia. Non stupisce quindi che l'economia statunitense sia stata per molto tempo riconosciuta come il centro dell'innovazione tecnologica a livello globale.

La fiducia nella capacità di innovazione del sistema produttivo americano, considerato come il luogo da cui sarebbero sicuramente partire le più grandi novità tecnologiche, è stata insomma a sua volta un importante pilastro a sostegno dell'ordine dollaro-centrico. La scommessa degli investitori

---

<sup>1</sup> B. Piasecki, *How a weaker US dollar can help debt-burdened African countries*, The Atlantic Council, October 7<sup>th</sup>, 2025.

<sup>2</sup> Fonte: E. Boz, A. Brügggen, C. Casas, G. Georgiadis, G. Gopinath, A. Mehl, *Patterns of Invoicing Currency in Global Trade in a Fragmenting World Economy*, IMF Working Papers, September 12<sup>th</sup>, 2025

<sup>3</sup> D. Basosi, *Oil, dollars, and US power in the 1970s: re-viewing the connections*, Journal of Energy History, 2019/2, No 3

<sup>4</sup> G. Gerstle, *The Rise and Fall of the Neoliberal Order. America and the World in the Free Market Era*, Oxford University Press, 2022.



internazionali è stata quella, in sostanza, di puntare sulla capacità distintiva degli Usa di garantire ritorni elevati in conseguenza dell'ambiente altamente propizio per l'innovazione.

#### **4) La finanziarizzazione dell'economia statunitense**

Fondamentale per spiegare la situazione attuale è poi il processo di finanziarizzazione dell'economia statunitense. Si tratta di un processo il cui inizio può grossomodo essere datato agli anni '70. In particolare, è stato il “**Volcker shock**” a porre le basi per questo sviluppo: il forte rialzo dei tassi di interesse voluto dal chairman della Fed Paul Volcker nel **1979**, infatti, pose fine ad un periodo di elevata instabilità e forti tendenze ribassiste per il dollaro: **attratti dagli elevati rendimenti, grandi flussi di capitali dall'estero confluirono verso gli Usa**, rafforzando notevolmente il dollaro e ponendo a disposizione del mercato finanziario una grandissima quantità di liquidità.<sup>5</sup> Tali flussi furono poi ulteriormente rafforzati dall'instabilità finanziaria che seguì il Volcker shock nei Paesi in via di sviluppo, i quali videro i costi del servizio del debito – largamente denominato in dollari – aumentare vertiginosamente, fino a diventare insostenibili in diversi casi. Gli Usa beneficiarono di questa instabilità, attirando i capitali in fuga del resto del mondo.

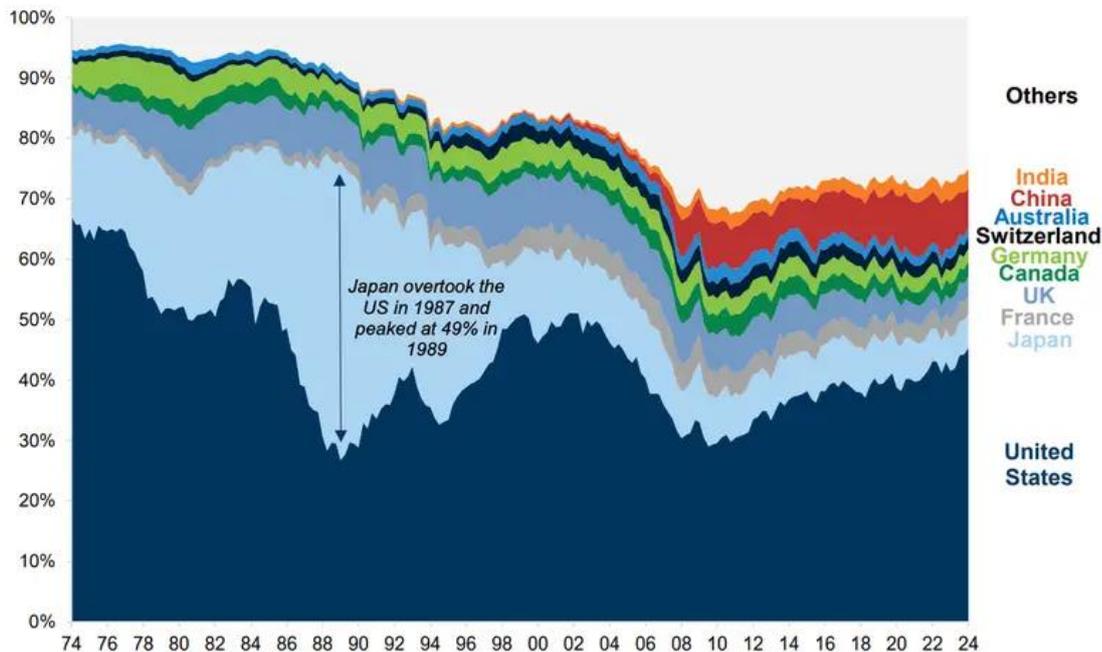
Tale elevata liquidità a disposizione, unita ad una crescente **deregolamentazione** dei mercati finanziari, portò gli Usa a trasformarsi rapidamente in un'economia ad alto tasso di finanziarizzazione: se ancora nel 1970 la manifattura pesava per il 20% circa sul Pil statunitense, a inizio 2000 la quota si era sostanzialmente dimezzata; un movimento inverso è avvenuto per i servizi finanziari, che hanno raggiunto il 20% del Pil attorno all'inizio del nuovo millennio. Più in generale, inoltre, l'economia Usa ha visto un'evoluzione verso un sempre maggior peso del settore dei servizi, che oggi valgono poco meno dell'80% del Pil, contro poco più del 70% nella media dei Paesi OCSE.

Nel complesso, quindi, gli Usa hanno costruito **un forte vantaggio comparato sul fronte dei mercati finanziari** – a maggior ragione dopo lo scoppio della bolla del mercato giapponese nel 1989. Oggi gli Stati Uniti detengono i mercati finanziari di gran lunga più liquidi ed estesi al mondo. Ciò fa sì che gli Usa costituiscano il punto di riferimento per i capitali internazionali in cerca di impiego. Chiaramente, questi sviluppi non hanno fatto altro che rafforzare il dollaro e il suo ruolo al centro del sistema monetario internazionale.

---

<sup>5</sup> C. R. Morris, *Crack. Come siamo arrivati al collasso del mercato e cosa ci riserva il futuro*, Elliot Edizioni, 2008.

**Exhibit 1: US equity market hegemony**  
Share of Global Market Cap



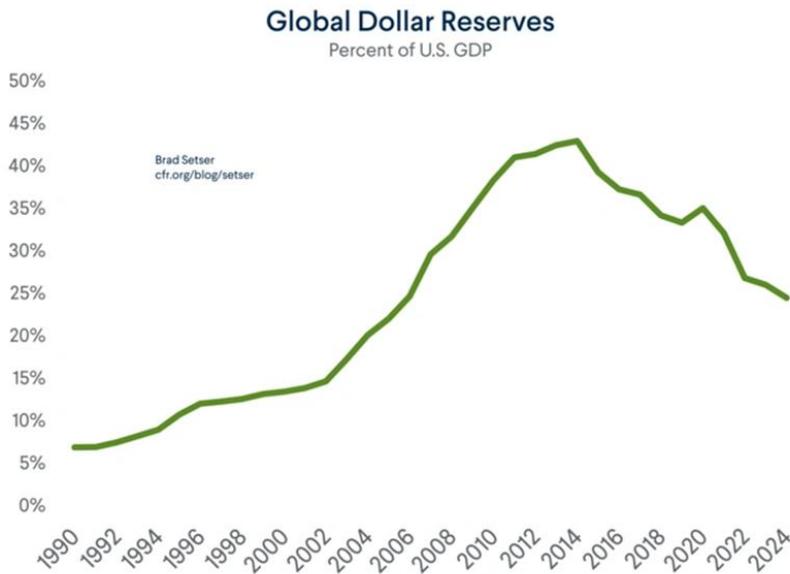
Source: Datastream, Worldscope, Goldman Sachs Global Investment Research

È nostra convinzione che da almeno 25 anni il fatto di poter contare sui mercati finanziari più vasti e liquidi al mondo costituisca **la principale ragione del perdurante ruolo internazionale del dollaro**, ben al di là del peso economico effettivo che oggi gli Usa detengono nell'economia globale e nel commercio internazionale.

Vale però la pena di considerare verso che tipo di asset sia rivolta la domanda degli investitori esteri negli Usa. È tuttora diffusa la convinzione che i flussi di capitale estero verso gli Stati Uniti abbiano come finalità principale **l'acquisto di Treasuries, da utilizzare in particolare come riserva di valore**. Dati alla mano, tuttavia, tale lettura è solo parzialmente veritiera. Senza ombra di dubbio, gli asset denominati in dollari sono stati a lungo detenuti anche per via della loro capacità di proteggere contro il rischio di svalutazione, conservando il proprio valore con notevole efficacia. Al contempo, a ben vedere, è solo in un preciso intervallo di anni che si può correttamente affermare che a guidare il deficit delle partite correnti Usa sia stata la domanda di titoli di Stato da utilizzare come riserva di valore.



Fonte: Brad Setser, *The Dollar's Global Role and the Financing of the U.S. External Deficit*, Council of Foreign Relations, June 8<sup>th</sup>, 2025.

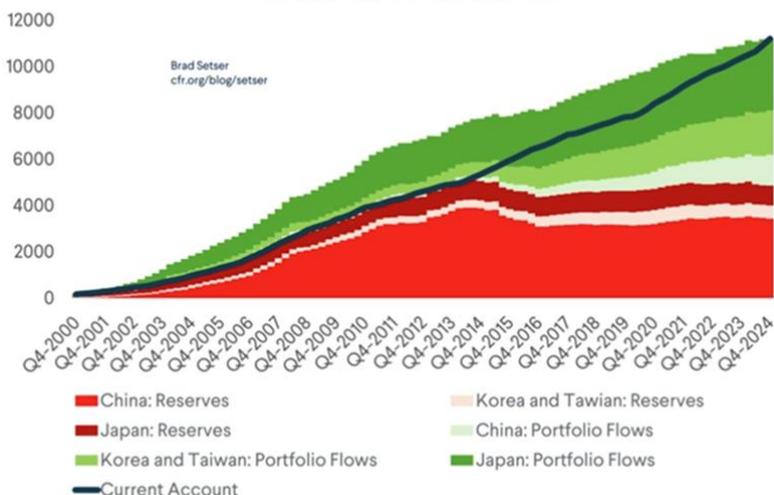


Fonte: Brad Setser, *The Dollar's Global Role and the Financing of the U.S. External Deficit*, Council of Foreign Relations, June 8<sup>th</sup>, 2025.

Si tratta della **fase compresa tra l'ingresso della Cina nel WTO (2001) e il 2015**, anno in cui il valore delle riserve mondiali in dollari – misurate in rapporto al Pil Usa – raggiunsero il proprio picco. **Negli anni successivi**, invece, a guidare la domanda internazionale di asset denominati in dollari è stata soprattutto la ricerca di rendimenti sul mercato borsistico. Sono cioè stati i **flussi di portafoglio determinati dalla ricerca di rendimenti sul mercato azionario** a sostenere ancora una volta il ruolo internazionale del dollaro.

### Asia: Reserve and Portfolio Debt Flows

Cumulative BoP Flows, USD Billion

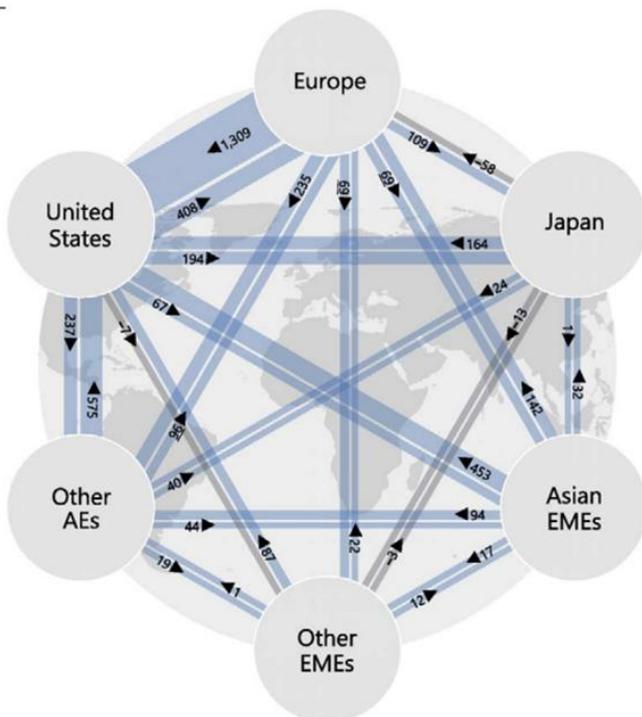


Fonte: Brad Setser, *The Dollar's Global Role and the Financing of the U.S. External Deficit*, Council of Foreign Relations, June 8<sup>th</sup>, 2025.

### The rise in global bond holdings has fostered deep financial interlinkages

Changes in cross-border bond holdings over 2015–23, net of official reserves, in billions of US dollars<sup>1</sup>

Graph 8

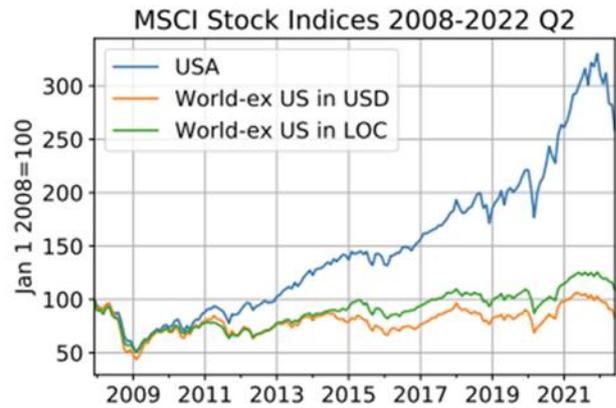
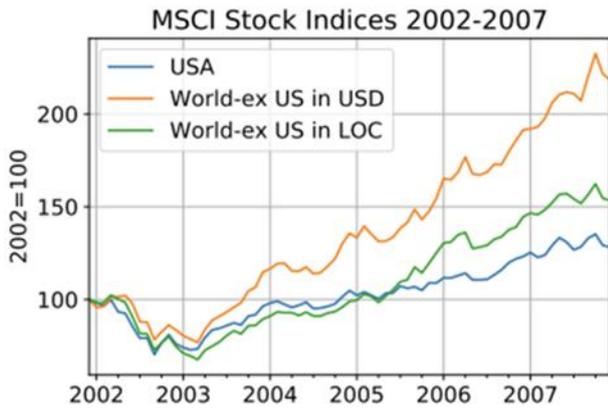


<sup>1</sup> Changes in international portfolio debt investment holdings excluding official reserves. Blue (grey) arrows indicate an increase (decrease) in holdings. The reported changes in outstanding stocks also include valuation effects. For details, see the endnote for Graph 4 in BIS (2025b).

Sources: IMF; BIS (2025b).

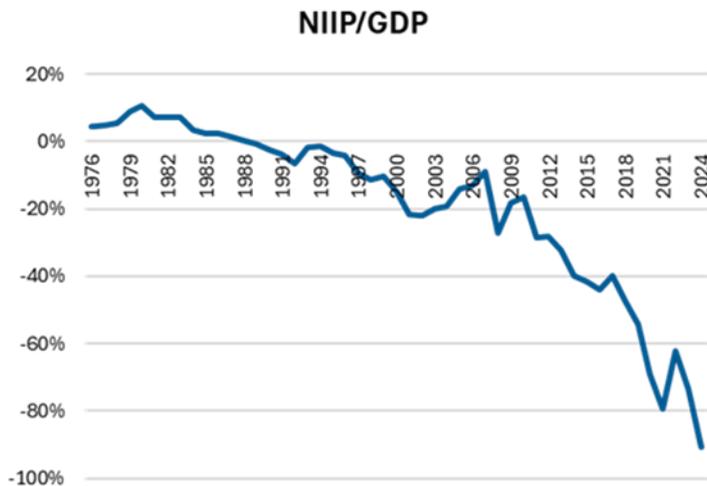
A. M. Maechler, *Tariffs in a world of large global capital flows – implications for central banks*, BIS, September 23<sup>rd</sup>, 2025.

In effetti, negli anni successivi alla Crisi dei mutui subprime, i **rendimenti della borsa statunitense** sono stati sensibilmente **più elevati rispetto al resto del mondo**. Questo anche grazie al **QE operato dalla Fed** all'indomani della crisi: la Banca centrale Usa riversò liquidità in grandi proporzioni nel mercato finanziario, nella speranza di restituire fiducia agli investitori. Il risultato, se non ripristinò il livello di investimenti nell'economia reale precedente alla crisi, fu notevole sui mercati finanziari, generando una **rilevante asset inflation**.



Fonte: A. Atkeson, J. Heathcote, F. Perri, *The End of Privilege: A Reexamination of the Net Foreign Asset Position of the United States*, Fed of Minneapolis, June 2023.

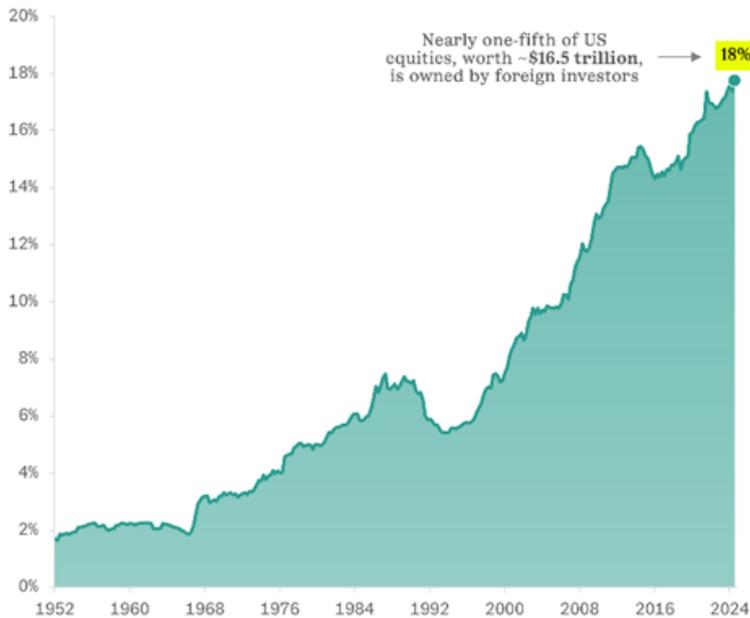
Si comprende in questo modo meglio la traiettoria seguita dalla **Net International Investment Position (NIIP)** statunitense **negli anni post-2008**: si assiste infatti ad un profondo deterioramento della posizione Usa, che nel 2024 è arrivata al valore record del **circa -90% del Pil**. È un risultato comprensibile se si considera come tra il 2008 e oggi la **quota di titoli detenuti da investitori stranieri sul mercato statunitense** sia pressoché **raddoppiata**, arrivando a toccare il record storico del 18% delle azioni in borsa. In altre parole, gli elevati rendimenti garantiti dai mercati finanziari Usa, coadiuvati dall'azione di QE della Fed, hanno attirato crescenti capitali dall'estero, i quali hanno così rafforzato la posizione internazionale del dollaro, garantendogli stabilità. È chiaro, al contempo, che tali capitali – provenienti principalmente dall'Europa e dalle economie avanzate dell'Asia orientale – rimangono sul mercato statunitense fintanto che è redditizio farlo. E proprio su questo fronte potrebbero emergere notevoli problemi.



Fonte: US BEA

## Foreign Investors Hold Record Share of US Stocks

Foreign Investor Ownership of US Equities [Quarterly, % of total value]



CHART

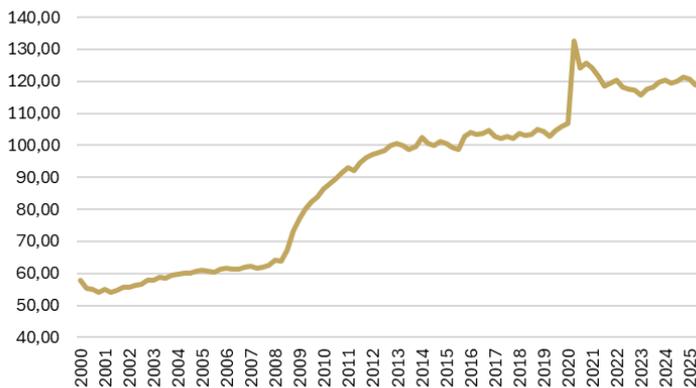
Source: Board of Governors of the US Federal Reserve System

### Dove siamo e perché

Per intendere adeguatamente la portata della situazione odierna è necessario spendere ancora alcune parole sugli sviluppi dell'economia statunitense dopo la crisi dei mutui subprime. Infatti, molte delle problematiche che oggi il mercato Usa e il dollaro si trovano ad affrontare sono un portato di quella crisi e delle misure di contrasto ad essa.

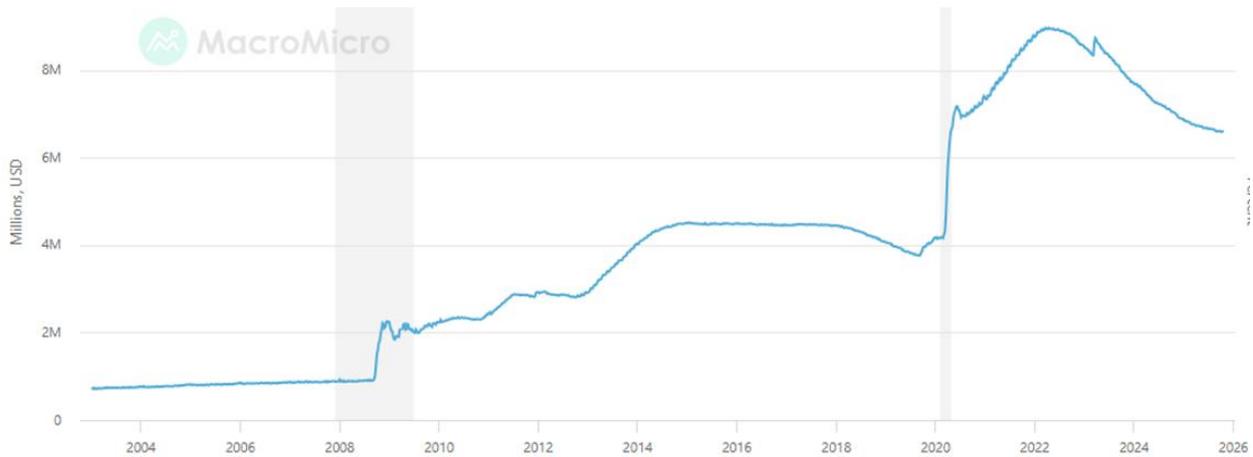
Per far ripartire l'economia, le autorità statunitense agirono sia sul lato monetario che su quello fiscale. Per quanto riguarda il primo, oltre ad un drastico abbassamento dei tassi di interesse, la Fed quadruplicò nel giro di sei anni – dal 2008 al 2014 – l'ammontare dei propri titoli in bilancio, da uno a 4 trilioni di dollari. Anche la politica fiscale diede il suo contributo alla ripresa, con il debito pubblico che crebbe – grossomodo nello stesso lasso di tempo – dal 60% al 100% del Pil. Lo stesso genere di risposta fu peraltro successivamente applicato di fronte allo scoppio della pandemia Covid-19 nel 2020: anche in quel caso si assistette ad un forte e repentino incremento del bilancio della Fed – che nel 2021 superò la quota di 8 trilioni – e ad un contemporaneo aumento del rapporto debito/Pil a oltre il 120%.

Debito pubblico Usa in % del Pil



Fonte: US FRED

**US – Fed total assets**



Tale **enorme iniezione di liquidità** ha certamente permesso il ritorno alla crescita dei listini, ma con effetti indesiderati che oggi – complici anche le politiche di Trump – destano particolare preoccupazione. In effetti, considerato che oggi è soprattutto il mondo finanziario a reggere il perdurante ruolo cardine del dollaro nel sistema monetario internazionale, una nuova crisi di intensità paragonabile a quella del 2008 potrebbe costare molto più cara all'economia americana.

A partire dalla crisi subprime, infatti, **l'economia Usa ha accumulato diversi elementi di fragilità sistemica**, che possono così essere riassunti:

**1) Crescente rapporto market cap / Pil**

**US - Total Market Cap (% of GDP)**

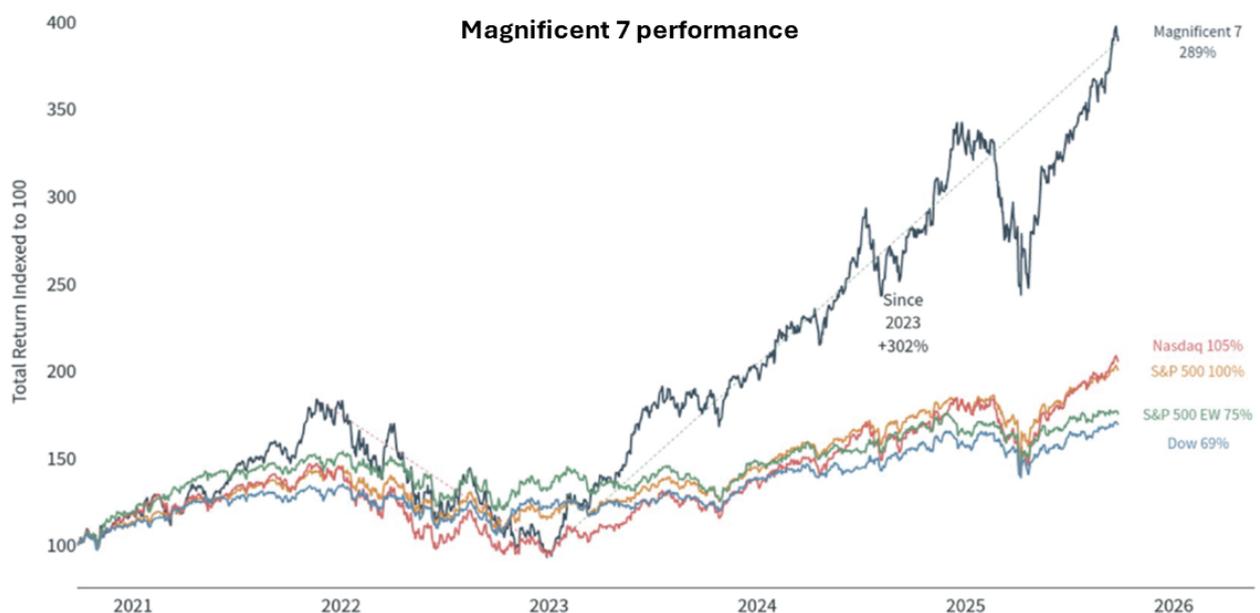
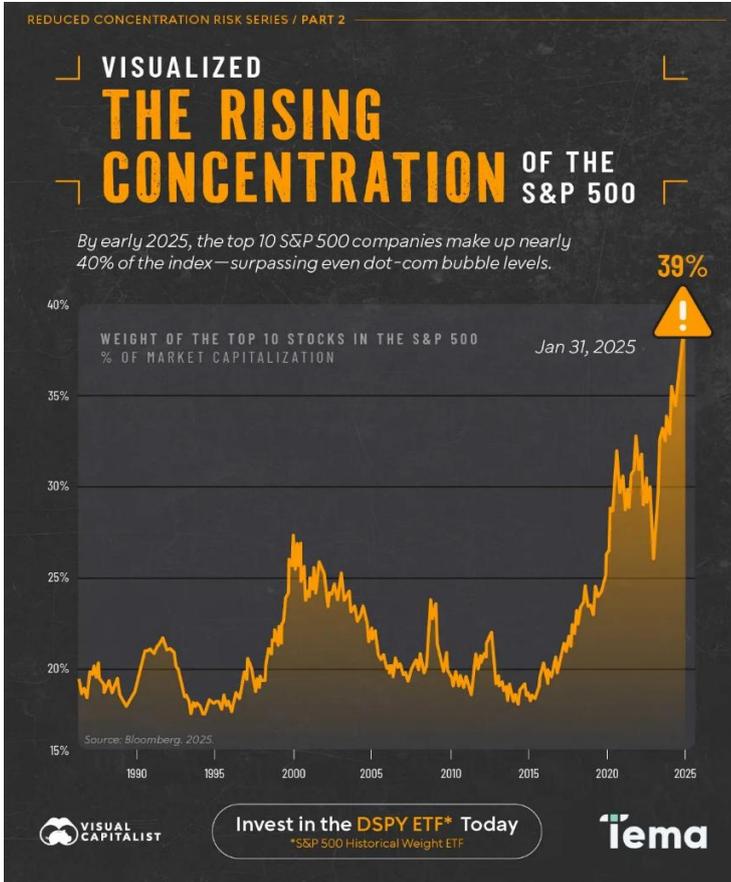
MacroMicro.me | MacroMicro



Se tra 2008 e 2009 la crisi aveva fatto precipitare il rapporto tra capitalizzazione di mercato e Pil dal 100% al 50%, nei 3-4 anni successivi la quota iniziale era già stata recuperata, continuando poi a crescere. Tra il 2015 e il 2020 il **rapporto Total market cap / Gdp** aveva raggiunto i livelli registrati durante la bolla delle Dot-com – circa 150% del Pil – ma stavolta senza fermarsi. In questo modo, **nel 2025, il rapporto ha superato il 200% del Pil**, segnando un record storico per l'economia americana. È il sintomo di una crescita reale che non tiene il passo con quella del mondo finanziario, creando squilibri potenzialmente esplosivi.

## 2) Crescente concentrazione di mercato

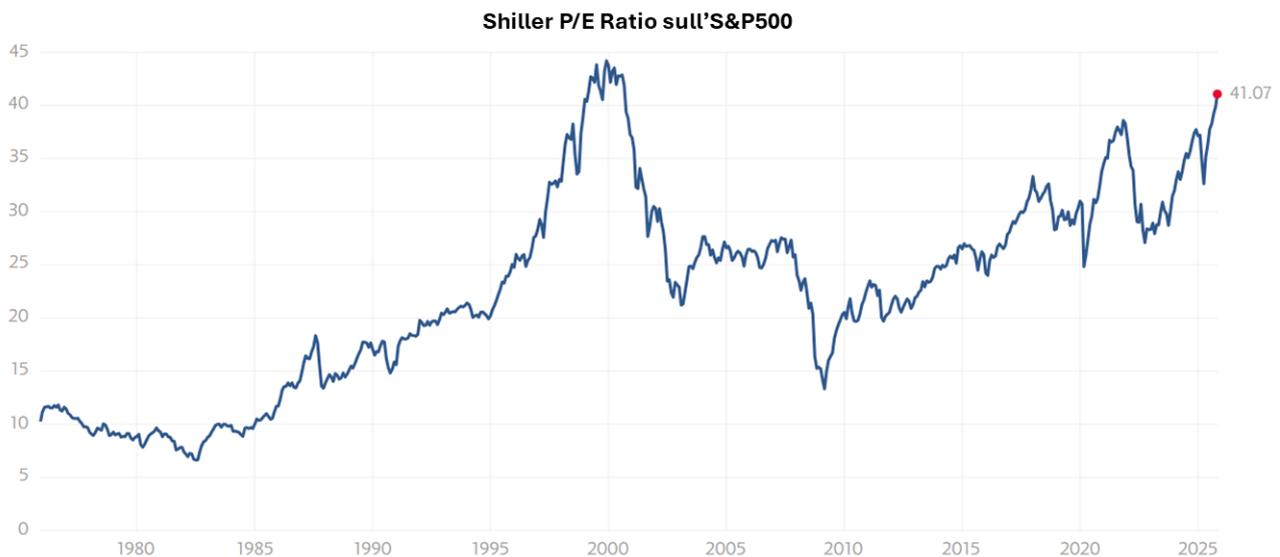
La crescita del mercato finanziario Usa, al contempo, è andata sempre più concentrandosi su un numero limitato di imprese, afferenti in particolare all'ambito dell'alta tecnologia. Diverse fra queste iniziarono ad essere identificate con il nome di **"Magnifiche 7"** a partire dal 2023, in virtù proprio degli ottimi ritorni che queste azioni restituivano agli investitori.



Fonte: Clearmomics

È in particolare a partire dal 2015 che la concentrazione di mercato sull'SP500 – il principale indice azionario Usa – inizia a crescere esponenzialmente, **superando attorno al 2020 il picco di concentrazione raggiunto durante la bolla dei titoli tecnologici di inizio 2000**. Nei primi mesi del 2025 i titoli delle Magnifiche 7 sono arrivati a costituire oltre il 30% dell'intero indice. Questo per via di una crescita che è stata molto più robusta per questi titoli tecnologici rispetto alle restanti 493 imprese dell'SP500.

Inoltre, anche i rapporti tra prezzo e utili per azione (**P/E ratio**) dell'indice si sono notevolmente accresciuti, trainati proprio dalla crescita del valore delle Magnifiche 7: a ottobre 2025 il P/E ratio dell'SP500 risultava pari a 31, **in linea con i valori assunti dall'indice nei due anni precedenti all'agosto del 2000**, quando venne raggiunto il picco di capitalizzazione del periodo della **bolla Dot-com**. Se si considera invece lo Shiller P/E ratio – che divide il prezzo dell'azione per la media di dieci anni di utili, al netto dell'inflazione – oggi l'SP500 esibisce un P/E ratio di circa 40; negli anni della bolla dot-com era arrivato quasi a 44.



In altre parole, la borsa statunitense appare sempre più guidata dall'attesa di ritorni straordinari su un limitato gruppo di titoli. Tale dinamica ha conosciuto una notevole accelerazione a partire dal tardo 2022, con il lancio di Chat GPT e l'inizio della frenesia per l'IA.

### 3) La scommessa sull'IA

L'IA è stata la novità che ha condotto al rialzo i mercati statunitensi dopo il crollo del 2022. Si tratta di una tecnologia che si è presentata sulla scena internazionale con **promesse molto radicali, di cambiamento totale del mondo del lavoro**. L'assunzione più o meno implicita è quella di una tecnologia dalle potenzialità rivoluzionarie, ancor più di quelle aperte dalla commercializzazione di Internet. Con queste premesse, si è potuta fare avanti l'idea che per l'IA non vi fossero valutazioni eccessive, né ci si dovesse preoccupare di P/E ratio sempre più elevati.

A tre anni di distanza dal lancio di Chat GPT sul mercato **iniziano tuttavia ad emergere alcuni dubbi**, non tanto in relazione alle potenzialità dell'IA, che sono senz'altro notevoli, bensì soprattutto in riferimento alle tempistiche del suo sviluppo – e quindi anche dei relativi flussi di cassa – e dei progressi ipotizzati in termini di produttività del lavoro.

A fronte di questo, l'attenzione di diversi analisti si appunta su tre profili di rischio:

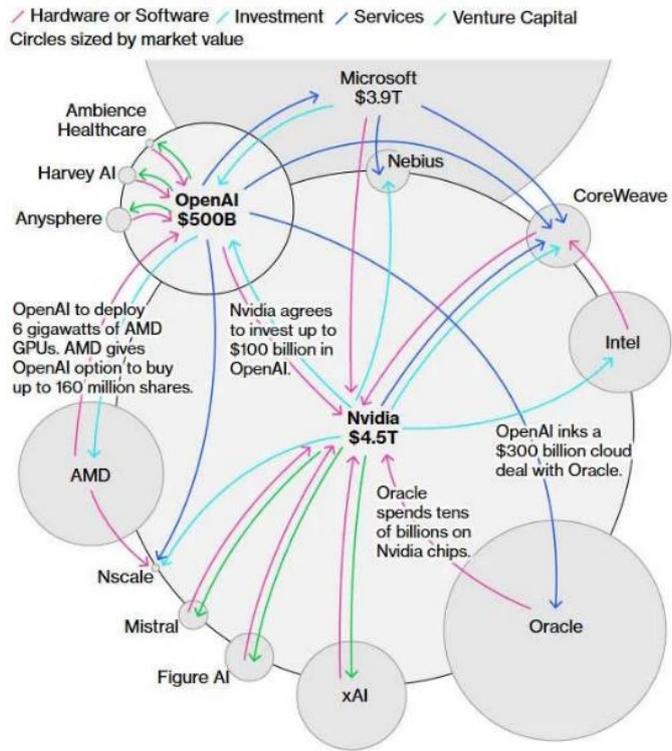
**- Rischio di investimenti eccessivi**

La quantità di risorse che i colossi dell’alta tecnologia statunitense hanno dedicato e stanno dedicando allo sviluppo dell’IA hanno pochi paragoni nella storia. Da sole Google, Amazon, Microsoft e Meta hanno speso in *capital expenditures* oltre 350 miliardi di dollari nel 2025, avendo al contempo in programma di superare la soglia dei 400 miliardi nel 2026.<sup>6</sup> Sono cifre immense, destinata in particolare alla costruzione dei data center sui quali si andranno ad addestrare i modelli di IA. Con investimenti di queste dimensioni l’annuncio di ritorni più contenuti di quanto inizialmente atteso potrebbe rivelarsi devastante, ed è proprio questo scenario che diversi investitori stanno iniziando a prezzare come più probabile.

**- Rischio circolarità dei profitti**

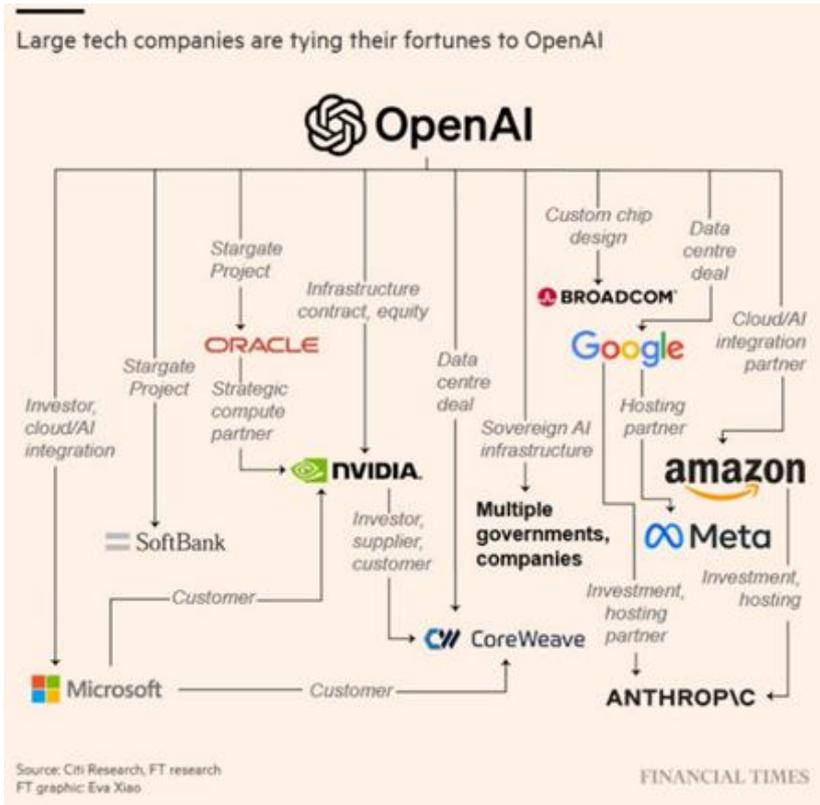
Alle voci critiche nei confronti dell’euforia dei mercati intorno all’IA spesso viene risposto che la situazione attuale presenta sì notevoli somiglianze con la bolla delle dot-com, ma con una rilevante differenza: qui i profitti ci sono, al contrario di quanto succedeva per la gran parte delle imprese quotate sul Nasdaq negli anni della bolla. Negli ultimi mesi, tuttavia, diversi analisti hanno cominciato a porre l’accento sulla reale origine dei profitti dichiarati dalle big tech: questi sembrano in effetti derivare in larga parte da una dinamica circolare nella quale sono inserite le principali imprese del settore; in effetti, molto spesso i profitti dichiarati da un’azienda (ad esempio Nvidia) vengono investiti in imprese che si occupano dell’addestramento di modelli di intelligenza artificiale (OpenAI), che a loro volta utilizzano i fondi ricevuti per avere accesso ai vasti database che imprese come Amazon Web Services hanno a disposizione; a loro volta, AWS si serve dei suoi proventi per acquistare nuovi chip da Nvidia, e il ciclo ricomincia. La domanda che inizia a farsi strada è quindi: quanto è sostenibile tutto questo?

**How Nvidia and OpenAI Fuel the AI Money Machine**



Source: Bloomberg News reporting

<sup>6</sup> F. Richter, *Tech’s AI-Fueled Spending Boom*, Statista, August 28<sup>th</sup>, 2025.



### - Crescente concorrenza estera

Il lancio dell'applicazione di IA Deepseek in Cina, a gennaio 2025, ha contribuito ai cali borsistici della prima metà dell'anno. Questo perché Deepseek ha palesato la possibilità di ottenere performance paragonabili a quelle delle IA delle big tech statunitensi senza gli enormi investimenti menzionati poco sopra. La Cina sta in effetti seguendo una strategia differente per lo sviluppo dell'IA: per quanto anche nella Terra del Dragone si parli di investimenti molto ingenti, maggiore è l'attenzione dedicata all'elaborazione di modelli orientati a compiti specifici, meno complessi della General AI – obiettivo di aziende come OpenAI – ma potenzialmente ben più redditizie.

\*\*\*

In sintesi, si è visto in questo capitolo come la **sopravvivenza dell'ordine monetario internazionale imperniato sul dollaro** sia stata resa possibile da una complessa serie di fattori interconnessi tra loro, con una **geometria di relazioni variabile a seconda del periodo considerato**. Da ultimo è però il **mercato finanziario** ad essersi imposto come **principale pilastro dell'ordine dollaro-centrico**, e proprio questo pilastro è oggi sostenuto essenzialmente dalle quotazioni molto generose delle grandi compagnie tecnologiche impegnate nello sviluppo dell'IA.

## CAPITOLO 2

### LA SITUAZIONE ATTUALE E IL REVIVAL DELL'ORO

Quanto visto nel capitolo precedente aiuta a comprendere che il clima di elevata tensione e incertezza che si registra oggi sui mercati ha radici più profonde delle recenti scelte compiute dalla presidenza Trump. In effetti, **le decisioni dell'attuale presidente Usa hanno piuttosto contribuito a esacerbare tensioni e fragilità che erano già presenti** nell'economia statunitense e nell'ordine dollaro-centrico.

In estrema sintesi, si può affermare che Trump abbia varato politiche di portata "radicale" – dai dazi al Big Beautiful Bill – senza al contempo fornire sufficienti certezze rispetto a queste stesse politiche ed alle loro conseguenze. Si pensi in questo senso alle *Reciprocal Tariffs*, un progetto che – come le forti correzioni al ribasso registrate sulle borse Usa ad aprile 2025 hanno dimostrato – ha di per sé la capacità di sconvolgere equilibri consolidati nel rapporto tra Usa e il resto del mondo. Per di più, le concrete modalità di realizzazione di questo progetto, con annunci immediatamente seguiti da smentite, dichiarazioni tra loro contraddittorie, hanno alimentato una percezione di erraticità e di imprevedibilità circa gli esiti delle politiche intraprese.

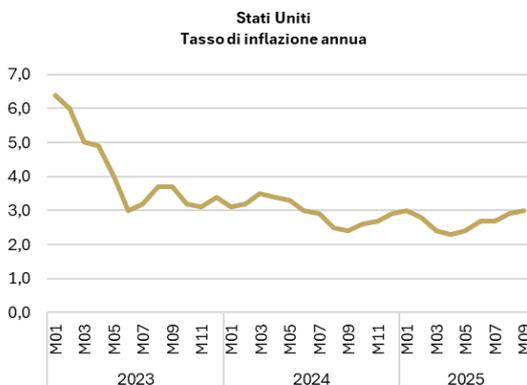
Tutto questo ha condotto a un clima di **profonda incertezza sui mercati**: gli operatori, infatti, si trovano ad aver a che fare con un ambiente costantemente sconvolto da notizie di nuove politiche altamente impattanti, senza però avere la certezza che tali politiche saranno effettivamente realizzate, con quali tempistiche, secondo quali misure. In un clima del genere è pressoché impossibile fare previsioni anche solo di medio termine, e diviene particolarmente difficile anche elaborare strategie per difendersi contro eventuali scenari negativi.

### Rischi per l'economia Usa

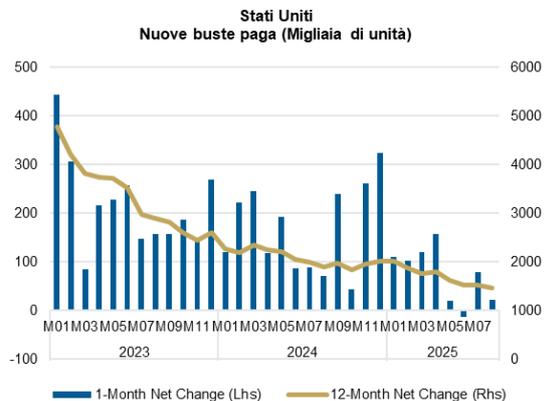
I rischi ai quali si è esposti si sono così moltiplicati. Possiamo riassumere come segue i **principali fronti di rischio**:

#### 1) Inflazione

Nel corso dei mesi estivi del 2025 l'inflazione al consumo negli Usa è tornata a crescere, dopo aver mantenuto una traiettoria discendente nei primi tre mesi dell'anno. La crescita su base annua dell'indice generale dei prezzi è rimasta modesta, al 3% a settembre, ma il consenso tra gli economisti è che nei prossimi mesi i prezzi continueranno a crescere, specialmente su alcune categorie di beni, quelle maggiormente legate alle importazioni. Si tratta di uno scenario problematico, in quanto limita il ventaglio di azioni mitiganti possibili da parte della Fed, *in primis* una riduzione dei tassi di policy, mossa resa sempre più opportuna dal progressivo indebolimento del mercato del lavoro.



Fonte: US BLS



## 2) Crescita

Anche sul fronte della crescita economica le politiche commerciali di Trump stanno iniziando a sortire effetti indesiderati. La manifattura nazionale non dà finora particolari segnali di risposta positiva all'imposizione dei dazi, che stanno semmai rendendo più complesso e costoso l'approvvigionamento di beni intermedi essenziali alla produzione.

Allo stesso tempo, l'attesa di un ritorno a tassi di inflazione relativamente elevati, unita al già percepibile indebolimento del mercato del lavoro, sta fiaccando la crescita dei consumi nazionali, i quali, considerando anche solo la componente privata, costituiscono il 68% del Pil (dato del 2024, 52% la media dell'Area Euro).

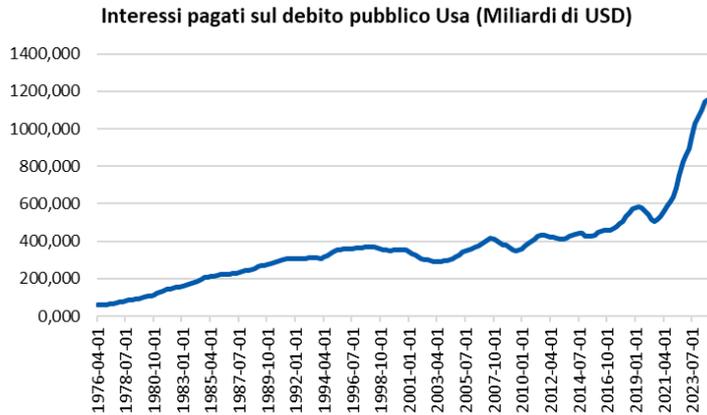


Si aggiunga poi al quadro il fatto che la crescita degli investimenti risulta sempre più trainata dalla costruzione di nuovi datacenter per l'addestramento dei modelli di IA. Secondo l'economista Jason Furman, gli investimenti in Information Processing Equipment & software (che valgono in totale il 4% del Pil) sono stati responsabili addirittura del 92% della crescita dell'economia statunitense nel primo semestre del 2025; al netto di questa componente, la crescita è stata solamente dello 0,1% in sei mesi.<sup>7</sup> Sembra pertanto riprodursi in relazione agli indicatori economici di crescita la situazione di sbilanciamento monosettoriale che abbiamo visto nel caso del mercato azionario Usa. Alla luce di quanto si è detto in merito al rischio di una bolla dei titoli tecnologici legati all'IA, la situazione non può che apparire preoccupante.

## 3) Debito pubblico

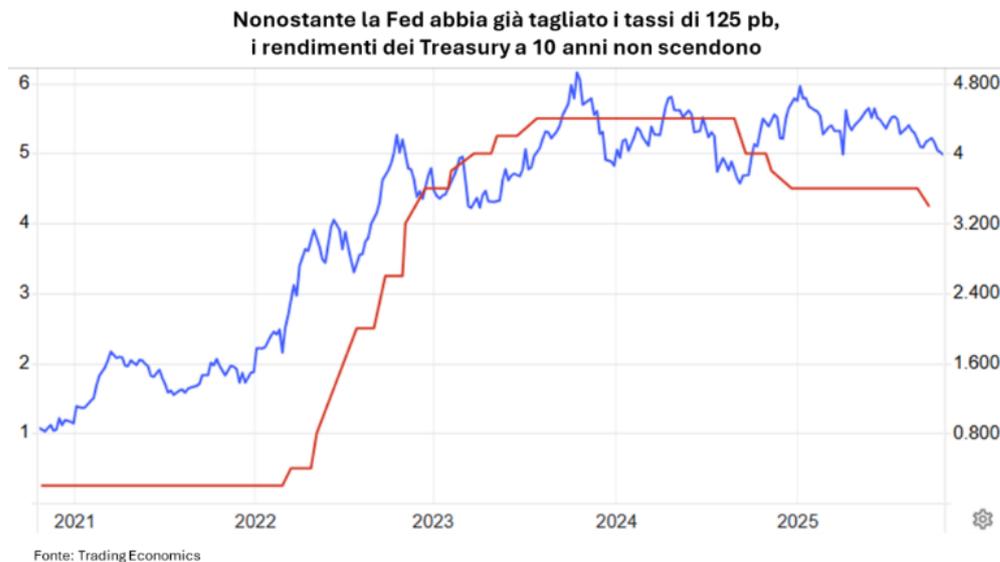
Nel 2024 il rapporto debito pubblico / Pil degli Stati Uniti era pari al 124%, equivalente a oltre 36 trilioni di dollari. La spesa per interessi risulta sempre più impattante, avendo superato la cifra di un trilione di dollari nel quarto trimestre 2023, con il grosso della crescita – chiaramente – avvenuto durante la fase di rialzo dei tassi di interessi da parte della Fed. Non stupisce dunque che Trump stia facendo pressioni per un loro abbassamento.

<sup>7</sup> N. Lichtenberg, *Without data centers, GDP growth was 0.1% in the first half of 2025, Harvard economist says*, Fortune, October 7<sup>th</sup>, 2025.



Fonte: US FRED

L'aspetto più problematico è in questo caso rappresentato dal fatto che le politiche di Trump – dai dazi al Big Beautiful Bill – a giudizio della maggior parte degli analisti dovrebbero ingenerare un ulteriore aumento del rapporto debito/Pil, in un contesto di crescente sfiducia nella capacità statunitense di onorare i propri debiti. In altre parole, se già da tempo era evidente come il debito pubblico Usa avesse imboccato una traiettoria di crescita insostenibile, Trump non appare intenzionato ad affrontare il problema; le sue scelte, anzi, sembrano peggiorare la situazione, privando al contempo il Paese del necessario spazio fiscale per eventuali interventi di mitigazione degli effetti di una recessione economica.



Fonte: Trading Economics

#### 4) Borsa

Quando – il 2 aprile 2025 – Trump fece l'annuncio delle *Reciprocal Tariffs*, l'indice Vix, che misura la volatilità sui mercati, raggiunse vette sconosciute dai tempi dello scoppio della pandemia Covid-19; prima di allora l'unico evento paragonabile era stato la crisi del 2008. Si è insomma trattato di uno shock di grande intensità, seppur nei mesi successivi i maggiori indici di borsa statunitensi abbiano recuperato i picchi precedentemente raggiunti. Nondimeno l'incertezza è rimasta, anche in relazione alla partita dei dazi, tuttora aperta in particolare con la Cina.

#### 5) Svalutazione del dollaro

Nel corso del primo semestre 2025 il Dollar Index ha registrato una contrazione di circa 10 punti

percentuali. La divisa Usa si è dunque indebolita nei confronti delle maggiori valute. L'attuale amministrazione potrebbe ritenere tale svalutazione un fatto positivo, potendo risultare di supporto al progetto di una reindustrializzazione del Paese (per il tramite di un aumento del prezzo di beni e servizi importati, oltre a quello già ingenerato dai dazi). Una forte svalutazione del dollaro comporterebbe però, da un lato, un aumento dei costi di servizio del debito (pubblico e non) e, dall'altro, una perdita di valore in termini reali degli investimenti effettuati in territorio statunitense; considerata la centralità degli investitori esteri per il mercato finanziario Usa, la prospettiva di una loro fuga per proteggersi dal rischio di svalutazione appare altamente preoccupante.

Quel che si è venuto a delineare è uno **scenario di rischio molto elevata**, e il segnale più macroscopico di questa situazione è rappresentato dall'andamento del prezzo dell'oro.

Prezzo dell'oro corretto per l'inflazione



Fonte: Macrotrends

### Perché l'oro?

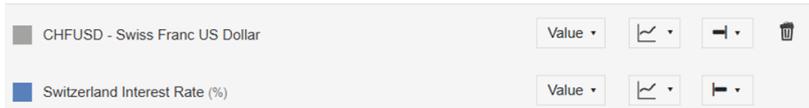
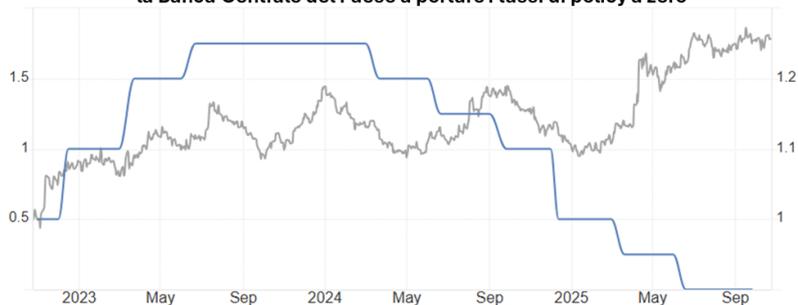
Agli occhi di un investitore, il quadro appena delineato ha un significato ben preciso: per quanto gli indici azionari continuino a salire, **l'eventualità di un forte ritracciamento dei corsi azionari** – che potrebbe sfociare in una vera e propria crisi finanziaria – **è sempre meno remota**. Per di più, è interessante osservare che negli ultimi mesi i mercati obbligazionari – a cominciare da quelli dei titoli di Stato Usa – non sono apparsi inversamente correlati all'andamento del mercato azionario. In altri termini, **nel caso di un forte ridimensionamento del mercato azionario statunitense, è tutt'altro che scontato che si possa fare affidamento sulla sicurezza del mercato dei Treasuries**. Il motivo è rappresentato dall'elevato livello del debito pubblico statunitense, tutt'oggi inserito in una traiettoria di forte crescita.



Ora, considerato che i Treasuries costituiscono il safe asset per eccellenza sul mercato statunitense – ma più in generale per l'intero sistema finanziario globale – è naturale che si vada alla **ricerca di asset che possano proteggere da un eventuale crollo**. Il problema è che trovare una categoria di asset che si presti a questo utilizzo è un compito tutt'altro che semplice.

È infatti necessario trovare non solo asset il cui valore possa conservarsi intatto anche in uno scenario di profonda crisi, ma anche la cui offerta sia sufficiente a soddisfare la domanda di mercato. Ad oggi, neppure il Bund tedesco – in tempi normali sinonimo di sicurezza e protezione dal rischio – parrebbe in grado di svolgere questo compito, per via della crisi che dal 2022 interessa l'economia della Germania, nonché a causa dell'offerta limitata di questi titoli, il cui ammontare è semplicemente imparagonabile a quello del mercato dei Treasuries. Discorso simile per altri strumenti finanziari o valute solitamente apprezzate dagli investitori durante congiunture economiche particolarmente sfavorevoli, come ad esempio il franco svizzero: non solo la quota di questa moneta sul totale delle riserve valutarie è sostanzialmente irrilevante (meno dell'1%), ma per di più la presenza di una banca centrale capace di intervenire per provare a correggere la traiettoria dei tassi di cambio inserisce un'ulteriore variabile nel quadro, frustrando così i tentativi degli investitori di trovare un hedge contro il rischio.

**L'apprezzamento del franco svizzero ha costretto la Banca Centrale del Paese a portare i tassi di policy a zero**

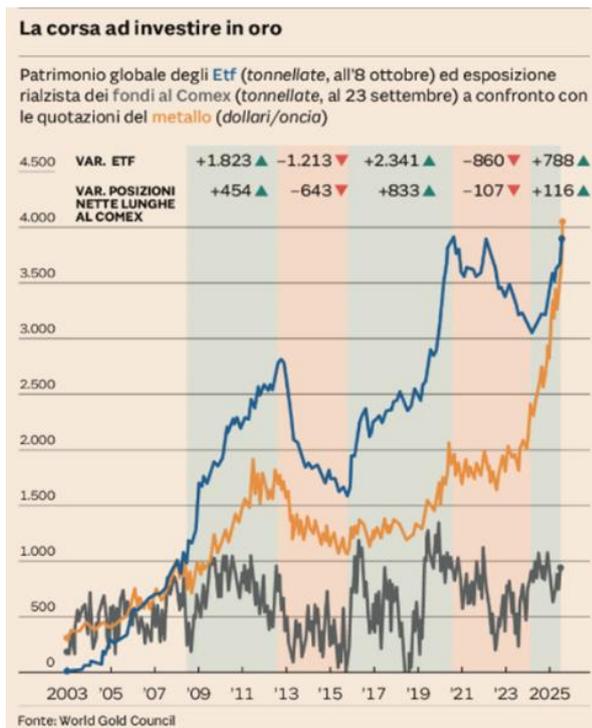


Fonte: TradingEconomics

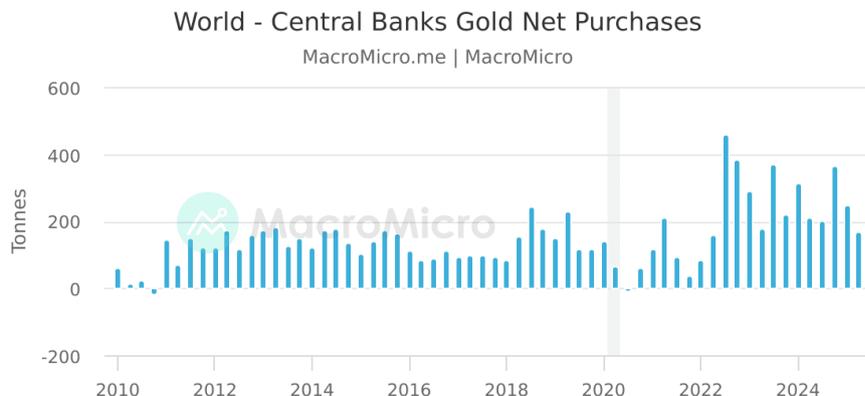
Serve in altre parole un asset il cui valore non sia di per sé legato ai fondamentali di una determinata economia, né ad una specifica valuta. Sono pochi gli asset di questo tipo, e questo spiega l'andamento del **prezzo dell'oro**, il cui valore è infatti **più che raddoppiato** rispetto agli ultimi

mesi del 2023. L'oro sta quindi svolgendo la funzione di safe asset che prima era principalmente riconosciuta ai titoli di Stato statunitensi. Questo – secondo alcuni analisti – prefigurerebbe un possibile ritorno dell'oro al ruolo di “moneta mondiale” che rivestiva in un tempo ormai lontano.

Le ragioni della recente crescita esponenziale dell'oro non si esauriscono tuttavia nella domanda da parte dei comuni investitori retail e istituzionali – comunque presente e finalizzata primariamente all'hedging contro il rischio implicito nell'attuale contesto macroeconomico reale e dei mercati finanziari. Come mostra il grafico sottostante, infatti, la crescita del patrimonio globale di ETF con l'oro come sottostante è sì andata a coincidere con un periodo di forte crescita del valore del metallo giallo, ma in passato aumenti anche maggiori del patrimonio in mano agli ETF non avevano causato analoghi movimenti di valore.

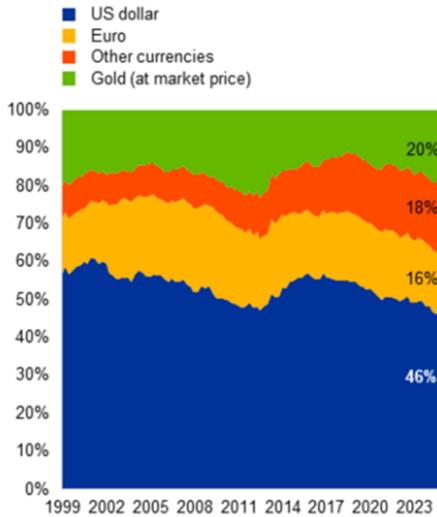


Sappiamo del resto con certezza che **all'acquisto di oro si sono dedicati anche** altri importanti attori sul mercato, vale a dire **le banche centrali**, le quali tra il 2022 e il 2024 hanno acquistato oltre 3000 tonnellate di oro, fornendo così un sostegno profondo al rally del metallo giallo.



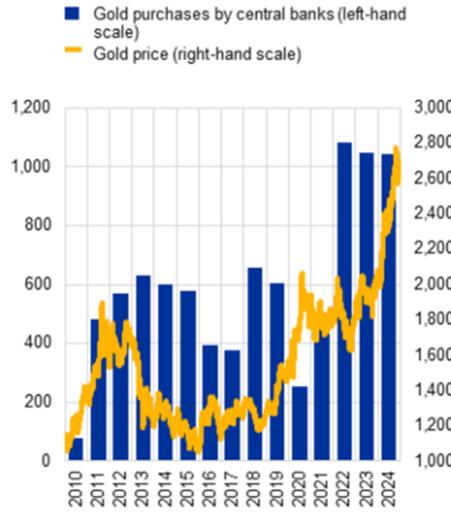
a) Composition of global official reserves

(percentages, at current market prices)



b) Central bank gold purchases and price of gold

(tonnes; US dollars per troy ounce)



Sources: IMF, World Gold Council and ECB staff calculations.

Fonte: Ecb, *The international role of the euro*, June 2025

È del tutto evidente come **ragioni di natura geopolitica e geostrategica** abbiano giocato un ruolo di rilievo nella decisione di diverse banche centrali di aumentare le riserve in oro possedute. Si nota infatti un notevole aumento degli acquisti del metallo giallo nei trimestri immediatamente successivi all'invasione russa dell'Ucraina. Diversi studi dimostrano in effetti come **le banche centrali di Russia, Cina e Turchia abbiano costituito un driver fondamentale** della crescita degli acquisti di oro nel mondo, **in risposta alla weaponization del dollaro Usa** (e dell'euro, principale valuta concorrente).

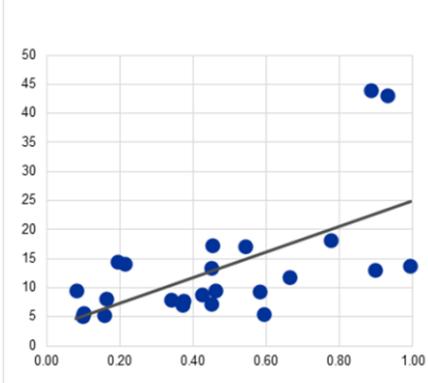
a) Shift in the correlation between gold prices and real long-term US interest rates

(left-hand scale: US dollar/troy ounce; right-hand scale, inverted: percentage)



b) Correlation between geopolitical alignment and countries actively diversifying into gold since 2021

(x-axis: index of geopolitical alignment; y-axis: percentage point change in the share of gold between Q4 2021 and Q4 2024)



Sources: World Gold Council, FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis, Global Sanctions Database, SIPRI Arms Transfers Database, United Nations, IMF and ECB staff calculations.

Fonte: Ecb, *The international role of the euro*, June 2025

In parte è dunque corretto affermare che l'attuale rally dell'oro abbia alle spalle una dedollarizzazione delle riserve da parte di alcune banche centrali, le quali hanno da un lato aumentato le riserve auree e dall'altro diminuito quelle denominate in dollari. È interessante notare che anche Paesi, come la Polonia, che hanno rapporti più che cordiali con gli Stati Uniti hanno aumentato le proprie riserve in metallo giallo. Per questi Paesi, **più che di dedollarizzazione è corretto parlare di diversificazione**: si tratta di una

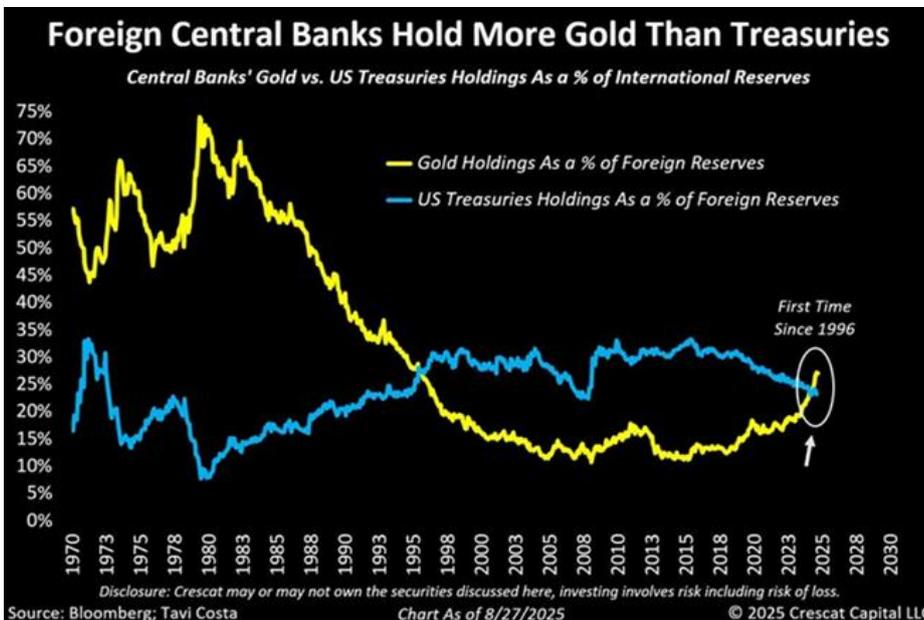
risposta alla percezione di un maggiore rischio su altre categorie di asset, *in primis* (ma non esclusivamente) quelle denominate in dollari.

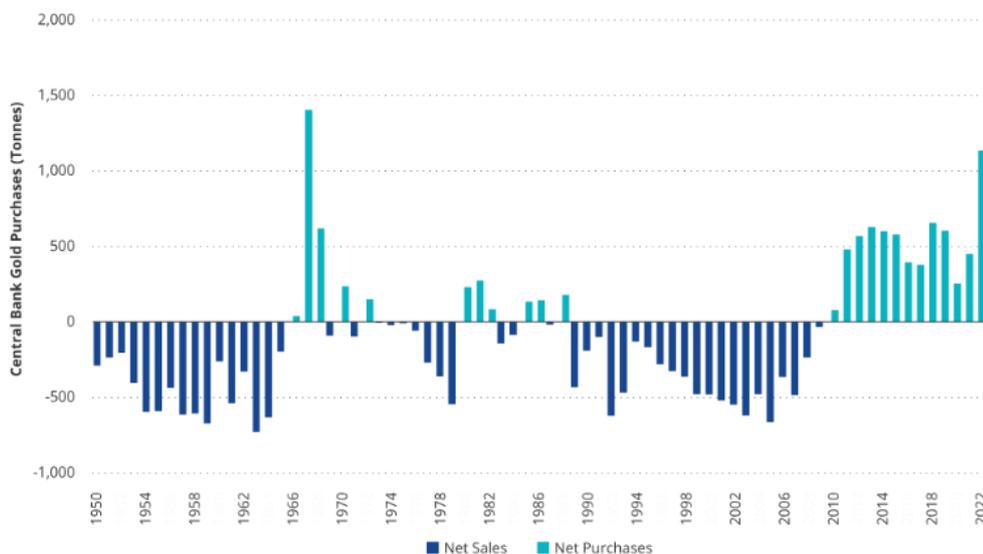
Nel più recente Central Bank Gold Reserves Survey, pubblicato a giugno 2025 dal World Gold Council, si nota come la percentuale di intervistati che si aspetta che la quota di riserve allocate in oro aumenterà moderatamente nei prossimi 5 anni sia passata dal 46% del 2022 al 72% del 2025; specularmente, la quota di coloro che ritengono che le riserve in dollari diminuiranno moderatamente è passata dal 38% del 2022 al 45% del 2025 (con picchi del 50% e del 49% rispettivamente nel 2023 e nel 2024).

L'evidenza è dunque quella di un generale spostamento della domanda di riserve di valore dal dollaro all'oro, con un intento di dedollarizzazione per un numero limitato – ma significativo, anche solo per la presenza della Cina – di Paesi, mentre per la restante parte la ratio è piuttosto quella di un aggiustamento a fini precauzionali di fronte ad un dollaro statunitense percepito come più rischioso rispetto al passato.

Se poi si allarga lo sguardo al più lungo periodo si nota come l'aumento della domanda internazionale di oro sia **un processo che ha avuto inizio all'indomani della crisi del 2008**. La crisi ha posto fine ad un trend di riduzione delle riserve delle banche centrali in oro – e di parallelo ma non coincidente aumento delle riserve in titoli del Tesoro statunitensi – iniziato attorno al 1990. In effetti, la discesa della percentuale di riserve ufficiali costituita da oro era stata in larga parte figlia di questo trend, visto che fino al 1990 la quota a livello mondiale era pari o superiore al 50% del totale.

Si potrebbe quindi concludere che il **“Treasury-standard”** – se mai del tutto esistito – sia in larga parte il **prodotto dei vent'anni di unipolarismo statunitense all'indomani della fine della Guerra Fredda**, un ventennio di fatto conclusosi con l'inizio della Grande Recessione.





Anche per le banche centrali, insomma, l'oro sta lentamente diventando il nuovo riferimento come asset anti-rischio. Il legame con la crisi del 2008 è ulteriormente rafforzato dal confronto tra l'andamento della liquidità globale e quello del prezzo dell'oro negli ultimi venticinque anni: come riporta il grafico sottostante, **il rally del metallo giallo ha fatto sì che esso recuperasse il trend di crescita della liquidità**, dal quale l'oro si era distanziato proprio a partire dagli anni successivi alla crisi del 2008, in pieno QE della Fed (e della Bce). Ciò accresce la portata del rally dell'oro alla quale stiamo oggi assistendo, in quanto potrebbe verosimilmente indicare uno spostamento – ora più ora meno marcato – da titoli denominati in monete fiat, e dunque legati all'emissione di moneta in risposta alla crisi dei subprime, all'oro. Visto e considerato che l'aumento dell'oro è stato registrato nei confronti di tutte le principali valute internazionali, si è indotti a pensare che possa essere in corso un processo di **debasing delle monete fiat** che potrebbe preludere alla riconsiderazione dell'oro come riferimento generale di misurazione del valore e strumento primario di conservazione della ricchezza.



Ma è opportuno chiedersi: a che punto siamo al di là del fronte dell'oro? **Ci sono ulteriori evidenze di mutamenti strutturali nell'ordine monetario e finanziario internazionale?**

A questo proposito, nei paragrafi a seguire si considereranno tre ambiti fondamentali per valutare la tenuta dell'ordine monetario incentrato sul dollaro: 1) Le riserve valutarie delle banche centrali; 2) La valuta di denominazione dei commerci internazionali; 3) I flussi finanziari.

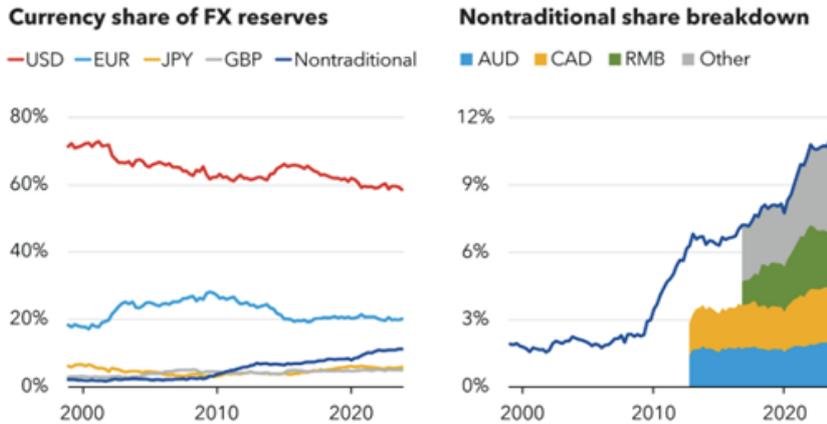
**CAPITOLO 3**

**RISERVE, COMMERCIO GLOBALE E FLUSSI FINANZIARI: LE TENDENZE IN ATTO**

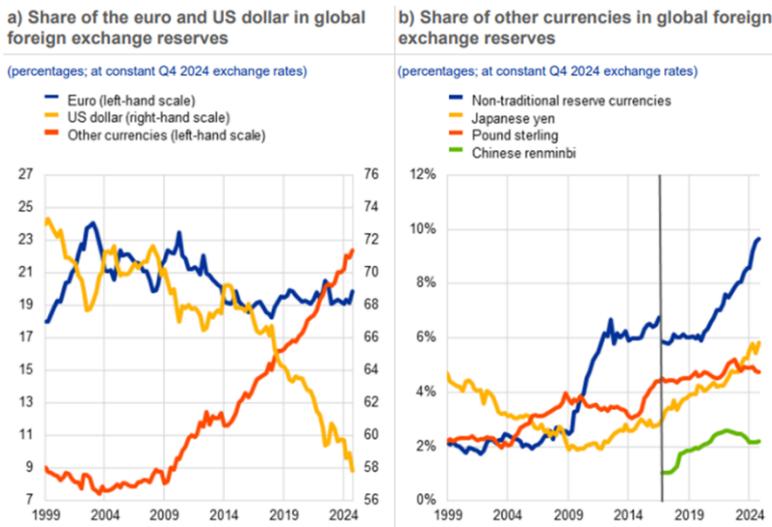
**1) Le riserve valutarie delle banche centrali**

Una delle principali novità sul fronte delle riserve delle banche centrali è l’oggetto del precedente paragrafo: l’oro. Nel corso del 2025 il metallo giallo – in parte in conseguenza dell’aumento del valore di mercato in parte per gli acquisti che le banche centrali hanno effettuato – è diventato il principali asset delle riserve ufficiali, superando anche i Treasuries.

Le novità non finiscono però qui, come evidenziano i grafici sotto riportati.



Sources: IMF COFER; Arslanalp, Eichengreen, and Simpson-Bell (2022, updated).  
 Note: The “big four” currencies are the US dollar, euro, Japanese yen, and British pound. Nontraditional are all other currencies. AUD = Australian dollar. CAD = Canadian dollar. RMB = Chinese renminbi. China became a COFER reporter between 2015 and 2018. **IMF**



Sources: IMF and ECB staff calculations.  
 Fonte: Ecb, *The international role of the euro*, June 2025

Tre sono nello specifico le **novità più rilevanti sul fronte delle riserve ufficiali di tipo valutario**:

**1) Il calo della quota del dollaro**

In base ai dati resi disponibili dal FMI, la quota di riserve delle banche centrali costituita da asset denominati in dollari (non solo titoli del Tesoro Usa, quindi) ha raggiunto il proprio apice nel 2001, con il 71,5% del totale. Da allora la quota è andata diminuendo lentamente ma quasi senza

soluzione di continuità, scendendo fino al 57,8% nel 2024. Il dollaro Usa rimane dunque la principale valuta di riserva a livello globale, ma il trend vede un calo significativo negli ultimi due decenni.

## 2) La stagnazione dell'euro

Tra gli obiettivi fondamentali alla base della moneta unica europea – l'euro – vi era quello di costruire un polo monetario alternativo al dollaro statunitense. Oggi quell'obiettivo può dirsi solo in parte realizzato: la quota dell'euro sulle riserve valutarie globali è cresciuta dal 17,9% nel 1999 – grossomodo l'equivalente della somma di marco tedesco e franco francese negli anni precedenti – al 27,7% nel 2009; nei successivi 7 anni – fino al 2016 – la quota è andata diminuendo, fino a stabilizzarsi attorno al 20%. Dal 2017 a oggi – e nonostante i recenti clamori legati all'idea di un “global euro moment” – l'euro non ha registrato alcun incremento degno di nota.

## 3) La crescita delle valute di riserva non tradizionali

L'espressione “valute di riserva non tradizionali”<sup>8</sup> è un'espressione ambigua, con la quale si fa solitamente riferimento a tutte le valute diverse dal dollaro Usa e dall'euro; talvolta, la si usa con un significato più ristretto, eliminando dall'insieme la sterlina britannica e lo yen giapponese. Il trend è in ogni caso il medesimo: dalla crisi del 2008 in avanti la quota di riserve ufficiali denominate in valute di riserva non tradizionali è cresciuta a un ritmo sostenuto. Considerando la definizione più ampia, l'aumento è stato dal circa 9% del 2008 al 22,3% del 2024; assumendo quella più ristretta, invece, il salto è dal 7,2% all'11,8%. Di quest'ultimo dato, un 2,7% è costituito da dollari canadesi, un 2,2% da renmimbi cinesi, un 2,1% da dollari australiani, uno 0,2% da franchi svizzeri e il restante 4,6% da altre valute.

Il dato che stupisce maggiormente è quello del **renmimbi cinese**, il cui **peso sulle riserve valutarie globali è del tutto sproporzionato rispetto al peso economico del Paese** nel mondo. Le ragioni di questo stato di cose sono molteplici:<sup>9</sup> vanno dalla perdurante egemonia del dollaro, alla non piena libertà di movimento dei capitali in Cina, fino – secondo alcuni analisti – ai costanti e crescenti surplus commerciali che il Paese accumula, e che renderebbero più complessa la circolazione all'estero della valuta del Dragone. Ognuno di questi argomenti meriterebbe una discussione critica a sé stante; quel che è essenziale qui sottolineare è questo: al fine di una maggiore adozione internazionale del RMB, il problema principale che la Cina si trova oggi ad affrontare è quello di far circolare all'estero la propria valuta, dunque creare condizioni tali per cui vi sia una forte domanda di RMB proveniente dall'estero. Uno dei canali di realizzazione di questo progetto è quello del commercio estero, come si vedrà meglio nel prossimo paragrafo.

In ogni caso, ad oggi la moneta cinese si trova a ricoprire una quota delle riserve pari o inferiore a quella di valute emesse da Paesi che non hanno certo un peso economico comparabile. Lo spostamento di parte dei capitali gestiti dalle banche centrali verso queste valute sembra dunque rispondere più ad una necessità di diversificazione dal dollaro che alla ricerca di una nuova moneta egemone.

È nondimeno un fatto altamente significativo, in quanto **manifesta un'insicurezza percepita**

---

<sup>8</sup> S. Arslanalp, B. J. Eichengreen, C. Simpson-Bell, *The Stealth Erosion of Dollar Dominance: Active Diversifiers and the Rise of Nontraditional Reserve Currencies*, IMF Working Papers, March 24<sup>th</sup>, 2022.

<sup>9</sup> Zhao Huiyi and Zichen Wang, *Wu Xiaojun says only the rule of law and marketization can make the yuan a global currency*, The East is Read, August 30<sup>th</sup>, 2025.

nell'eccessivo affidamento su asset denominati in dollari, evidentemente sentiti come meno sicuri rispetto al passato. In effetti, sono diverse le conferme della crescente diffusione di questa percezione tra le banche centrali:

- Innanzitutto, **la crescita della domanda internazionale di Treasuries da parte delle banche centrali si è arrestata attorno al 2014**. Da allora i titoli del debito pubblico emessi dal Tesoro statunitense sono stati acquisiti da investitori privati – istituzionali o meno – sia stranieri che domestici, con un ruolo crescente da parte di questi ultimi. La quota di Treasuries in mano a investitori stranieri è infatti diminuita dall'oltre 50% del 2008 – momento di picco – a poco più del 30% a inizio 2025. Tutto ciò testimonia come vi sia una crescente difficoltà da parte dei mercati internazionali di assorbire l'offerta di titoli del debito americano, o almeno un crescente mismatch tra l'aumento dell'offerta di Treasuries e il suo assorbimento da parte dei mercati internazionali.

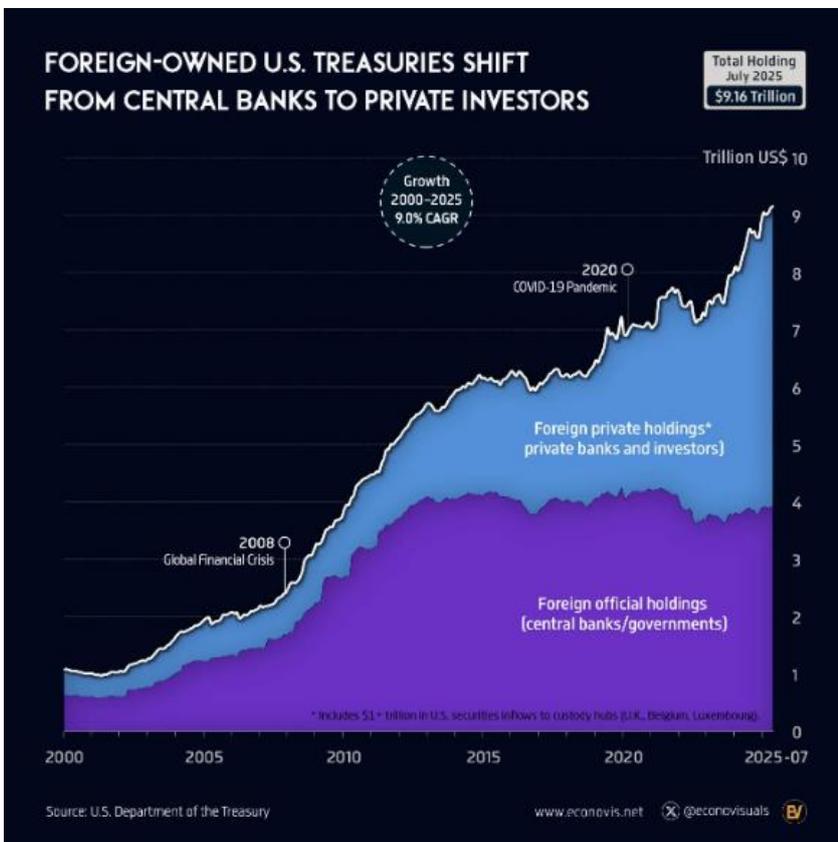
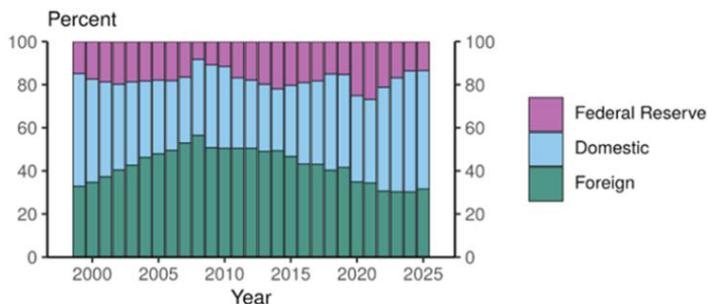


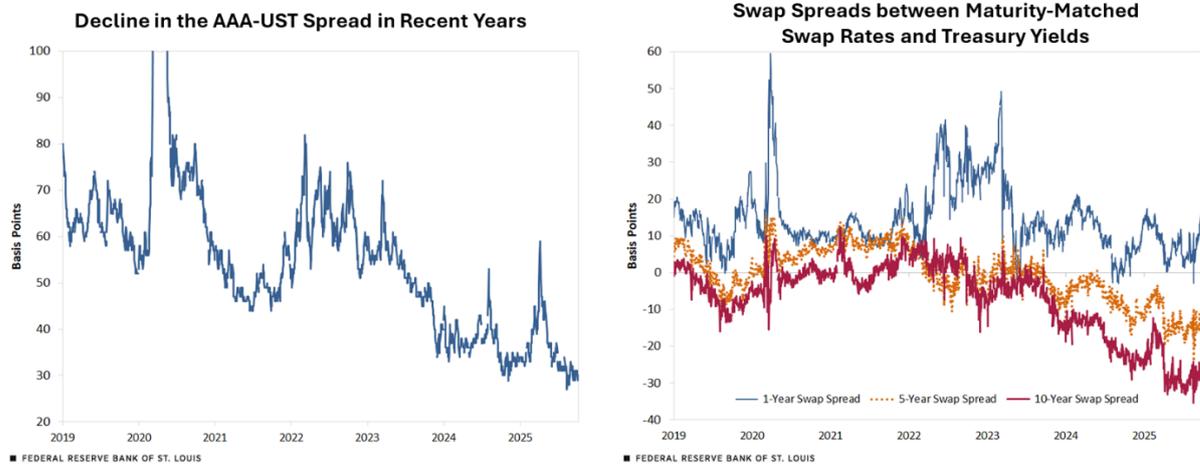
Figure 4. Foreign holdings of government debt

4a. Holdings of marketable U.S. Treasuries



Fonte: C. Bertaut, B. von Beschwitz, and S. Curcuru, *The international role of the US dollar – 2025 edition*, Federal Reserve, July 15th, 2025.

- Dal 2022, inoltre, si osserva una costante **discesa dello spread tra rendimenti dei corporate bond con rating tripla A e quelli dei Treasuries**. Si sta cioè assottigliando – fino a divenire per alcune scadenze negativo – il cosiddetto *convenience yield* normalmente goduto dai titoli del Tesoro Usa, che per via della loro elevata liquidità e sicurezza percepita pagano rendimenti inferiori a quelli dei titoli privati tripla A. Appare dunque chiara la presenza di crescenti dubbi attorno alla natura di safe asset dei Treasuries.



J. Kozlowski, N. Sullivan, *Are US Treasuries still «convenient»?*, Fed of Sain Louis, October 14th, 2025

- Indicativo è infine anche il fatto che, in presenza di **tassi di policy in diminuzione**, i **rendimenti richiesti dagli investitori sui titoli del Tesoro Usa non stiano scendendo**, a testimonianza ancora una volta di una diffusa percezione di un rischio maggiore che in passato.
- Infine, il fatto che il **2 aprile**, durante i pesanti crolli borsistici registrati in conseguenza dell'annuncio delle *Reciprocal Tariffs*, **gli investitori non abbiano cercato rifugio nel mercato dei Treasuries** è un'ulteriore indicazione di una crescente insicurezza riguardo la tenuta del debito statunitense e, con esso, dello status internazionale del dollaro.

Ha del resto ragione l'economista Patrick Artus quando afferma che a onor del vero il dollaro Usa tra il 1998 e oggi non ha sempre assunto l'andamento di un safe asset.<sup>10</sup> A ben vedere soltanto l'oro e il franco svizzero hanno visto il proprio valore / tasso di cambio crescere in seguito allo scoppio di una delle diverse crisi che hanno colpito l'economia globale tra il 1998 e oggi. Si tratta di un'osservazione di notevole importanza, in quanto porta a riflettere **sul concetto stesso di safe asset**: tale status non appartiene ad un particolare asset in quanto tale, bensì è la **conseguenza delle valutazioni di una molteplicità di agenti di mercato** – *in primis* le stesse banche centrali.<sup>11</sup> Lo status di safe asset può dunque essere acquisito e perso a seconda della congiuntura storica: negli anni '90 e fino alla crisi del 2008 i Treasuries erano visti come asset privi di rischio; oggi la situazione è profondamente cambiata. Sul fronte delle riserve valutarie delle banche centrali, dunque, la situazione odierna appare caratterizzata da un profondo mutamento in corso: sebbene il dollaro rimanga la valuta maggioritaria, le banche centrali stanno rivalutando la rischiosità dei titoli del Tesoro Usa, declassandoli rispetto al grado di safe asset che avevano fino a non molti anni fa.

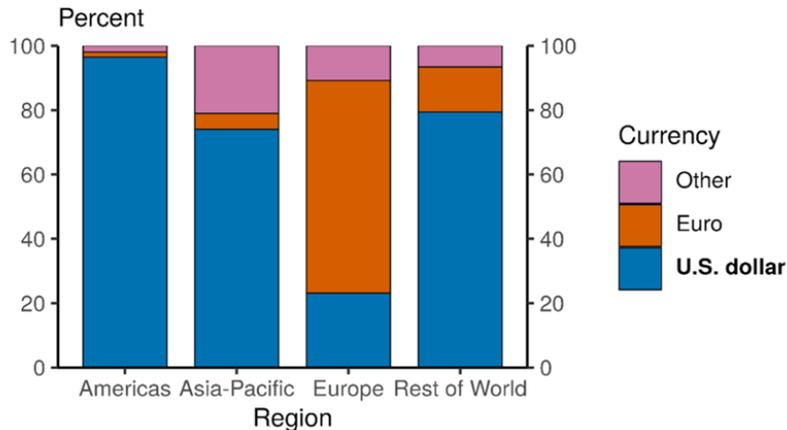
<sup>10</sup> P. Artus, *What are safe-haven currencies and safe-haven assets?*, Ossiam, July 24<sup>th</sup>, 2025.

<sup>11</sup> Jean-Pierre Landau, *A World with no Safe Assets*, VoxEU Cepr June 6<sup>th</sup>, 2025.

## 2) Valuta di denominazione dei commerci internazionali

Formulare una valutazione aggiornata sulla situazione **del commercio estero e delle valute utilizzate per la sua denominazione** è un compito molto complesso. Questo perché, a differenza di molti altri ambiti di indagine – come le riserve delle banche centrali – **i dati a disposizione dei ricercatori sono limitati**, e possono dunque restituire solo un’immagine approssimativa della situazione reale. Da diversi studi realizzati in merito, comunque, emerge come anche sul fronte del commercio estero – al netto di una **perdurante supremazia del dollaro** – siano in corso cambiamenti di rilievo.

Figure 7. Share of export invoicing



Fonte: C. Bertaut, B. von Beschwitz, and S. Curcuru, *The international role of the US dollar – 2025 edition*, Federal Reserve, July 15th, 2025.

Il grafico sopra riportato, che si avvale di dati riferiti al periodo 1998-2019, mostra una chiara prevalenza del dollaro come moneta per la denominazione dei commerci internazionali. Il lasso temporale considerato è certamente ridotto, e non considera quindi gli effetti che – per esempio – la crescente weaponization del dollaro in relazione al conflitto tra Russia e Ucraina potrebbero aver ingenerato. I risultati di diversi altri studi, anche con dati relativi a periodi più recenti, testimoniano tuttavia il medesimo fenomeno, ovvero il perdurante ruolo del dollaro come moneta principale del commercio globale.<sup>12</sup> In effetti, sembra che solo per quanto riguarda gli scambi commerciali interni all’Area Euro si sia avuta una significativa riduzione del ruolo del dollaro Usa in favore della moneta unica europea, oggi maggioritaria per la denominazione dei traffici transfrontalieri. Nel resto del mondo, invece, il dollaro rimane dominante, con la quasi totalità del commercio in dollari nelle Americhe e oltre tre quarti del totale nell’area dell’Asia Pacifico e nelle restanti regioni del mondo.

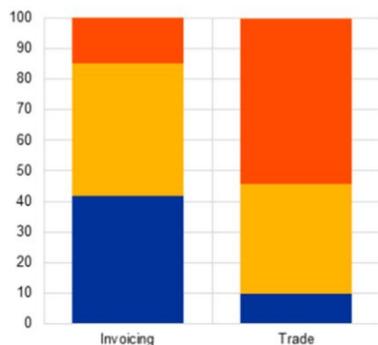
Vi è comunque una sproporzione evidente tra il peso reale degli Usa sul commercio globale – pari circa al 10% dell’import-export totale – e il ruolo del dollaro come moneta di denominazione – con una quota di circa il 40%. Ben più comprensibile risulta la posizione dell’euro, in cui sono denominati circa il 40% dei commerci internazionali, a fronte di una quota di import-export molto significativa, di circa il 30%. È quindi evidente che l’utilizzo del dollaro nel trade internazionale non deriva tanto dal commercio diretto con gli Usa ma dal **ruolo di valuta veicolo rivestito dal dollaro**.

<sup>12</sup> E. Boz, A. Brügggen, C. Casas, G. Georgiadis, G. Gopinath, A. Mehl, *Patterns of Invoicing Currency in Global Trade in a Fragmenting World Economy*, IMF Working Papers, September 12th, 2025

a) By invoicing currency and destination

(percentages)

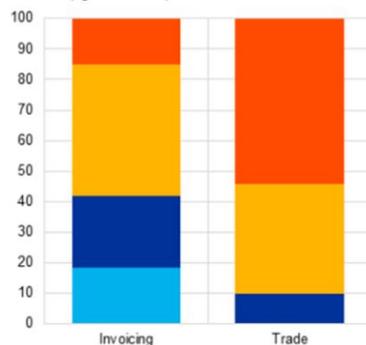
- US dollar (left-hand side)/ United States (right-hand side)
- Euro (left-hand side)/ Euro area (right-hand side)
- Other currencies (left-hand side)/ Rest of the world (right-hand side)



b) By invoicing currency and destination, singling out US dollar invoicing of commodity exports

(percentages)

- US dollar (commodities)
- US dollar (non-commodities)
- Euro (left-hand side)/ Euro area (right-hand side)
- Other currencies (left-hand side)/ Rest of the world (right-hand side)



Sources: ECB staff calculations based on the analysis in Boz et al. (2025) and updated and expanded data from Boz et al. (2022), Taiwan Ministry of Finance, IMF Direction of Trade Statistics and World Development Indicators.

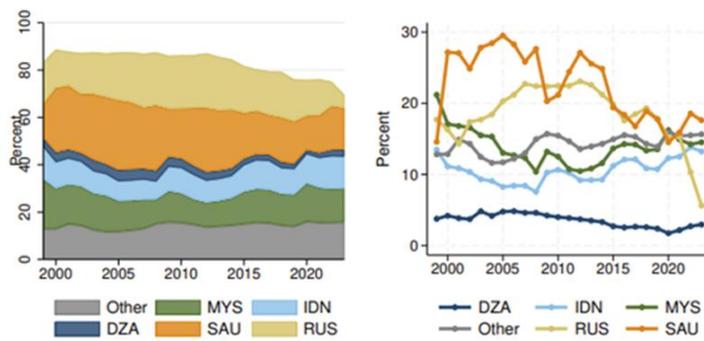
Fonte: Ecb, *The international role of the euro*, June 2025

Le ragioni dietro il ruolo del dollaro come moneta veicolo sono oggetto di complessi dibattiti tra gli studiosi. C'è però consenso sul fatto che **l'utilizzo di una sola moneta veicolo** apporti benefici in termini di **efficienza** economica, andando a **diminuire i costi di transazione**.

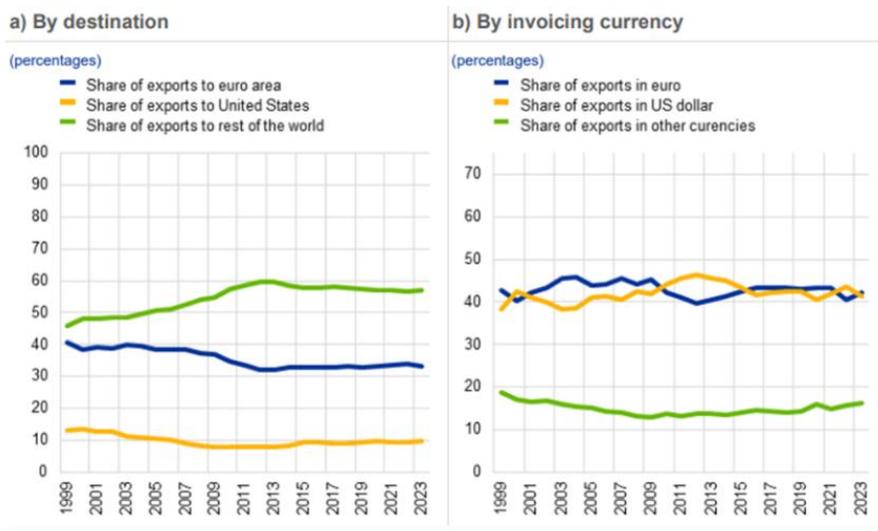
Al contempo, tale affermazione presuppone una valutazione costi-benefici: quand'è che l'andamento e le dinamiche associate ad una moneta ne rendono l'utilizzo tanto anti-economico o anti-strategico da annullare i benefici di riduzione dei costi di transazione? Verosimilmente – almeno negli ultimi 30 anni – il dollaro ha saputo offrire più vantaggi che svantaggi ai suoi utilizzatori internazionali, che potevano godere di tassi di cambio stabili o favorevoli (detenendo già dollari), oltre che alla vasta infrastruttura finanziaria di cui l'ordine dollaro-centrico statunitense può giovare. Va poi aggiunta la vasta possibilità di utilizzo dei dollari ai fini di investimento nella borsa americana, i cui rendimenti sono stati e sono tutt'oggi un forte motivo di attrazione verso la divisa Usa.

Valutare dunque i segnali di una potenziale dedollarizzazione in corso dei commerci internazionali comporta non solo la considerazione delle quote abbinate a ciascuna valuta ma anche e forse soprattutto la struttura di incentivi che porta gli attori economici a detenere dollari a fini commerciali. Nel caso dei Paesi europei, tali incentivi sembrano aver portato ad una transizione all'euro come moneta principale dei traffici commerciali, con il dollaro ridotto ad una posizione minoritaria, seppur comunque significativa. **Rimangono entro l'ordine commerciale dollaro-centrico**, invece, **principalmente i Paesi extra-Occidentali, specialmente quelli ancora in via di sviluppo**. Non è del resto un dato che deve stupire più di tanto: un Paese con un'economia fragile e poco sviluppata, e dunque con una valuta poco apprezzata sulla scena internazionale, avrà naturalmente un maggiore incentivo a servirsi della valuta dominante a livello internazionale per commerciare. Questo, sembrerebbe, anche al netto dell'eventuale presenza di un basso allineamento geopolitico nei confronti degli Stati Uniti, come mostrato in un recente paper del FMI: in esso, prendendo in considerazione alcuni Paesi scarsamente allineati agli Usa, si mostra come oltre il 70% del loro export sia denominato in dollari; si tratta **però di una quota in calo significativo** rispetto al quasi 90% di inizio 2000.

Figure 7: Decomposition of the evolution of the share of country-group exports by US least-aligned countries invoiced in dollars



Fonte: E. Boz, A. Brügggen, C. Casas, G. Georgiadis, G. Gopinath, A. Mehl, Patterns of Invoicing Currency in Global Trade in a Fragmenting World Economy, IMF Working Papers, September 12<sup>th</sup>, 2025



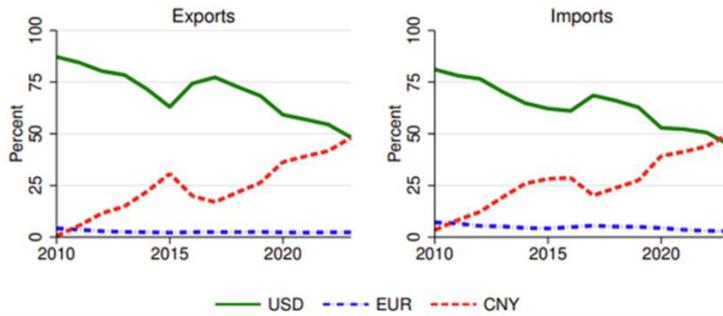
Sources: ECB staff calculations based on analysis in Boz et al. (2025) and expanded and updated data from Boz et al. (2022), IMF Direction of Trade Statistics, Taiwan Ministry of Finance and World Development Indicators.  
 Fonte: Ecb, *The international role of the euro*, June 2025

Ad aver contribuito maggiormente a tale calo sono stati – tra i Paesi considerati nel campione – Russia e Arabia Saudita. È un dato interessante, in quanto testimonia **una delle forze principali** che, al momento, stanno apportando cambiamenti all’ordine monetario globale, vale a dire la crescente **frammentazione geopolitica**, pienamente evidente nel caso della **Russia** – che ha cominciato a dedollarizzare il proprio commercio estero già a partire dall’occupazione della Crimea del 2014 – ma presente anche nel **caso dell’Arabia Saudita** – in risposta alla politica estera degli Usa nell’area mediorientale. Considerato, peraltro, ciò che si è detto nel primo capitolo riguardo al ruolo storico dell’accordo tra Usa e Arabia Saudita attorno ai petrodollari, il fatto che le autorità saudite stiano iniziando a dedollarizzare il proprio export di petrolio è di grande rilievo, pur considerando la minore centralità del petrolio saudita nei mercati delle materie energetiche rispetto agli anni ’70.

La crescente weaponization del dollaro sembra aver destato le preoccupazioni, tra gli altri, della **Cina**. Le autorità del Paese da diversi anni sostengono la possibilità – e l’opportunità – di favorire una maggiore adozione internazionale del RMB, non tanto per soppiantare il dollaro, ma con l’idea di evitare un’eccessiva dipendenza dalle politiche fiscali e monetarie di una potenza straniera, sempre più percepita come avversaria. È così che **la quota di import e di export cinesi denominata in RMB è andata aumentando di anno in anno** – con una breve interruzione del trend tra il 2015 e il 2017 – a partire da inizio 2000. Nel 2025 la percentuale del RMB è arrivata a superare il 50% e non accenna a

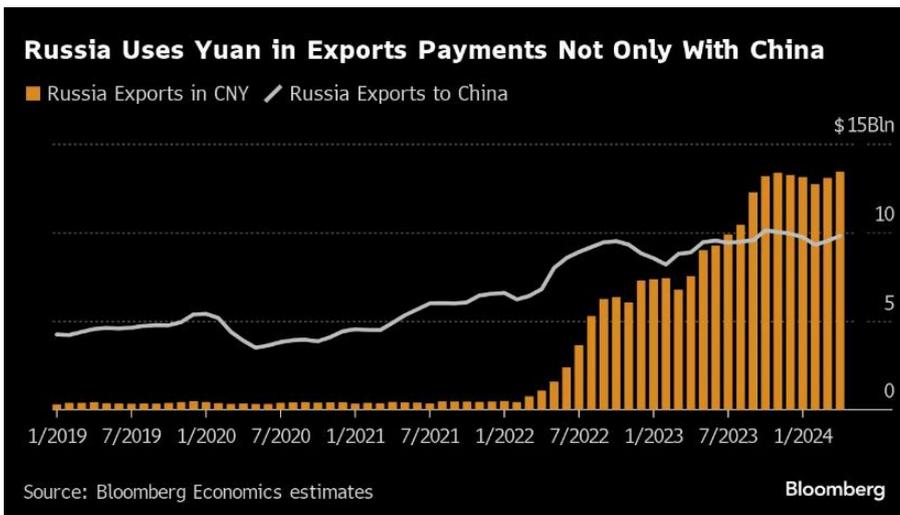
fermarsi, segno evidente di una crescente volontà cinese di sganciarsi dal dollaro come moneta veicolo per la denominazione dei commerci cinesi con il mondo.

Figure A.1: Evolution of the share of China's trade settled in US dollar, euro and renminbi



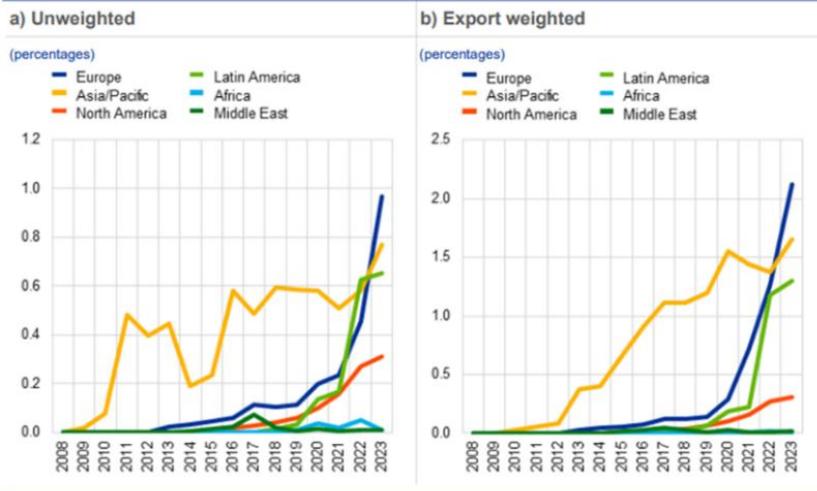
Fonte: E. Boz, A. Brügggen, C. Casas, G. Georgiadis, G. Gopinath, A. Mehl, Patterns of Invoicing Currency in Global Trade in a Fragmenting World Economy, IMF Working Papers, September 12<sup>th</sup>, 2025

Lo sforzo cinese in questa direzione si sta concretizzando in diversi accordi, e sta ottenendo il favore di diversi altri Paesi, in particolare del gruppo Brics. La Russia, per quanto un'economia di dimensioni ridotte, ha visto una crescita rilevante del proprio commercio in RMB, specie in seguito all'invasione dell'Ucraina e alle sanzioni occidentali. Ad utilizzare la moneta cinese per l'acquisto di materie prime energetiche russe si sono uniti negli ultimi anni anche India e Pakistan, due Paesi molto significativi in prospettiva, anche solo per il loro peso demografico.



Il peso del RMB come moneta di denominazione è certamente ancora marginale a livello di dato aggregato mondiale. Nondimeno, le tendenze in direzione di un aumento della sua importanza appaiono solide, come mostra la **rapidità dell'aumento della quota del RMB** registrato negli ultimi anni.

Evolution of the share of exports invoiced in renminbi by region

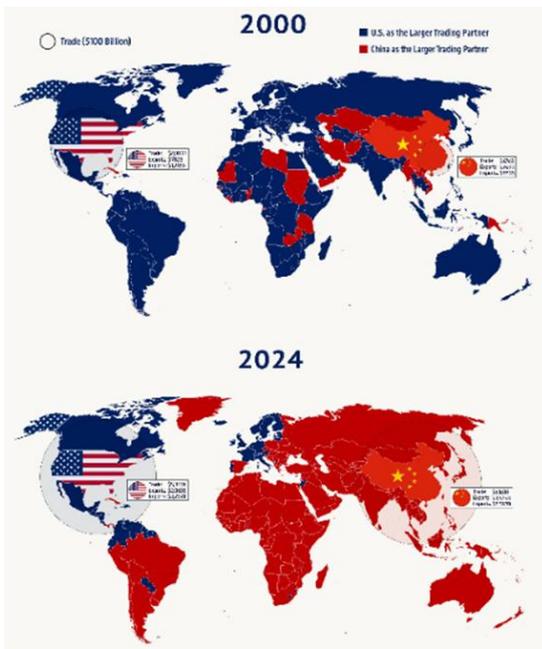


Sources: ECB staff calculations based on analysis in Boz et al. (2025) and updated and expanded data from Boz et al. (2022), IMF Direction of Trade Statistics, Taiwan Ministry of Finance and World Development Indicators.

Fonte: Ecb, *The international role of the euro*, June 2025

È del resto sensato ritenere che tale processo proseguirà negli anni a venire, per i seguenti motivi:

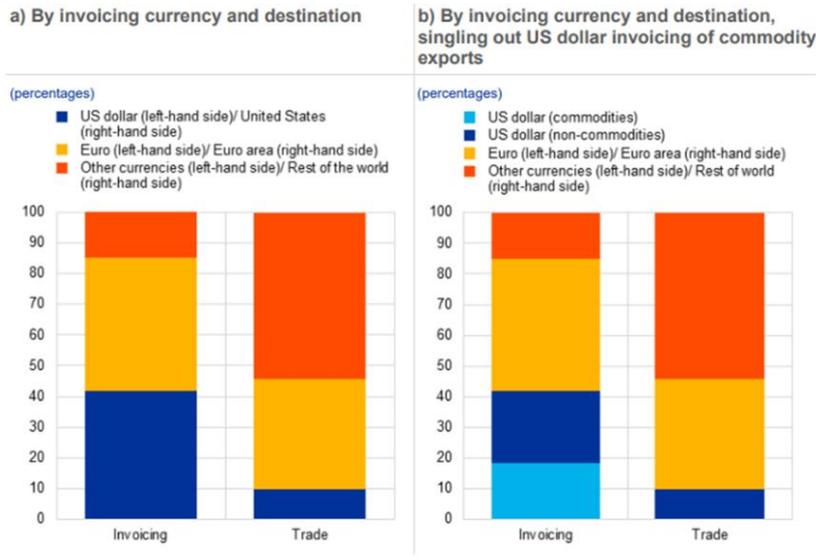
- 1) Secondo le previsioni correnti, **il peso della Cina sulla produzione industriale globale continuerà a crescere** nei prossimi anni, arrivando attorno a oltre un terzo del totale mondiale nel 2030;<sup>13</sup> **anche sul piano delle esportazioni** il ruolo della Cina non potrà quindi che rafforzarsi, e del resto già oggi la situazione appare profondamente mutata rispetto al passato: se nell'anno 2000 gli Usa erano il maggior partner commerciale della maggioranza dei Paesi del mondo, oggi questo primato è passato alla Cina. Da questo punto di vista un maggior ruolo del RMB come moneta di denominazione dei traffici commerciali costituirebbe in effetti un ribilanciamento coerente con l'evoluzione della geografia produttiva globale.



Fonte: Visual Capitalist

<sup>13</sup> UNIDO, *The future of industrialization. Building future-ready industries to turn challenges into sustainable solutions*, 2024.

- 2) Non è da sottovalutare l’impatto che una denominazione in valuta diversa dal dollaro di vaste porzioni del **mercato delle commodities** potrebbe avere sul sistema monetario globale. In effetti, oltre un terzo del commercio estero mondiale denominato in dollari è costituito proprio dal mercato delle materie prime (non solo energetiche), ad oggi in larghissima parte denominato in dollari. Si tratterebbe storicamente di un passaggio che potrebbe essere favorito dal quasi monopolio cinese sulle terre rare, materiali sempre più rilevanti per le industrie ad alto valore aggiunto.



Sources: ECB staff calculations based on the analysis in Boz et al. (2025) and updated and expanded data from Boz et al. (2022), Taiwan Ministry of Finance, IMF Direction of Trade Statistics and World Development Indicators.

Fonte: Ecb, *The international role of the euro*, June 2025

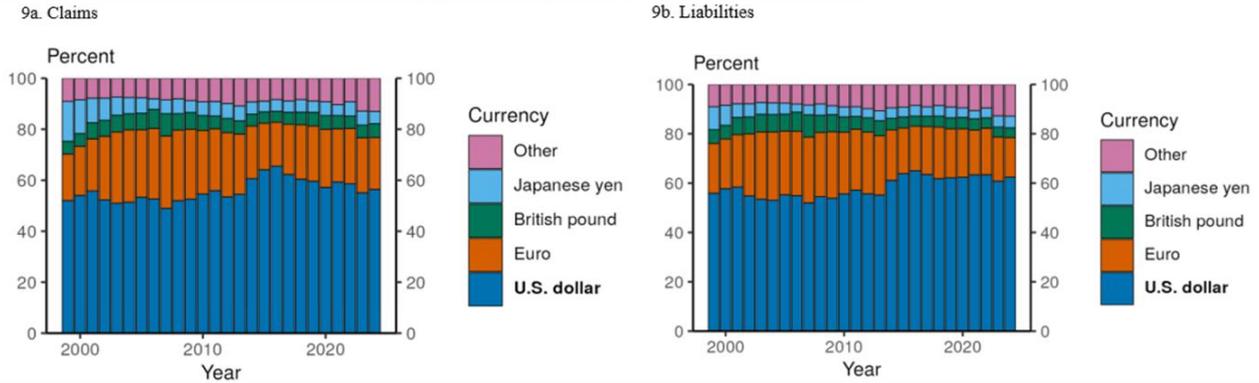
- 3) Il corrente indebolimento del **dollaro** potrebbe infine avere effetti significativi sul ruolo della divisa Usa anche come valuta di riferimento per i commerci internazionali. Tale ruolo, come si è già detto, è determinato dall’utilizzo del dollaro come valuta veicolo, utilizzo che a sua volta è legato a **stabilità del tasso di cambio e tendenziale apprezzamento nei casi di crisi generalizzata**. Entrambe queste caratteristiche appaiono **oggi meno garantite che in passato**.

Venendo a conclusione, dunque, le forze che spingono in direzione di una dedollarizzazione del commercio internazionale sono presenti e operanti. Per ora, tuttavia, a livello aggregato, l’impatto dei cambiamenti avvenuti appare marginale. Ciò nondimeno, **una maggiore diversificazione delle valute di denominazione del commercio appare verosimile**.

### 3) Flussi finanziari

L’ultimo fronte da considerare è quello dei semplici flussi finanziari. **Su questo fronte, la netta prevalenza del dollaro rimane tutt’oggi sostanziale**: oltre il 60% delle passività bancarie in valuta estera transnazionali sono in dollari, e la quota non sembra essersi significativamente ridotta nell’arco degli ultimi 25 anni, anzi sembra essere marginalmente cresciuta a partire dal 2008; lo stesso dicasi per quanto riguarda gli attivi bancari, ad oggi con poco meno del 60% del totale, anche in questo caso con un lieve aumento rispetto a inizio 2000.

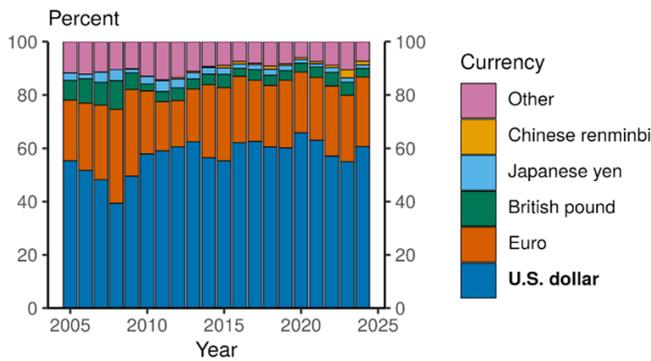
Figure 9. Share of international and foreign currency banking claims and liabilities



Fonte: C. Bertaut, B. von Beschwitz, and S. Curcuru, *The international role of the US dollar – 2025 edition*, Federal Reserve, July 15th, 2025.

Anche per quanto riguarda l'emissione di debito in valuta estera il dollaro rimane la valuta preferita dei mercati internazionali, con una quota pari a circa il 60% del totale, e in complessivo rafforzamento rispetto ai primi anni del 2000, quando sembrava che l'euro potesse rappresentare un'effettiva alternativa al dollaro nella finanza internazionale.

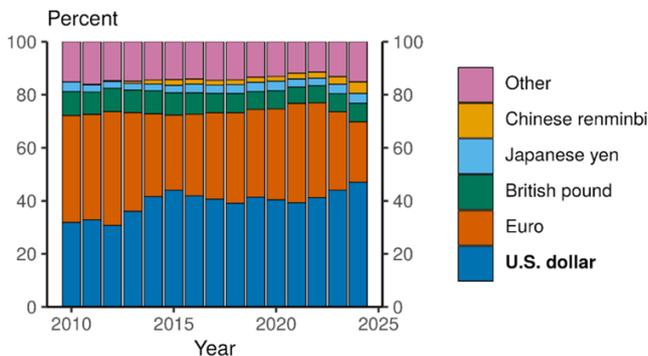
Figure 10. Share of foreign currency debt issuance



Fonte: C. Bertaut, B. von Beschwitz, and S. Curcuru, *The international role of the US dollar – 2025 edition*, Federal Reserve, July 15th, 2025.

Più difficile è esaminare il quadro per quanto riguarda le transazioni internazionali. Questo perché, se il dollaro mantiene una propria netta prevalenza nell'ambito delle transazioni bilaterali *over the counter* tra valute diverse, al contempo appare ancora poco chiaro quale dimensione abbiano raggiunto i pagamenti che avvengono attraverso infrastrutture differenti da Swift.

Figure 8. Share of international payments



Fonte: C. Bertaut, B. von Beschwitz, and S. Curcuru, *The international role of the US dollar – 2025 edition*, Federal Reserve, July 15th, 2025.

Se ci si ferma alle statistiche relative al sistema Swift, si può avere l'impressione che, dal 2020, il dollaro abbia rafforzato la sua posizione, specie nei confronti dell'euro. D'altra parte, gli anni successivi alla pandemia Covid-19 hanno visto moltiplicarsi le iniziative relative a **sistemi di pagamento e di messaggistica interbancaria diversi da Swift**, che dallo scoppio della guerra in Ucraina viene percepito in misura crescente come uno strumento di condizionamento geopolitico in mano agli Stati Uniti. Cina e Russia sono stati chiaramente tra i Paesi più vocali nel manifestare questa volontà di decoupling dalle infrastrutture finanziarie statunitensi, ma più in generale è l'intero mondo Brics a manifestare un crescente interesse verso soluzioni slegate dal sistema dollaro-centrico per i propri pagamenti transfrontalieri.

La tabella sottostante riporta alcune delle principali iniziative o annunci in questo senso:

Overview of selected news and statements on the use of alternative units to the major international currencies

Date	News and statements	Source
21/04/2025	China's central bank announces that it encourages state-owned enterprises to prioritise yuan usage in payment and settlement in their overseas expansion.	Reuters
14/03/2025	Russian oil companies have used Tether, bitcoin and ether, sources say. Crypto are a small but growing part of Russia's USD 192 billion oil trade. They are used to smooth conversion of yuan and rupees to roubles.	Reuters
04/03/2025	Hong Kong Exchanges and Clearing announces it is working to turn the HKMA's Central Moneymarkets Unit into an Asian international settlement house. The platform is envisioned to become an international securities house that can handle cross-border payments and multiple currencies.	Financial Times
27/12/2024	Finance minister Siluanov confirms that Russia is using bitcoin and other digital currencies for trade payments as part of its efforts to avoid G7 sanctions.	Regtechtimes
23/10/2024	BRICS members welcome the use of local currencies in financial transactions between BRICS countries and their trading partners. They also agree to discuss and study the feasibility of establishment of an independent cross-border settlement and depository infrastructure, BRICS Clear.	XVI BRICS Summit Kazan Declaration
27/2/2024	BRICS members meet in Brazil to discuss the BRICS Bridge payment platform.	Ledger Insights
31/1/2024	The Bank of Russia holds consultations with like-minded countries about use of CBDCs in cross-border payments.	Central Banking
16/1/2024	Four new countries join the Russian Financial Messaging System (SPFS), increasing the number of members to 20.	Interfax
16/1/2024	Trading volumes in Chinese yuan surpass those in US dollars on the Moscow Exchange in 2023.	Reuters
03/07/2023	Indian refiners start paying in yuan for Russian oil imports.	Reuters
14/06/2023	Pakistan starts paying in yuan for discounted oil from Russia.	Reuters

Sources: Reuters, Bloomberg L.P., Ledger Insights, Central Banking, Financial Times, Regtechtimes and Interfax.

Fonte: Ecb, *The international role of the euro*, June 2025

Per il momento, non risultano dati aggregati disponibili relativi ai volumi monetari su questi circuiti alternativi, in larga parte ancora nascenti. È quindi ragionevole che ad oggi l'equilibrio delle forze sul piano dei flussi finanziari rimanga in favore degli Stati Uniti e del dollaro. Nondimeno, lo sviluppo di un sistema di infrastrutture finanziarie autonome rispetto al sistema dollaro-centrico costituisce un passo di grande importanza in prospettiva di una dedollarizzazione internazionale. Questo perché, come osservato da diversi analisti, **tra i vantaggi alla base dell'ordine monetario internazionale incentrato sul dollaro** vi è anche la consolidata **disponibilità di una serie di infrastrutture necessarie a un efficiente movimento dei capitali tra le frontiere e tra le valute**. Si pensi anche alle linee di Swap della Federal Reserve, che contribuiscono a stabilizzare i flussi transattivi rendendo il più possibile semplice e rapido il rifornimento di dollari in caso di necessità. Ma se altri Paesi – e il candidato più probabile è chiaramente la Cina – dovessero riuscire a sviluppare tali infrastrutture abilitanti e stabilizzanti, assisteremmo ad uno spostamento di grandi volumi di capitali verso i nuovi sistemi.



## Dedollarizzazione: Mito o Realtà?

Concludendo, al netto di un perdurante predominio del dollaro nei flussi finanziari internazionali, si può affermare che le fondamenta di tale stato di cose poggiano sempre più sugli effetti di rete di cui il sistema consolidato – quello dollaro-centrico – può giovare. Al di là dunque dell'inerzia del sistema, è essenzialmente l'attrattiva dei mercati finanziari statunitensi a mantenere forte la domanda internazionale di dollari e la volontà di mantenersi ancorati al dollaro come standard internazionale. Ciò induce a ritenere **che l'attuale sistema potrebbe essere severamente colpito nel caso di una crisi finanziaria di proporzioni significative.**



## CONCLUSIONI

### 1. Principali risultati

Ricapitolando i passi principali di questa ricerca, si può concludere che:

- 1) **L'egemonia del dollaro negli ultimi 80 anni ha avuto modo di conservarsi anche a fronte del mutare dei fondamentali economici**, trovando di volta in volta equilibri diversi e facendo leva ora sul mercato del petrolio, ora sull'innovazione tecnologica, ora sulla vastità e liquidità dei **mercati finanziari** statunitensi. Questi ultimi, con il tempo, sono assurti a **sostegno principale della domanda internazionale di dollari**, a motivo della capacità dei listini statunitensi di offrire rendimenti elevati agli investitori internazionali. Allo stato attuale le quotazioni azionarie appaiono però molto tirate, con mercati trainati da un ridotto numero di titoli tecnologici; d'altra parte l'elevato debito pubblico statunitense rappresenta un vincolo per l'appetibilità dei titoli di Stato USA.
- 2) **L'aumento esponenziale del prezzo dell'oro** degli ultimi due anni riflette, oltreché un'avversione alla fase di incertezza che stanno attraversando le relazioni economiche internazionali, una **crescente sfiducia degli investitori verso le monete fiat**, e in particolar modo verso il dollaro. Quest'ultimo appare infatti ritenuto molto meno adatto che in passato a svolgere la funzione di **safe asset**, e dunque di riferimento principale del sistema monetario internazionale: un ruolo per il quale i mercati appaiono essere alla ricerca di un sostituto che non presenti i limiti delle monete fiat. Solamente l'oro sembra al momento essere in grado di svolgere questa funzione, come testimoniato dai forti acquisti anche da parte delle banche centrali.
- 3) Non si tratta però del prodromo di un nuovo gold standard, quanto del **sintomo dell'esigenza** sempre più avvertita **di un riordino dell'attuale sistema monetario internazionale**.
- 4) Al di là dell'andamento dell'oro, **le statistiche finanziarie aggregate non evidenziano un vero e proprio processo di dedollarizzazione**. Tuttavia, scendendo nel dettaglio, è possibile verificare come **mutamenti di rilievo** siano già **chiaramente in atto**, taluni dei quali in accelerazione. A tali processi si oppone, oltreché la forza di inerzia del sistema attuale e l'attrattività dei mercati finanziari USA, la disponibilità consolidata di **forti infrastrutture finanziarie legate al dollaro**, che non temono ad oggi rivali sul piano mondiale.

## 2. Linee di tendenza e possibili sviluppi

È ovviamente molto difficile azzardare previsioni sul futuro dell'ordine monetario internazionale.

Si possono però, sulla base dell'analisi contenuta nelle pagine che precedono, ipotizzare alcune plausibili linee di tendenza e possibili sviluppi della situazione.

- 1) È lecito ritenere che **il predominio del dollaro tra le valute internazionali di riserva continuerà a ridursi**. Questo alla luce del ribilanciamento già chiaramente in atto in termini di produzione e commercio mondiale, dal G7 a favore dell'Asia, e più in particolare dei paesi BRICS, e soprattutto di Cina e India.  
Allo stato attuale non sembra probabile che di questo processo possa beneficiare l'euro, mentre è possibile che continui la crescita di importanza di altre valute non tradizionali oggi sottorappresentate, tra cui renminbi.
- 2) Sotto il profilo delle transazioni internazionali, **strumenti alternativi a Swift appaiono destinati ad accrescere la loro importanza**, riducendo anche per questa via la centralità del dollaro nel sistema finanziario internazionale.
- 3) Ciò detto, una cosa è chiara: **nessuna valuta è oggi in grado di imporsi nel mondo come sostituto del dollaro nel suo ruolo attuale**. Da questo punto di vista il riferimento ai precedenti passaggi di testimone tra singole valute guida rappresenta una falsa analogia.
- 4) Sembra altamente **improbabile anche un ritorno al gold standard**, soprattutto alla luce dell'esperienza estremamente negativa maturata con la crisi e dissoluzione del gold standard nel Novecento.
- 5) Quindi, con tutta probabilità, **la dinamica attuale del prezzo dell'oro non è la corsa di un aspirante egemone, ma un indicatore dei profili di incertezza legati all'attuale ordine monetario mondiale**. Tale tendenza rialzista potrebbe proseguire, con maggiore o minore forza a seconda dell'inasprirsi o moderarsi delle tensioni commerciali, in attesa del raggiungimento di un nuovo equilibrio durevole a livello finanziario internazionale.
- 6) **Quali forme potrebbe assumere questo nuovo equilibrio?** Se appare improbabile una semplice sostituzione del dollaro da parte di un'altra valuta, molto più verosimile è uno scenario di **multipolarismo valutario**, in cui **diverse valute influenti** convivono – risultando prevalenti in determinate aree geografiche e settori ma non in altri – **senza la presenza di nessuna valuta egemone** come lo è stata negli ultimi 80 anni la valuta statunitense.
- 7) In questo scenario, anche **l'oro potrebbe svolgere un ruolo rilevante**: le banche centrali, in presenza di un ordine monetario internazionale senza egemone, avrebbero infatti interesse a detenere una certa quota di riserve in oro, al fine di difendersi da eventuali turbolenze sui mercati dei cambi tra le valute.
- 8) Questo assetto **lascerebbe** nondimeno **il sistema monetario internazionale esposto all'instabilità ingenerata dall'accumularsi di surplus o deficit** da parte di alcuni Paesi. Trovare una soluzione che sia in grado di affrontare anche questa problematica comporterebbe



nuovi accordi internazionali, sul modello di Bretton Woods.

- 9) Perché una nuova Bretton Woods possa vedere la luce, è però necessario che i singoli Paesi accettino di collaborare tra loro, anche tra avversari geopolitici. Sono condizioni che oggi non appaiono facili da soddisfare. È per questo che, **nel breve-medio periodo**, riteniamo che lo scenario più verosimile sia quello di **una transizione** – non mediata da accordi formali - **a un ordine di multipolarismo valutario**, con **diverse valute egemoni a livello regionale**.
  
- 10) **Non è scontato che si tratti di una transizione ordinata**, come sarebbe auspicabile. Né si può escludere una **nuova crisi finanziaria** a partire dai mercati statunitensi, come avvenuto nel 2007/2008. Una tale crisi avrebbe conseguenze difficilmente prevedibili sull'intero ordine finanziario internazionale. D'altra parte, essa potrebbe rendere i governi delle principali economie del mondo più inclini a una ridefinizione condivisa delle caratteristiche del sistema monetario globale.
  
- 11) **Una nuova Bretton Woods** non costituisce insomma il nostro baseline scenario nel breve-medio periodo, ma non ne va neppure esclusa a priori la possibilità nel lungo termine. Infatti un ordine monetario internazionale incentrato semplicemente su una pluralità di valute lascerebbe intatte diverse fonti di instabilità finanziaria, *in primis* l'assenza di meccanismi internazionali di correzione di deficit e surplus persistenti. Tali tensioni potrebbero invece essere governate attraverso istituzioni finanziarie multilaterali nel contesto di **un ordine monetario e finanziario** codificato in accordi stipulati a livello globale.