



Moneta e Credito

vol. 76 n. 304 (dicembre 2023)

Articoli

De-dollarizzazione: la sfida dei paesi BRICS

LUCIO GOBBI

Abstract:

La Grande Crisi Finanziaria (GCF) del 2007-2009 ha mostrato la fragilità del sistema finanziario internazionale dollaro-centrico. In risposta a tale crisi, nel 2009 nasceva il gruppo dei paesi BRICS (Brasile, Russia, India, Cina e Sudafrica), un consesso alternativo al G7 finalizzato a riformare la governance finanziaria globale. Oggi il dollaro è ancora saldamente la moneta egemone. Ciononostante, l'utilizzo di accordi bilaterali stipulati in monete locali tende a rafforzare l'importanza delle monete dei paesi appartenenti alla comunità BRICS. Il presente contributo approfondisce inoltre la funzione che l'oro potrebbe avere all'interno di un sistema monetario internazionale in cui l'utilizzo di sanzioni finanziarie da parte degli Stati Uniti e dei suoi alleati sia sempre più frequente.

De-dollarization: the challenge of the BRICS countries

The Great Financial Crisis (GCF) of 2007-2009 showed the fragility of the dollar-centric international financial system. In response to this crisis, the BRICS group of countries (Brazil, Russia, India, China and South Africa), an alternative forum to the G7 aimed at reforming global financial governance, was born in 2009. Today the dollar is still firmly the hegemonic currency. Nevertheless, the use of bilateral agreements concluded in local currencies tends to strengthen the role of the currencies of the countries belonging to the BRICS community. This paper also explores the function that gold could play within an international monetary system in which the use of financial sanctions by the United States and its allies is increasingly frequent.

Università di Trento,
email: lucio.gobbi@unitn.it

Per citare l'articolo:

Gobbi L. (2023), "De-dollarizzazione: la sfida dei paesi BRICS", *Moneta e Credito*, 76 (304), pp. 357-372.

DOI: <https://doi.org/10.13133/2037-3651/18421>

JEL codes:
E42, F33, F51

Keywords:
dollar hegemony, international monetary system, BRICS

Homepage della rivista:
<http://www.monetaecredito.info>

1. Il sistema monetario internazionale: cambiamenti, punti fissi e posizionamento dei BRICS

Il blocco originario dei paesi BRIC (Brasile, Russia, India e Cina) nasce nel 2009 come reazione alla Grande Crisi Finanziaria (GCF) esplosa nel 2007 e, a seguito dell'adesione del Sudafrica nel 2010, aggiorna il suo acronimo in BRICS. Se consideriamo che con la GCF si incrina radicalmente la narrazione secondo la quale la globalizzazione dei mercati reali e finanziari avrebbe garantito prosperità e ricchezza a tutti coloro che avessero abbracciato il processo, e che la globalizzazione dovesse necessariamente coincidere con una occidentalizzazione dei *latecomers*, non è difficile capire come in quegli anni, davanti alla crisi del modello di riferimento, fosse di prioritaria importanza mettere in discussione e riformare la governance politica ed economica globale.

L'obiettivo fissato dai BRICS è mutato nel tempo. Nel 2009 la loro azione era principalmente volta ad allargare la rappresentanza dei paesi membri nelle istituzioni



economiche internazionali; nel tempo, data l'assenza di un loro coinvolgimento effettivo, tale obiettivo è cambiato. Oggi, i loro sforzi sono principalmente volti a creare un consesso alternativo al G7 nel quale concepire politiche coordinate di sviluppo.

Nella prima dichiarazione dei paesi BRIC si legge:

Siamo impegnati a portare avanti la riforma delle istituzioni finanziarie internazionali, in modo da riflettere i cambiamenti dell'economia mondiale. Le economie emergenti e in via di sviluppo devono avere maggiore voce e rappresentanza nelle istituzioni finanziarie internazionali e i loro capi e alti dirigenti devono essere nominati attraverso un processo di selezione aperto, trasparente e basato sul merito (art. 3; Dichiarazione congiunta dei leader dei paesi BRIC, 2009).

Nella seconda dichiarazione si specifica come tale obiettivo sia nell'interesse collettivo. Si può leggere all'articolo 15:

Abbiamo concordato misure per promuovere il dialogo e la cooperazione tra i nostri paesi in modo incrementale, proattivo, pragmatico, aperto e trasparente. Il dialogo e la cooperazione dei paesi BRIC sono utili non solo per servire gli interessi comuni delle economie di mercato emergenti e dei Paesi in via di sviluppo, ma anche per costruire un mondo armonioso di pace duratura e prosperità comune (Art. 15; Dichiarazione congiunta dei leader dei paesi BRICS, 2010).

In questo lavoro ci occuperemo del rapporto tra le politiche di sviluppo economico e finanziario dei BRICS e il ruolo del dollaro come valuta internazionale. Al di là delle dichiarazioni ufficiali dei paesi aderenti al gruppo, è importante notare come paesi profondamente diversi e con obiettivi di politica economica e geopolitici differenti, talvolta confliggenti, possano condividere l'obiettivo comune di ridurre il peso del dollaro nel sistema economico e finanziario globale.

In retrospettiva, tale obiettivo sarebbe stato raggiungibile in maniera coordinata attraverso una ridefinizione del peso dei paesi BRICS nella governance economico e finanziaria globale. All'articolo 11 della dichiarazione dei paesi BRICS del 2010 leggiamo infatti:

Ci impegneremo per raggiungere una conclusione ambiziosa delle riforme in corso e da tempo attese delle istituzioni di Bretton Woods. Il FMI e la Banca Mondiale hanno urgentemente bisogno di affrontare i loro deficit di legittimità. La riforma delle strutture di governance di queste istituzioni richiede innanzitutto un sostanziale spostamento del potere di voto a favore delle economie di mercato emergenti e dei Paesi in via di sviluppo, per allineare la loro partecipazione al processo decisionale al loro peso relativo nell'economia mondiale (art. 11; Dichiarazione congiunta dei leader dei paesi BRICS, 2010).

A fianco alla riforma delle istituzioni monetarie e finanziarie, sarebbe stato necessario un coordinamento tra i policy maker nazionali e internazionali. La GCF aveva mostrato chiaramente l'inadeguatezza e inefficacia di un mondo a guida solamente occidentale. La linea proposta dai BRICS era di perseguire una stabilizzazione del sistema finanziario attraverso la promozione di accordi internazionali tra paesi.

Nell'interesse di promuovere la stabilità economica internazionale, abbiamo chiesto ai nostri ministri delle finanze e ai governatori delle banche centrali di esaminare gli accordi monetari regionali e di discutere le modalità di cooperazione tra i nostri Paesi in questo settore. Al fine di facilitare il commercio e gli investimenti, studieremo le possibilità di cooperazione monetaria, compresi gli accordi di regolamento commerciale in valuta locale tra i nostri Paesi (Art. 12; Dichiarazione congiunta dei leader dei paesi BRICS, 2010).

A 15 anni dalla GFC ha senso chiedersi cosa sia cambiato e quali siano le possibili evoluzioni del sistema monetario internazionale, in breve: a che punto è la sfida dei BRICS?

Dal 22 al 24 agosto 2023 si è tenuto a Johannesburg il meeting dei paesi BRICS (Brasile, Russia, India, Cina e Sudafrica), il cui obiettivo dichiarato era quello di concepire e implementare alternative alla cosiddetta *dollar hegemony*. Dal prossimo anno inoltre la comunità si allargherà ad altri sei paesi (Iran, Argentina, Egitto, Arabia Saudita, Emirati Arabi Uniti ed Etiopia), ridefinendosi così nel gruppo allargato BRICS+ (Seconda Dichiarazione congiunta dei leader dei paesi BRICS, 2023).

Per quanto riguarda il PIL, la tabella 1 mostra come i paesi BRICS+ rappresentino ormai una quota di circa il 30% del totale, laddove i paesi appartenenti al G7 rappresentano il 43%. Da notare che da sola la quota cinese è pari alla quota di PIL prodotta dai Paesi del G7 esclusi gli Stati Uniti.

Tabella 1 – Confronto tra il PIL dei paesi appartenenti al G7 e ai BRICS + nuovi aderenti

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

Fonte: Visual Capitalist.¹

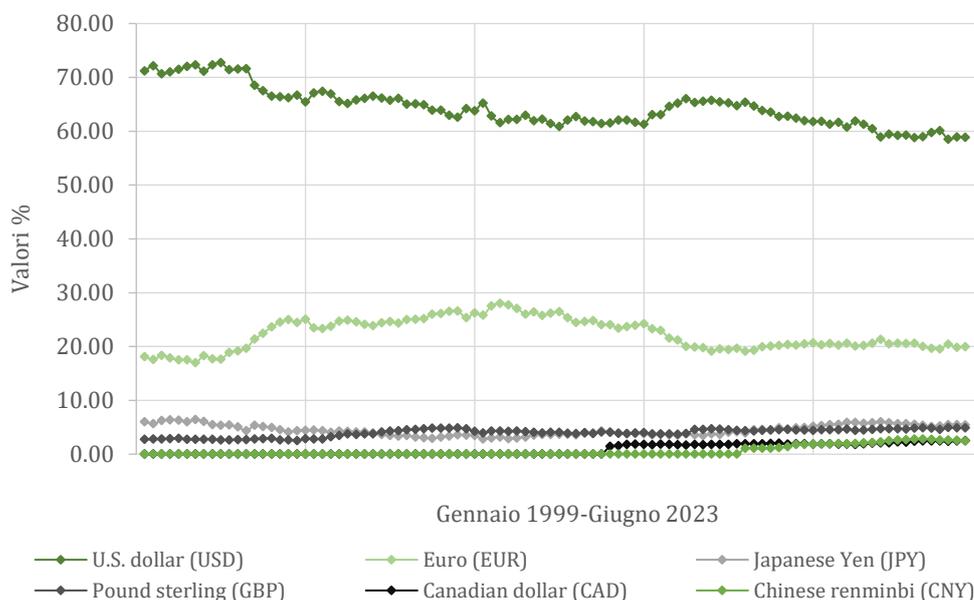
Analizzando la composizione delle riserve valutarie detenute dalle banche centrali (figura 1), notiamo come gli asset denominati in dollari siano ancora oggi la grande maggioranza, seguiti da quelli denominati in euro. Va tuttavia sottolineato che, tra il gennaio del 1999 e il giugno del 2023, il dollaro è passato da una percentuale del 71,2% a 58,9%, mentre l'euro ha toccato una percentuale del 28% prima della crisi dei debiti sovrani, per poi stabilizzarsi intorno al 20%. A seguire, con percentuali decisamente inferiori, troviamo lo yen giapponese, la sterlina inglese, il dollaro canadese e lo yuan cinese, rispettivamente con un peso del 5,4%, 4,87%, 2,49% e del 2,45%.

Quello che emerge dal grafico è che:

1. il ruolo degli asset denominati in dollari detenuti a riserva è costantemente in calo;
2. l'euro non si è imposto come sostituto del dollaro;
3. il declino relativo del dollaro è principalmente avvenuto a vantaggio di valute minori.

¹ Dati disponibili al link: <https://www.visualcapitalist.com/charted-comparing-the-gdp-of-brics-and-the-g7-countries/>

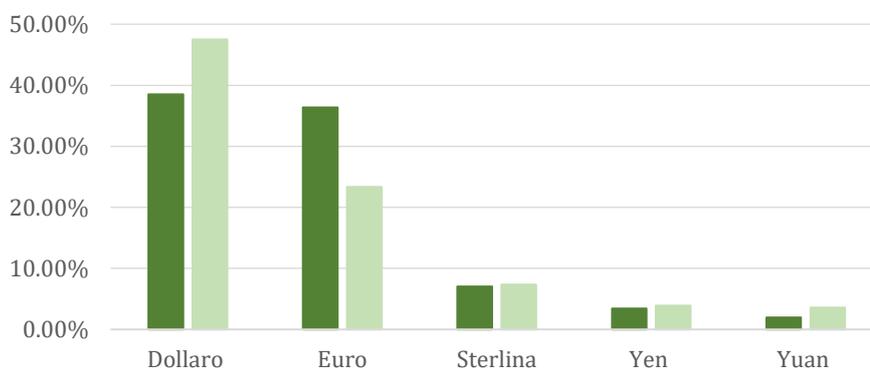
Figura 1 – Percentuale di riserve internazionali per valuta



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

Considerando la percentuale dei pagamenti internazionali effettuati tra il settembre 2020 e l'ottobre del 2023 (figura 2), il dollaro ha notevolmente rafforzato la propria posizione, passando dal 38,5% al 47,2% (un aumento di 8,7 punti percentuali). Sempre dalla figura 2 si evince anche il contestuale forte calo della percentuale di pagamenti in euro, che passano dal 36,3% al 23,4%, con una variazione di 12,9 punti percentuali a vantaggio delle principali valute concorrenti. Quanto al renminbi, la valuta cinese mostra una dinamica crescente, seppur contenuta a un aumento di 1,6 punti percentuali.

Figura 2 – Quota di pagamenti internazionali effettuati nel settembre 2020 (scuro) e in ottobre 2023 (chiaro). Scomposizione per valuta



Fonte: Swift (2023).²

² Dati disponibili al link: <https://www.swift.com/our-solutions/compliance-and-shared-services/business-intelligence/renminbi/rmb-tracker/rmb-tracker-document-centre>

Dalla recente letteratura emerge chiaramente come il dollaro non abbia *competitors* diretti in nessuna delle metriche solitamente utilizzate per analizzare la forza relativa delle monete (e.g. Arslanalp et al., 2022; Palley, 2022; Fantacci e Gobbi, 2023). In particolare, per quanto riguarda la dimensione finanziaria, il dollaro non ha rivali e anzi si registra una dinamica di rafforzamento (Fantacci e Gobbi, 2023). Ciononostante, il numero di accordi commerciali bilaterali tra stati regolati in monete nazionali è in costante aumento, e il profondo mutamento delle condizioni geopolitiche può portare a un mondo in cui l'erosione dell'egemonia del dollaro avverrebbe in modo graduale a beneficio di molteplici valute nazionali e dell'oro (Arslanalp et al., 2022)

In questa sezione abbiamo indicato le principali motivazioni che portarono alla nascita del gruppo BRICS nel 2009. Se ai tempi l'idea di costituire nuove istituzioni finanziarie ed economiche che affiancassero quelle a guida americana (ad es. IMF, Banca Mondiale) poteva apparire velleitaria, oggi sappiamo che non lo era.

Nel 2014, al sesto vertice dei BRICS a Fortaleza (Brasile) è stata istituita la Banca dei BRICS sotto forma di Nuova Banca di Sviluppo (New Development Bank, NDB) e del Contingent Reserve Arrangement (CRA) (Hooijmaaijers, 2022).

Lo scopo di tale banca è quello di mobilitare risorse finalizzate a finanziare progetti in infrastrutture e sviluppo sostenibile nei paesi BRICS+. Il capitale sottoscritto dalla NDB ammonta a 50 miliardi di dollari immediatamente disponibili, con un capitale autorizzato di 100 miliardi di dollari. Considerando la governance, l'organo direttivo è costituito dal consiglio dei governatori e dai ministri delle finanze dei 5 paesi BRICS e il potere di voto è proporzionale alle quote di capitale detenute da ogni paese. La capitalizzazione permette alla NDB di effettuare la propria raccolta a costi bassi con un vantaggio per tutti i membri (Hooijmaaijers, 2022) e di sfruttare i benefici della diversificazione dei prestiti concessi. Per quanto riguarda il CRA, esso consiste in una rete di sicurezza finanziaria che permette la fornitura di liquidità qualora si verificassero pressioni effettive o potenziali sulla bilancia dei pagamenti a breve termine.

Ad oggi è certo che i BRICS+ sono una comunità eterogenea che però condivide lo scopo di consolidare un mondo multipolare. In questa sede non ci occuperemo di analizzare gli obiettivi strategici, può o meno dichiarati, di ogni singolo membro della comunità BRICS+. Cercheremo invece di fornire una panoramica generale rispetto a come il loro comportamento stia o meno modificando la struttura del sistema monetario internazionale.

2. Il ritorno dell'oro e il nuovo concetto di riserva

Nella storia del capitalismo moderno (dal 1870 a oggi), l'evoluzione del sistema monetario internazionale ha un ruolo di particolare un'importanza (Eichengreen, 2008). Tale evoluzione è convenzionalmente articolata in tre fasi. La prima, caratterizzata dal *gold standard* a guida inglese (si veda De Cecco, 2017), la seconda, concepita alla conferenza di Bretton Woods (ad esempio Amato e Fantacci, 2012; Triffin, 1960, 1964), la terza, scaturita dall'abbandono del *gold exchange standard* (si vedano Amato e Fantacci, 2012; Eichengreen, 2008). Con l'eccezione del periodo tra l'inizio della prima e la fine della seconda guerra mondiale (vedi Eichengreen, 2008), è possibile legare ciascuna configurazione del sistema monetario internazionale alla coppia rappresentata da una moneta egemone e da una *commodity* di riferimento. Nello

specifico, nel primo sistema si evidenzia il rapporto oro-sterlina, dal secondo quello oro-dollaro e, infine, nel terzo quello petrolio-dollaro.

In un momento di ridefinizione o, quantomeno, di riassetto del sistema monetario internazionale, ha senso chiedersi che ruolo possa avere l'oro, fino al 1971 considerata la *commodity* di riferimento? È bene inoltre sottolineare come, per la gran parte degli anni in cui sono stati in vigore, né il *gold standard* né il *gold exchange standard* siano stati in grado di mantenere la conversione aurea rispettivamente di sterlina e dollaro (De Cecco, 2017; Amato e Fantacci, 2012). Ciononostante, il fatto che ci fosse un legame tra moneta e oro legittimava la convenzione che in quel momento reggeva il sistema monetario internazionale evitandone l'implosione. Con il termine convenzione, indichiamo la fiducia, che gli attori economici attribuivano al sistema, di ripristinare la convertibilità nel medio periodo.

Se si considera il prezzo dell'oro negli ultimi trent'anni (figura 3), il tasso di crescita del prezzo al chilogrammo è stato del 425%.³ Segmentando l'arco temporale in tre periodi si nota come il tasso medio di crescita sia stato del 4,5% nel primo decennio (1993-2003), del 197% nel secondo decennio (2004-2013) e del 71% nell'ultimo (2014-2023). L'oro è stato storicamente un bene rifugio che ha mostrato livelli di volatilità molto alti e che, nei periodi di crisi sistemiche, ha tendenzialmente aumentato il suo valore. Tale comportamento si è confermato emblematicamente nel corso della crisi finanziaria del 2007-2009 e della pandemia Covid 2019-21. Oggi, il prezzo dell'oro è ai livelli massimi, per l'effetto combinato dell'elevata domanda da parte di molte banche centrali, della crisi ucraina e del conflitto in medio oriente.

Figura 3 – Prezzo dell'oro (dollari/kg)



Fonte: FastMarkets, ICE Benchmark Administration, Thomson Reuters, World Gold Council.

Per quanto riguarda le tonnellate d'oro detenute da banche centrali, la tabella 2 mostra che, tra i primi dieci detentori al mondo, tre sono appartenenti alla comunità BRICS e che solo tali paesi hanno aumentato la loro quota nell'ultimo anno.

³ Dati disponibili al link: <https://www.gold.org/goldhub/data/gold-prices>

Tabella 2 – *Tonnellate d'oro detenuto a riserva presso la banca centrale (settembre 2023 e settembre 2022)*

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

Fonte: Trading Economics.⁴

Analizzando invece le riserve aggregate delle banche centrali (tabella 3), si osserva che cinque dei primi dieci paesi appartengono alla comunità BRICS+, oltre al fatto che la Cina è al primo posto per quantità assoluta di riserve detenute. La ragione di detenere uno stock di riserve in moneta estera o in oro è principalmente quella di difendere il proprio tasso cambio in momenti di crisi economica. Detenerne una quantità consistente segnala ai mercati solidità e indipendenza rispetto a shock esogeni (ad esempio si veda Panico et al., 2015).

Tabella 3 – *Riserve detenute presso la banca centrale (milioni di dollari; ultima rilevazione: novembre 2023)*

Cina	3.561,10	Giappone	1.311,70
India	592,45	Germania	319,97
Russia	576,08	Italia	245,88
Brasile	340,25	Stati Uniti	240,99
Sudafrica	60,96	Francia	238,28
		Regno Unito	210,48
		Canada	115,44

Fonte: Statista.⁵

Nel febbraio 2022, a seguito dell'invasione russa di parte del territorio ucraino, i paesi NATO e alcuni loro alleati hanno congelato gli asset finanziari russi, incluse le riserve ufficiali, detenuti presso le loro giurisdizioni. Tale misura era stata finora presa solo nei confronti di paesi con un peso nell'economia mondiale e un peso politico limitati (ad esempio Iran, Venezuela). In tal modo, il concetto stesso di riserva è stato modificato nel suo significato

⁴ Si veda il link: <https://tradingeconomics.com/country-list/gold-reserves>

⁵ Si veda il link: <https://www-statista-com.ezp.biblio.unitn.it/statistics/247231/currency-reserves-of-selected-countries/>

prettamente economico per il fatto di essere affiancato da uno politico. Ciò non può che avere effetti rilevanti sul sistema monetario internazionale e sulle relazioni politico-economiche tra paesi. In tale contesto, per tutti i paesi non in linea con le politiche degli USA si profila lo spettro del congelamento delle riserve.

Alla luce di tali avvenimenti l'incremento della quota di riserve detenute in oro appare del tutto razionale, dato che questo tipo di riserve sono per definizione immuni da sanzioni. Resta il fatto che la storia del sistema di Bretton Woods ha mostrato come sull'oro non sia possibile costruire un sistema monetario internazionale efficiente.

Dalla composizione delle riserve delle banche centrali emerge un altro tema rilevante. I sistemi monetari basati sull'oro hanno permesso l'avvicendamento tra il sistema del *gold standard* e quello del *dollar standard* attraverso una tortuosa "migrazione" di oro dall'Europa agli Stati Uniti, durata più di 25 anni. Il sistema di Bretton Woods nacque sull'ipotesi che il dollaro fosse convertibile in oro dato che gli Stati Uniti, principale creditore netto mondiale, ne possedevano una quantità tale da garantirne la convertibilità. Dalla fine degli anni '60 ciò non fu più possibile, causando l'implosione del sistema e la nascita del sistema di *fiat currency* anch'esso a guida americana.

Oggi, la gran parte delle riserve estere cinesi è detenuta in dollari. Questo implica che la Cina non può ridurre consistentemente e in breve tempo le proprie esposizioni in dollari senza diminuire il valore dei propri asset denominati in dollari.

Pertanto è possibile affermare che:

1. a causa dell'utilizzo del dollaro come arma (*weaponization*), si è osservato un aumento delle riserve ufficiali detenute in oro;
2. la maggior parte delle riserve della banca centrale cinese è detenuta in asset denominati in dollari;
3. il sistema delle sanzioni finanziarie può essere utilizzato dagli Stati Uniti e alleati per colpire potenze regionali come la Russia ma, allo stesso tempo, non può essere utilizzato per colpire la Cina. Il congelamento degli asset finanziari cinesi denominati in dollari porterebbe a una drastica riduzione della domanda di dollari a livello globale, a cui seguirebbe un deprezzamento della valuta americana difficilmente controllabile dalla Federal Reserve. Un disaccoppiamento repentino delle prime due economie al mondo per PIL non sembra sostenibile nel breve termine;
4. dal punto di vista teorico un ritorno al *gold standard* sarebbe fattibile. Tuttavia, considerando il dibattito corrente tra banchieri centrali, politici ed economisti appartenenti alle scuole di pensiero economico⁶ più considerate, tale opzione non appare plausibile.

Se l'oro non è un'alternativa percorribile, a maggior ragione vale la pena chiedersi se il "non-sistema post Bretton Woods" (Eichengreen, 2002) sia sostenibile nel lungo termine, e quale possa essere il punto di caduta accettabile anche da parte dei BRICS+. Dalla dichiarazione di Nixon dell'agosto del 1971 ad oggi, il sistema monetario internazionale si trova in un regime di *fiat currency*.

La sospensione della convertibilità del dollaro in oro, congiuntamente allo shock petrolifero del 1973 (Hallwood e Sinclair, 1981), alimentò l'inflazione che accompagnò le economie occidentali, seppur con diversa intensità, fino alla metà degli anni Ottanta. Al contempo, l'innovazione tecnologica e la graduale eliminazione delle restrizioni ai movimenti di capitale permisero di incanalare la liquidità in dollari verso le materie prime, riducendo

⁶ Scuola neoclassica, neokeynesiana e postkeynesiana.

gradualmente l'inflazione nelle economie dei paesi occidentali (si vedano Amato e Fantacci, 2012; Basosi, 2013). In questo modo è nato e si è sviluppato il sistema monetario basato sul rapporto informale tra petrolio e dollaro. Potremmo dire che la centralità del petrolio nel sistema produttivo globale ne abbia determinato anche la sua importanza finanziaria. La domanda è tuttavia: tale sistema è sostenibile anche oggi, in un'epoca in cui i paesi del G7 e la maggioranza dei BRICS sono impegnati in un processo, lento, di decarbonizzazione? Alla conferenza delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici del 2023 (COP28) è stato firmato l'accordo che invita i paesi contraenti ad allontanarsi gradualmente dall'uso dei combustibili fossili per la produzione di energia.⁷ Se tale accordo venisse rispettato, ci troveremmo di fronte a un nuovo assestamento del sistema monetario internazionale. Il ruolo del petrolio nell'attuale sistema è tanto importante quanto quello che ebbe l'oro nei regimi monetari passati. Al momento non è assolutamente chiaro quale possa essere il suo sostituto.

3. Legami forti o interessi di breve periodo?

Nella prima sezione abbiamo evidenziato come si osservi un lento depotenziamento del dollaro come moneta di riserva: se consideriamo il valore dei pagamenti transfrontalieri, la somma dei pagamenti in dollari, euro, yen e sterline è diminuita di circa 5 punti percentuali in tre anni.

Una parte della variazione è andata a favore dello Yuan: tra le principali cause di questo aumento si possono individuare i molteplici accordi commerciali stipulati in moneta cinese con paesi sudamericani, mediorientali, africani e asiatici.

Negli ultimi anni, il Brasile ha rafforzato gli accordi commerciali con la Cina. Nel 2022 sono stati siglati 20 nuovi accordi regolati in yuan o real brasiliani e tali accordi hanno permesso di accrescere il volume degli scambi bilaterali fra i due paesi (Aljazeera, 2023). La Cina ha concluso accordi simili in valuta locale anche con l'Argentina e il Cile. Il Sudafrica esporta in Cina quasi il 20% della sua produzione, e nel lungo periodo è previsto che la quota di contratti regolati in yuan o in rand aumenterà notevolmente. Anche il valore degli scambi commerciali tra India e Cina è aumentato; tra il 2012 e il 2022 l'aumento è stato dell'83% (Pravakar e Ashwani, 2023).

Il processo di internazionalizzazione dello yuan è saldamente nelle mani del governo cinese. Ad oggi, sono stati determinanti gli interventi e gli investimenti per sviluppare il sistema di pagamenti CIPS (Cross-border Interbank Payment System), che svolge una funzione rilevante anche per lo sviluppo del settore finanziario cinese oltre che per il successo della BRI (Belt and Road Initiative).

Tra le grandi innovazioni in grado di diffondere l'uso dello yuan su scala internazionale c'è indubbiamente il progetto di e-Yuan, attualmente in fase di sviluppo: finora organizzato come un'infrastruttura di pagamento digitale rivolta alle banche commerciali, si tratta di un progetto pilota con l'obiettivo di creare una Central Bank Digital Currency (CBDC) (Soderberg et al., 2022).⁸ Alcuni economisti sostengono che uno degli obiettivi principali dell'emissione di una CBDC da parte della People's Bank of China (PBoC) sia quello di espandere l'uso dell'e-CNY nel

⁷ Si veda il link: https://unfccc.int/sites/default/files/resource/cma2023_L17_adv.pdf

⁸ Una CBDC è un asset in forma elettronica che può svolgere essenzialmente la stessa funzione della moneta fisica, ossia facilitare le transazioni di pagamento (Bordo e Levin, 2017). Per un approfondimento sul tema si vedano, ad esempio, Meaning et al. (2018) e Temperini et al. (2024).

sistema dei pagamenti internazionali, al fine di erodere l'egemonia del dollaro come valuta internazionale (v., ad esempio, Fantacci e Gobbi, 2021; Fantacci et al., 2022).

Ulteriore segno del rafforzamento del processo di internazionalizzazione dello yuan è dato dal fatto che Cina e Arabia Saudita hanno raggiunto un accordo per uno swap valutario del valore di circa 7 miliardi di dollari. L'accordo triennale prevede un massimo di 50 miliardi di yuan o 26 miliardi di riyal. L'importanza di tale accordo è principalmente simbolica, data la centralità dell'Arabia Saudita nel mercato petrolifero.⁹

Tuttavia, come si evidenziava in precedenza, solo una parte di questa diminuzione dei pagamenti transfrontalieri regolati nelle prime quattro monete è avvenuta a favore dello Yuan.

Se si considera la Russia, le esportazioni denominate in dollari si sono ridotte nel corso degli anni, passando dall'80% nel 2013 a meno del 50% nel 2022. Si è registrato un aumento delle transazioni in rubli anche verso paesi, come la Turchia, appartenenti al blocco NATO. Il medesimo andamento è riscontrabile sul piano degli scambi aggregati: O'Neill (2023) segnala come la quota russa di scambi valutari in dollari sia passata dall'88% al 58,8% in quattro anni.

Fantacci et al. (2022) hanno indagato come la Russia abbia cercato di proteggere dalle sanzioni il proprio sistema di pagamenti e come, similmente alla Cina, abbia sviluppato a tal fine un sistema di pagamento autonomo (SPFS) con le stesse caratteristiche di SWIFT. Allo stesso tempo, dal 2014 è attivo un sistema di carte di credito, chiamato Mir, che fin dal principio è stato utilizzato per pagare gli stipendi dei dipendenti pubblici, che oggi si è affermato come il sistema di carte più diffuso nel paese e utilizzato anche in altri 12 paesi.

Ciononostante, rimangono i problemi russi relativi ai rapporti commerciali bilaterali. Ad esempio, molti accordi commerciali tra India e Russia che prevedevano il pagamento in rupie sono stati sospesi a causa dei crescenti squilibri della bilancia commerciale tra i due paesi. Le autorità russe sono infatti convinte che un elevato divario commerciale a proprio favore potrebbe determinare un surplus annuale in termini di rupie pari a oltre 40 miliardi di dollari nel 2023 (Reuters, 2023).

A causa di questo problema, l'India sta cercando di ridurre il proprio deficit di partite correnti. Nell'ultimo anno, l'India ha registrato un surplus commerciale con la Tanzania e il Brasile rispettivamente di 1,39 e 3,25 miliardi di dollari (Shashwat, 2023). Secondo i dati del Ministero del Commercio Indiano, il deficit commerciale con Sudafrica, Senegal e Argentina è minimo. La strategia indiana sembra quella di approfittare del proprio peso negoziale per imporre accordi commerciali regolati in rupie a paesi africani e sudamericani (Shashwat, 2023).

Alla luce di questi dati emerge quanto segue:

1. i paesi BRICS+ stanno godendo dei benefici derivanti dalla crescita dell'integrazione commerciale tra le loro economie;
2. l'utilizzo di valute nazionali e di accordi bilaterali tra paesi tende a svilupparsi secondo una logica economico-politica che riflette i rapporti di forza tra paesi. La gerarchia monetaria interna ai BRICS+ sembra essere: yuan, rublo, rupie, real e rand.
3. le CBDCs possono essere uno strumento per efficientare i pagamenti internazionali non in dollari. Al momento la Cina sembra avere un vantaggio competitivo in questa dimensione rispetto a tutti gli altri paesi.

⁹ Si veda il link: <https://www.reuters.com/markets/currencies/china-saudi-arabia-central-banks-sign-local-currency-swap-agreement-2023-11-20/>

3. Potenza militare e sistema monetario internazionale

Le dinamiche che determinano il sistema monetario internazionale non sono indipendenti dai rapporti di forza militari tra paesi. La capacità di alcuni paesi di rifinanziare i propri debiti pubblici non dipende esclusivamente dai fondamentali economici ma anche, in ultima istanza, dalla loro capacità di appropriarsi con la forza di materie prime o di imporre i propri interessi alle controparti (Eichengreen, 2008; Palley, 2022).

Fantacci e Gobbi (2018) hanno mostrato come, dal secondo dopoguerra in poi, gli Stati Uniti abbiano potuto finanziare le loro spese militari grazie alla produzione di un *safe asset* (debito pubblico americano) facilmente negoziabile sui mercati finanziari internazionali.

Palley (2022) ha indagato le dimensioni chiave necessarie al fine di esercitare un'egemonia monetaria. La dimensione militare è tra le variabili chiave per affermare e mantenere una posizione preminente nel sistema monetario internazionale.

In tabella 4 si può osservare la quantità di risorse impiegate da ciascun paese e la percentuale di spesa militare globale per primi 10 paesi nel 2022. Gli USA, con il 39% della spesa mondiale, sono il primo paese, seguiti da Cina e Russia. I paesi BRICS+ tendenzialmente spendono una quota maggiore in termini assoluti rispetto ai paesi alleati degli USA.

Tabella 4 – Spesa militare globale

Paese	Spese militari in miliardi di \$	% di spesa militare globale
Stati Uniti	876,9	30,0
Cina	292,8	13,0
Russia	86,4	3,9
India	81,4	3,6
Arabia Saudita	75,0	3,3
Regno Unito	68,8	3,1
Germania	55,8	2,5
Francia	53,6	2,4
Corea del Sud	46,4	2,1
Giappone	46,0	2,1

Fonte: SIPRI (2023).

Tra il 2018 e il 2022 gli Usa sono stati anche il primo esportatore di armi al mondo, con il 45% della spesa mondiale, seguiti da Russia, Francia e Cina con rispettivamente il 16%, l'11% e il 5,2%. Il primo importatore al mondo è stata l'India (11% del totale degli acquisti) seguito da Arabia Saudita (9,6%) e Qatar (6,4%). Da questi dati si nota come sia atto una corsa agli armamenti da parte dei BRICS+ al fine di colmare il gap di dotazioni militari rispetto ai paesi del G7 (tabella 5).

Tabella 5 – *Principali esportatori e importatori di sistema d'arma, 2018-2022*

Principali esportatori e importatori di sistema d'arma				
Posizione	Esportatore	Quota sulla spesa globale (%)	Importatore	Quota sulla spesa globale (%)
1	Usa	40	India	11
2	Russia	16	Arabia Saudita	9,6
3	Francia	11	Qatar	6,4
4	Cina	5,2	Australia	4,7
5	Germania	4,2	Cina	4,6
6	Italia	3,8	Egitto	4,5
7	Regno Unito	3,2	Corea del Sud	3,7
8	Spagna	2,6	Pakistan	3,7
9	Corea del Sud	2,4	Giappone	3,5
10	Israele	2,3	Usa	2,7

Fonte: SIPRI (2023).

Tale gap si allargherà o diminuirà il base alla capacità dei BRICS+ di de-dollarizzare il mondo, in quanto il pagamento in dollari delle forniture rende le stesse più onerose per i BRICS+ che per gli USA. Ad oggi, la leadership degli Stati Uniti nella spesa militare è ancora forte, ma dalla comparazione tra le spese militari del 2009 e quelle del 2022 emerge una riduzione consistente (dal 4,9% al 3,5% del PIL). Sostenere spese militari è estremamente oneroso, specialmente per paesi altamente indebitati o con disavanzi commerciali persistenti. A tal proposito, dalle figure 4a e 4b emerge una forte eterogeneità tra entrambi i gruppi di paesi (G7+ e BRICS+) in relazione a due variabili chiave per il finanziamento della spesa militare: il livello di debito pubblico in percentuale del PIL e il conto corrente in percentuale del PIL. Dai grafici si evince che, tendenzialmente, i paesi appartenenti al blocco occidentale sono più indebitati di quelli appartenenti alla comunità BRICS+; tale status non è però sempre verificato. Si veda ad esempio il caso tedesco oltre a quelli di diversi paesi del nord ed est Europa alleati con gli Stati Uniti. Considerando il conto corrente della bilancia dei pagamenti non emerge una dinamica chiara. Si nota invece come i paesi esportatori di materie prime appartenenti ad entrambi i gruppi registrino dei surplus commerciali (ad esempio Svezia, Norvegia, Russia, Arabia Saudita). Non si rileva un blocco omogeneo composto da paesi creditori e uno da paesi debitori. Si segnala a tal proposito che nella comunità BRICS+ ci siano paesi come India, Brasile e Sudafrica che nel 2022 hanno registrato un deficit di risorse finanziarie insieme a paesi come Russia e Arabia Saudita storicamente in surplus.

Se l'integrazione tra le diverse economie dei paesi membri è il punto di forza dell'alleanza tra i BRICS+, non si può dire lo stesso dal punto di vista militare. Basti pensare che l'India appartiene al gruppo QUAD (Dialogo di sicurezza quadrilaterale, Quadrilateral Security Dialogue) insieme a Australia, Giappone e Stati Uniti. Il QUAD è nato a seguito dello tsunami del 2004 come una alleanza tra i suddetti paesi al fine di fornirsi assistenza umanitaria in caso di disastri naturali. Con il passare degli anni tale accordo sembra essersi trasformato in un'alleanza il cui fine principale sia quello di contenere eventuali mire espansionistiche cinesi (*The Guardian*, 2022). Allo stesso tempo tra Cina e India nel 2020 sono nate delle tensioni riguardanti la definizione dei confini nella Galwan Valley sfociate in scontri armati che hanno portato a 20 morti (Markey e Scobell, 2023). Questo non ha però compromesso gli scambi commerciali tra i due paesi.

Figura 4a – Rapporto debito pubblico su PIL (%), 2022

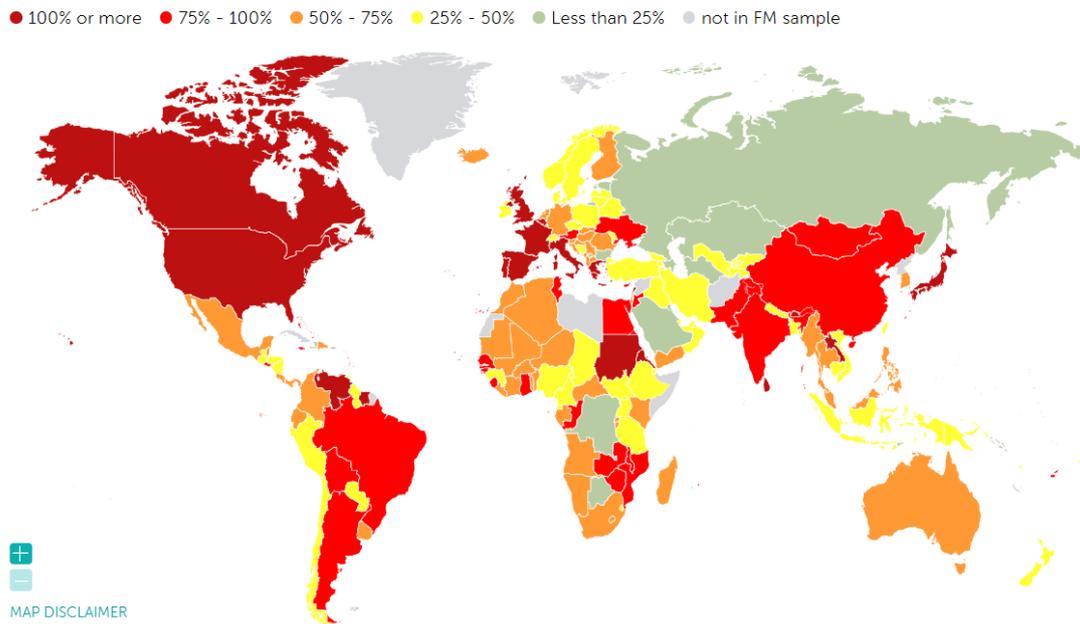
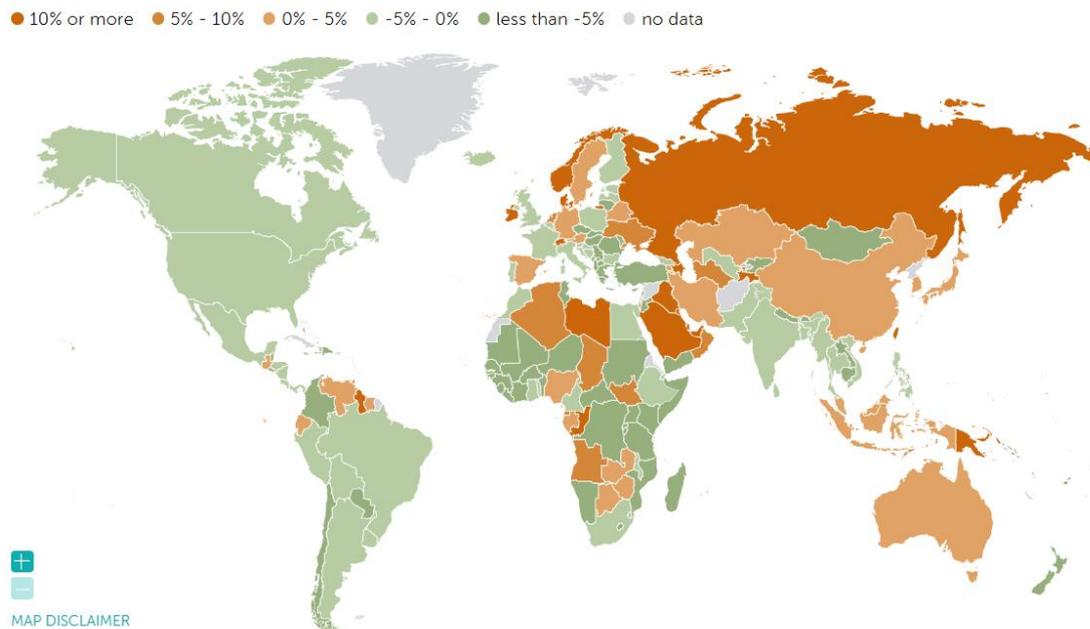
Fonte: IMF.¹⁰

Figura 4b – Saldo di conto corrente della bilancia dei pagamenti in % del PIL, 2022

Fonte: IMF.¹¹

¹⁰ Si veda il link: https://www.imf.org/external/datamapper/GGXWDG_NGDP@WEO/OEMDC/ADVEC/WEO/WORLD

¹¹ Si veda il link: https://www.imf.org/external/datamapper/BCA_NGDPD@WEO/FRA/GBR/DEU

Dalla nostra analisi emerge che, complessivamente:

1. l'egemonia monetaria è correlata positivamente con la potenza militare di un paese;
2. gli Stati Uniti hanno ottenuto la superiorità militare ed economica durante la seconda guerra mondiale, cosa che ha garantito loro costanti rendite finanziarie le quali hanno potuto essere riutilizzate per rinforzare la propria egemonia militare;
3. in termini relativi, gli alleati degli Stati Uniti stanno perdendo terreno, rispetto alla comunità BRICS+, nella capacità di finanziare la spesa militare;
4. all'interno della comunità BRICS+ ci sono interessi eterogenei e le alleanze militari tra paesi non si sovrappongono perfettamente a quelle economiche.

4. Considerazioni finali

La presente analisi mostra come l'egemonia del dollaro non sia al momento in discussione. Ciononostante, è un fatto che l'integrazione commerciale e finanziaria tra i paesi BRICS+ stia aumentando, principalmente attraverso accordi bilaterali spesso regolati in monete locali. Questa dinamica potrebbe portare alla lenta erosione dell'egemonia monetaria americana. Tale consapevolezza è condivisa da molti analisti e policy maker. Come afferma Carla Norrlöf (2023):

Eppure il pessimismo sul futuro del dollaro abbonda. Rana Foroohar del *Financial Times* ha messo in guardia da un "mondo post-dollaro"; il suo collega Martin Wolf teme che il dominio del dollaro lasci il posto a un sistema monetario internazionale bipolare, con gli Stati Uniti a un'estremità e la Cina all'altra. Gita Gopinath, vice direttore generale del Fondo Monetario Internazionale (FMI), vede le sanzioni come l'inizio di un ordine monetario frammentato e multipolare. Anche le grandi banche sono scettiche sulle prospettive di una continua dominanza del dollaro. Zoltan Pozsar del Credit Suisse ritiene che si prospetti un ordine valutario multipolare, basato sulle materie prime. Un anno fa, Cristina Tessari e Zach Pandl di Goldman Sachs avevano ammonito che il dollaro avrebbe potuto seguire il destino della sterlina britannica e diventare una valuta di secondo livello.

Al contempo, i limiti degli accordi commerciali bilaterali sono tanti e non solo economici. Tali accordi tendono infatti a far prevalere l'utilizzo delle valute dei paesi economicamente e politicamente dominanti. Per i paesi aderenti al gruppo BRICS+ questo potrebbe diventare un freno a una espansione armoniosa del commercio. Se in futuro all'egemonia americana dovesse sostituirsi quella cinese, tutti i problemi che gli attuali membri della comunità BRICS+ denunciano rimarrebbero tali. L'unico paese a trarne vantaggio sarebbe la Cina.

La sfida che tutti i paesi dovrebbero porsi, piuttosto che quella di cercare di invertire la gerarchia tra monete dominanti e dominate, è quella di concepire una moneta veramente internazionale. Citando Fantacci e Gobbi (2023, p. 42-43) si potrebbe dire che:

Come molti hanno sottolineato, il peccato originale del sistema monetario internazionale consiste nell'utilizzo di una valuta nazionale come valuta globale (Keynes, [1941] 1960; Triffin, 1960; Rueff, 1971; Zhou, 2009; Eichengreen, 2011). L'aumento degli squilibri globali e le conseguenti tensioni politiche derivano dal nesso tra offerta di liquidità globale e il deficit della bilancia dei pagamenti del paese che emette la valuta internazionale. La soluzione definitiva a questo dilemma risiede nella creazione di una valuta veramente globale.

Al momento, il progetto della costituzione di nuova moneta autenticamente sovranazionale, cioè di una moneta che non sia la valuta di nessun paese, non sembra all'ordine giorno.

Riferimenti bibliografici

- Aljazeera (2023), "Lula and Xi pledge to boost ties in Beijing meeting", 14 aprile, disponibile al link: <https://www.aljazeera.com/news/2023/4/14/lula-and-xi-pledge-to-boost-ties-in-beijing-meeting>
- Amato M. e Fantacci L. (2012), *The End of Finance*, Cambridge: Polity Press.
- Arslanalp S., Eichengreen B. and Simpson-Bell C. (2022), "The Stealth Erosion of Dollar Dominance: Active Diversifiers and the Rise of Nontraditional Reserve Currencies", *IMF Working Papers*, n. 22/58, Washington (DC): International Monetary Fund; disponibile al link: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2022/03/24/The-Stealth-Erosion-of-Dollar-Dominance-Active-Diversifiers-and-the-Rise-of-Nontraditional-515150>
- Basosi D. (2013), *Finanza e Petrolio. Gli Stati Uniti, l'oro nero e l'economia politica internazionale*, Venezia: La Toletta.
- Bordo M. e Levin A.T. (2017), "Central Bank Digital Currency and the Future of Monetary Policy", *NBER Working Papers*, n. 23711, Cambridge (MA): National Bureau of Economic Research.
- De Cecco M. (2017), *Moneta e impero*, Roma: Donzelli Editore.
- Eichengreen B. (2002), *Financial Crises and What to Do About Them*, New York: Oxford University Press.
- Eichengreen B. (2008), *Globalizing Capital: A History of the International Monetary System*, Princeton (NJ): Princeton University Press.
- Eichengreen B. (2011), *Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System*, New York: Oxford University Press.
- Fantacci L. e Gobbi L. (2018), "Mobile capital as the ultimate form of war finance", in Pixley J. e Flam H. (eds.), *Critical Junctures in Mobile Capital* (pp. 93-112), Cambridge: Cambridge University Press.
- Fantacci L. e Gobbi L. (2021), "Stablecoins, Central Bank Digital Currencies and US Dollar Hegemony. The Geopolitical Stake of Innovations in Money and Payments", *Accounting, Economics, and Law: A Convivium*, disponibile al link: <https://doi.org/10.1515/ael-2020-0053>
- Fantacci L. e Gobbi L. (2023), "The Future of the International Monetary System: Geopolitics and Technology", in Bilotta N. e Botti F. (eds.), *Digitalization and Geopolitics: Catalytic Forces in the Future International Monetary System* (pp. 19-47), Roma: Edizioni Nuova Cultura, Istituto Affari Internazionali.
- Fantacci L., Gobbi L. e Luciani D. (2022), "Bene pubblico globale o arma finanziaria? L'egemonia del dollaro alla prova delle sanzioni", *Moneta e Credito*, 75 (298), pp. 123-147.
- Hallwood P. e Sinclair S.W. (1981), *Oil, Debt and Development. OPEC in the Third World*, London: G. Allen & Unwin.
- Hooijmaaijers B. (2022), "The Internal and External Institutionalization of the BRICS Countries: The case of the New Development Bank". *International Political Science Review*, 43(4), pp. 481-494.
- Keynes J.M. ([1941] 1980), "Proposals for an International Currency Union, Second Draft, November 18, 1941", in Moggridge D. (ed.), *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Vol. 25, *Activities 1940-1944. Shaping the Post-World War: The Clearing Union* (pp. 42-66), London: Macmillan; disponibile al link: <http://la.utexas.edu/users/hcleaver/368/368keynesoncu.htm>
- Markey D. e Scobell A. (2023), "Three Things to Know About China-India Tensions", *United States Institute for Peace*, Disponibile al link: <https://www.usip.org/publications/2023/10/three-things-know-about-china-india-tensions>
- Meaning J., Dyson B., Barker B. e Clayton E. (2018), "Broadening narrow money: monetary policy with a central bank digital currency", *Bank of England Working Paper*, n. 724, London: Bank of England.
- Norrlöf C. (2023), "The Dollar Still Dominates. American Financial Power in the Age of Great-Power Competition", *Foreign Affairs*, 21 febbraio; disponibile al link: <https://www.foreignaffairs.com/united-states/dollar-still-dominates>
- O'Neill J. (2023), "Does an Expanded BRICS Mean Anything?" *Project-syndicate*, 25 agosto; disponibile al link: <https://www.project-syndicate.org/commentary/brics-expansion-potential-and-limitations-by-jim-o-neill-2023-08?barrier=accesspaylog>
- Palley T. (2022), "Theorizing Dollar Hegemony, Part 1: The Political Economic Foundations of Exorbitant Privilege", *PKES Working Papers*, n. 2220, London: Post-Keynesian Economics Society; disponibile al link: https://www.postkeynesian.net/downloads/working-papers/PKWP2220_v2.pdf
- Panico C., Purificato F. e Sapienza E. (2015), "Benefici, problemi e prospettive dell'integrazione monetaria in Europa", *Moneta e Credito*, 68 (271), pp. 305-339.
- Pravakar S. e Ashwani, B. (2023), "Rising India-China Trade Deficit: Policy for Bridging the Gap", *Economic and Political Weekly*, 9 settembre, 58 (36), disponibile al link: <https://www.epw.in/journal/2023/36/discussion/rising-india%E2%80%93china-trade-deficit.html>
- Reuters (2023), "Exclusive: India, Russia suspend negotiations to settle trade in rupees", disponibile al link: <https://www.reuters.com/markets/currencies/india-russia-suspend-negotiations-settle-trade-rupees-sources-2023-05-04/>
- Rueff J. (1971), *The Monetary Sin of the West*, New York: Macmillan; disponibile al link: <https://mises.org/library/monetary-sin-west>

- Shashwat S. (2023), "Brazil, South Africa may be next for India's bilateral currency settlement plan: Report", disponibile al link: <https://www.wionews.com/business-economy/brazil-south-africa-may-be-next-for-indias-bilateral-currency-settlement-plan-report-623853>
- SIPRI (2023), *SIPRI Yearbook 2023: Armaments, Disarmament and International Security*, Stoccolma: Stockholm International Peace Research Institute; disponibile online: https://www.sipri.org/sites/default/files/2023-06/yb23_summary_en_1.pdf.
- Soderberg G., Bechara M., Bossu W., Che N.X., Davidovic S., Kiff J., Lukonga I., Mancini Griffoli T., Sun T. e Yoshinaga A. (2022), "Behind the Scenes of Central Bank Digital Currency: Emerging Trends, Insights, and Policy Lessons", *FinTech Notes*, n. 2022/004, Washington (DC): International Monetary Fund; disponibile al link: <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/FTN063/2022/English/FTNEA2022004.ashx>.
- SWIFT – Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication (2023), *RMB Tracker*, October; disponibile al link: <https://www.swift.com/swift-resource/251985>.
- Temperini J., D'Ippoliti C e Gobbi L. (2024), "Is the Time Ripe for Helicopter Money? Growth Impact and Financial Stability Risks of Outright Monetary Transfers", *Structural Change and Economic Dynamics*, 69, pp. 24-36.
- The Guardian* (2022), "What is the Quad, and how did it come about?", 24 marzo, disponibile al link: <https://www.theguardian.com/world/2022/may/24/what-is-the-quad-and-how-did-it-come-about>
- Triffin R. (1960), *Gold and the Dollar Crisis: The Future of Convertibility*, New Haven (CT): Yale University Press.
- Triffin R. (1964), "The Evolution of the International Monetary System: Historical Reappraisal and Future Perspectives", *Princeton Studies in International Finance*, n. 12, June, Princeton (NJ): International Finance Section, Department of Economics, Princeton University.
- Zhou X. (2009), "Reform the International Monetary System", 23 marzo, disponibile al link: <https://www.bis.org/review/r090402c.htm>