Marcello Messori
(EUI e IEP)
QUALE FUTURO PER LA DOMINANZA DEL DOLLARO

GEOPOLITICA E FINANZA. Le lezioni della storia, le sfide dell'oggi

Università cattolica, Milano

22 ottobre 2026

Tesi dell'intervento

- Grandi eventi dell'ultimo mezzo secolo (1971-2022):
  Fine di Bretton Woods (1971-'73);
  Creazione dell'euro area (1999-2002);
  Crisi finanziaria internazionale (2007-'09);
  Fratture nella concorrenza cooperativa internazionale (2016);
  Aggressione russa dell'Ucraina (2022).
  Shock geo-politici pre-2025 con cruciale persistenza:
  - dollaro come moneta dominante;
  - titoli pubblici statunitensi (*treasury*) come *safe asset* nei mercati internazionali.
- Attuali assetti internazionali (2025-2026) ➔
  - Crisi della centralità statunitense senza sostituti credibili.

1. Determinanti dell'attuale crisi

- Cause generali dei 'muri che crollano': la crisi della centralità di dollaro e *treasury* 🡸
  Fine di forme (anche molto imperfette) di multilateralismo;
  Rottura dell'alleanza atlantica e dell'accordo economico 'nascosto', alla base della difesa statunitense della UE;
  Caduta nella domanda e nello *stock* dei titoli pubblici US riconducibili alla Cina e al Sud globale.
- Implicazione:
  crollo delle basi di mercato e geo-politiche a fondamento del dominio del dollaro.

1. Determinanti dell'attuale crisi

- Cause contingenti ma con effetti di medio periodo (USA):
  - Debiti gemelli (bilancia commerciale e bilancio pubblico) fuori controllo *vs.* precedente posizione finanziaria debitoria verso l'estero + inflazione;
  - Politica fiscale pro-ciclica a forte impatto inflazionistico;
  - Perdita di indipendenza della FED con alta probabilità di nuove forme di 'dominanza fiscale' e 'dominanza finanziaria'.
- Ciò porta a distorsioni dei prezzi e dei rendimenti nei mercati obbligazionari = livelli insostenibili dei tassi di interesse a lungo termine.
- Tentativi di aggiustamento negli USA = fallimentari.

2. Le prime reazioni

- Tentativi (importanti ma insufficienti) di risposta:
  - Trasformazione dei BRIC in ‘Sud globale’ a traino cinese (con creazione di istituzioni finanziarie transnazionali);
  - Accordi UE con varie aree su base neo-mercantilista;
  - Pressione commerciale della Cina anche come traino della moneta.
- Tali tentativi importanti ma privi di basi internazionali credibili:
  - Euro e renmbinbi non sono adeguati né come mezzo di scambio né come riserva di valore;
  - Relativi mercati finanziari sono frammentati, illiquidi e – comunque – troppo sottili rispetto al mercato statunitense.

3. Possibili uscite dalla crisi

- Decentramento radicale fondato su *Stable coin* e transazioni al di fuori di mercati regolamentati → molto improbabile ma non impossibile.
  Maggiori problemi: instabilità, non-tutela della concorrenza, mancanza di prestatori di 'ultima istanza'.
- Sostituzione del dollaro e dei *treasury* con euro e debito pubblico europeo → quasi-impossibile dati i divari in termini di *stock* oltreché di flussi.
  Maggiori problemi: identità politiche sovraniste, illiquidità, frammentazioni di mercato (debito europeo non è un debito sovrano).
- Indici sintetici di metalli e materie prime → ritorno al passato coperto da possibili strumenti finanziari innovativi.

3. Possibili uscite dalla crisi

- Date:
  le dimensioni del mercato finanziario statunitense;
  il dominio del dollaro come mezzo internazionale di scambio
  ← mancanza di alternative.
- Soluzione più credibile (in presenza di aggiustamenti parziali degli squilibri contingenti):
  - nessuna rottura radicale in termini di moneta internazionale e *safe asset*;
  - graduale creazione di circuiti e di strumenti alternativi ma con portata ancora locale (specie nel Sud globale).
- Risultato: funzionamento sempre più inefficiente e instabile del vecchio ordine monetario internazionale perché privato di affidabili mercati internazionali e di accordi geo-politici.

4. I potenziali spazi europei

- Condizioni (irrealistiche) per la costruzione di un *safe asset* europeo e per il rafforzamento internazionale dell'euro:
  - progressi nell'Unione bancaria con l'introduzione di regole comuni e accentrate per la risoluzione delle crisi bancarie;
  - attuazione del processo di *Capital markets union* non in termini di norme ma di mercati finanziari non frammentati (recente caso ESMA);
  - centralizzazione degli *stock* di debito pubblico (Blanchard – Ubide, 2025; Messori, 2025) e non solo dei flussi (capacità fiscale europea);
  - riallocazione dei portafogli finanziari delle famiglie e delle imprese grazie all'intervento di investitori 'pazienti'.