



Moneta e Credito

vol. 75 n. 298 (giugno 2022)

Numero speciale: le conseguenze della guerra in Ucraina

Verso la disgregazione del sistema monetario post 1971? I paesi in via di sviluppo e l'impatto delle sanzioni belliche sulla *dollar hegemony*

ROBERTO LAMPA

Abstract:

Gli effetti avversi della liberalizzazione finanziaria e commerciale successiva al 1971 nei paesi in via di sviluppo (PVS) sono consistiti in una lunga serie di episodi di crisi e volatilità. Con il cambio di secolo, tuttavia, l'introduzione di misure macro-prudenziali e l'accumulazione di ingenti riserve internazionali in dollari hanno agito come elemento di stabilizzazione del sistema monetario internazionale; allo stesso modo la crisi del 2008 ha rafforzato ulteriormente la centralità del dollaro. Le sanzioni alla Russia del 2014, tuttavia, hanno radicalmente cambiato questo scenario e indotto una riconsiderazione da parte dei PVS, che potrebbe culminare nella frammentazione dell'attuale sistema monetario in risposta all'attuale conflitto russo-ucraino.

Towards the disintegration of post 1971 monetary system? Developing countries and the impact of war sanctions on *dollar hegemony*

The detrimental effects of post 1971 financial and trade liberalization on the emerging markets consisted of a long series of financial turmoil and sovereign debt crises. Since the early 2000s, the introduction of macro-prudential measures matched with the accumulation of a war chest of international reserves has acted as a stabilizing factor on the international monetary system, which reinforced dollar hegemony. However, 2014 sanctions to Russia abruptly changed this scenario, implying a reconsideration by the emerging economies which might derive in a fragmentation of the current international monetary system, in response of the further sanctions resulting from the Russian-Ukrainian war.

CONICET, Argentina,
email: roberto.lampa@conicet.gov.ar

Per citare l'articolo:

Lampa R. (2022), "Verso la disgregazione del sistema monetario post 1971? I paesi in via di sviluppo e l'impatto delle sanzioni belliche sulla *dollar hegemony*", *Moneta e Credito*, 75 (298): 149-161.

DOI: <https://doi.org/10.13133/2037-3651/17753>

JEL codes:
G01, F51, F55

Keywords:
Russia, currency crisis, International Monetary System

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

La fine di Bretton Woods e la sua ricaduta sulle economie del nord globale è stata ampiamente discussa dalla letteratura economica, specie dai filoni che si sono focalizzati sulla c.d. finanziarizzazione delle economie avanzate. Allo stesso modo, molteplici contributi hanno esaminato la crescente instabilità dei paesi in via di sviluppo (PVS) e sottosviluppati determinata dal nuovo ordine monetario internazionale post 1971 e dalla egemonia del dollaro statunitense.

Tuttavia, per lunghi decenni sono mancate completamente le analisi che si ponessero come obiettivo quello di legare i cambiamenti epocali intercorsi nell'emisfero nord con le tensioni, crisi o veri e propri sconvolgimenti che interessavano nel frattempo il sud globale.



Questa situazione si è parzialmente modificata a partire dal 2013, quando un crescente numero di lavori ha iniziato a dibattere sul c.d. “ciclo globale della liquidità” sia da una punto di vista *mainstream* (Rey, 2015) che da uno critico ed eterodosso (Fields e Vernengo, 2013).

Questa nuova prospettiva, che potremmo definire macro-finanziaria, ha portato alla luce le complesse interrelazioni monetarie e finanziarie del mondo post Bretton Woods, mostrando come i cambiamenti dell'emisfero nord abbiano sempre trovato un corrispettivo nelle economie del sud globale e, insieme, abbiano contribuito alla trasformazione del sistema monetario internazionale.

Tuttavia, sino all'attuale crisi legata al conflitto russo-ucraino, nessun contributo ha analizzato l'impatto che le sanzioni internazionali implementate contro la Russia dopo il 2014 (e in maniera analoga, verso altri paesi sottosviluppati) avrebbero avuto su di un simile sistema, diventato al contempo fortemente interdipendente ma sempre più dipendente dal dollaro e dalle scelte delle autorità monetarie statunitensi.

Alla luce di questa premessa, quest'articolo si propone, in primo luogo, di fornire una disamina della complessa evoluzione delle economie in via di sviluppo indotta dal sistema monetario internazionale post 1971 e di leggere, alla luce di questa premessa, i radicali cambiamenti che hanno interessato banchieri centrali e autorità economiche dei PVS a partire dalla sanzioni contro la Russia del 2014. In secondo luogo, attraverso quest'analisi preliminare, cercheremo di ipotizzare alcuni possibili scenari verso i quali il sistema monetario internazionale potrebbe evolvere, in virtù dell'attuale crisi internazionale e della recrudescenza delle sanzioni applicate contro la Russia.

1. Le convulse tappe della *dollar hegemony* nei paesi in via di sviluppo

La fine del *gold exchange standard* e degli accordi di Bretton Woods del 1971 e l'inizio della *dollar hegemony* hanno dato il via a una lunga stagione caratterizzata da instabilità finanziaria e fragilità esterna nelle economie in via di sviluppo. Sarebbe tuttavia semplicistico equiparare, da questo punto di vista, tutte le fasi che hanno contraddistinto il nuovo ordine monetario internazionale.

Nella prima tappa, che corrisponde grossomodo agli anni '70, la fine delle restrizioni alla emissione monetaria statunitense – determinata in precedenza dalla parità con l'oro – ha implicato una maggior facilità di finanziamento in dollari nei mercati internazionali per i PVS. Complice la politica di bassi tassi d'interesse della Federal Reserve e la pressante necessità di finanziamento statunitense per lo sforzo bellico in Vietnam, l'indebitamento in dollari ha rappresentato una momentanea via d'uscita per i PVS, utile per spostare più avanti nel tempo gli effetti recessivi e avversi del cosiddetto 'strangolamento esterno' delle economie periferiche dovuto alla scarsità di valuta forte determinata dai limiti della loro struttura produttiva. In questo modo, ad esempio, i paesi latinoamericani hanno potuto sostenere ancora per alcuni anni i processi di Industrializzazione basata sulla Sostituzione delle Importazioni (ISI), che già al principio degli anni '70 si erano scontrati con lo scoglio dell'insufficiente dotazione di dollari determinata dal vertiginoso ritmo di aumento delle importazioni di beni capitali e di consumo rispetto alla sostanziale inelasticità delle esportazioni, per lo più agricole ed estrattive (Diamand, 1978, 1985).

Tuttavia, lungi dal rappresentare una soluzione duratura ai tradizionali problemi dello sviluppo, il nuovo ordine monetario implicava un enorme rischio per le economie

sottosviluppate: dipendere in maniera diretta dalla politica monetaria statunitense, rimanendo esposti al rischio di una crisi nel caso di un suo repentino cambiamento di segno. Come preconizzato da Maria Conceição de Tavares (1985), questa prima fase – definita della “*dollar diplomacy*” – serviva a consolidare l’egemonia monetaria statunitense attraverso la massiccia diffusione del dollaro nelle riserve delle banche centrali dei PVS. Allo stesso tempo, tuttavia, inaugurava una nuova stagione di dipendenza finanziaria foriera di tensioni economiche crescenti per questi ultimi. I cupi presagi di Tavares si materializzavano con la terapia shock di Paul Volcker sui tassi d’interesse statunitensi, iniziata nel 1981-1982. La crescente difficoltà per i PVS di onorare i propri debiti che ne scaturì fu all’origine del decennio perduto latinoamericano (culminato con le iperinflazioni argentine e brasiliane del 1989-1990) e del ventennio perduto dell’Africa sub-sahariana, che portarono alla definitiva archiviazione dell’epopea ‘sviluppista’ e industrialista del Terzo Mondo.

Accantonate queste politiche, si aprì, come noto, una seconda tappa per i PVS, basata sulle dieci regole di Williamson (1990), cui spesso ci si riferisce come “Washington Consensus”. A dispetto degli incontrovertibili insuccessi, all’inizio degli anni ‘90 le asimmetrie del sistema monetario internazionale passavano in secondo piano e l’attenzione si spostava sulle ‘colpe’ dei paesi sottosviluppati. Più precisamente, si riteneva possibile e sostenibile nel tempo l’approvvigionamento di dollari da parte di questi ultimi, a condizione di procedere a una solerte riscrittura della loro governance monetaria e commerciale, tale da renderli mercati appetibili e affidabili per gli investitori internazionali

Austerità fiscale, privatizzazioni, tasso di cambio flottante, eliminazione dei sussidi, *deregulation* e, soprattutto, massima apertura commerciale e finanziaria diventavano così le linee guida attraverso cui riformare alla radice le economie in via di sviluppo. La logica di simili processi di riforma era incentrata sul ruolo decisivo dei fattori c.d. ‘*pull*’ nel determinare l’afflusso di capitali esteri verso i PVS: ‘fare le riforme’ avrebbe quindi implicato, *eo ipso*, beneficiarsi di flussi di capitale e incamminarsi lungo il sentiero dello sviluppo garantito dai nascenti processi di ‘globalizzazione’.

Simili aspettative vennero però rapidamente frustrate dall’evidenza empirica. Già nel 1994 la crisi messicana (definita dagli economisti statunitensi “crisi della Tequila”) ha scosso fortemente le economie in via di sviluppo, determinando il primo episodio di contagio finanziario nella loro storia contemporanea. All’origine della crisi c’erano ancora le tensioni sul mercato dei cambi. La forte svalutazione del peso messicano rispetto al dollaro (50% in un anno), dovuta ai persistenti deficit delle partite correnti seguiti all’apertura commerciale e finanziaria del paese, aveva reso impagabili i mutui nel frattempo contratti da milioni di messicani, mandando in crisi il sistema bancario del paese. A cascata, Argentina e Uruguay soffrirono le conseguenze del contagio messicano, a causa della forte esposizione delle proprie banche. Entrarono in recessione subendo un brusco aumento della disoccupazione (Lampa e Zeolla, 2019).

Nonostante questo allarmante precedente, i processi di liberalizzazione si intensificarono nel periodo immediatamente successivo, al punto che il Fondo Monetario Internazionale (FMI) arrivò a modificare il proprio statuto nel settembre del 1997, introducendo tra i propri compiti proprio quello di promuovere la liberalizzazione finanziaria nei paesi membri con lo scopo di garantire una crescita stabile (Fischer, 1997). Si trattava però di una pia illusione dato che, pochi mesi dopo, la “crisi delle tigri asiatiche” dava il via a una catena di crisi che interessarono, nell’ordine, Russia (1998), Brasile (1999), Turchia (2000), Argentina (2001), e Uruguay (2002).

Questa sequenza di shock economici ha indotto una parziale riconsiderazione nell'agenda delle istituzioni internazionali, e di riflesso in quella dei PVS. A partire dal celebre contributo di Stiglitz (2000), all'epoca senior vice president e chief economist della Banca Mondiale, si è iniziato a discutere dei rischi connessi a un conto capitale e finanziario completamente aperto.

Nell'ambito della letteratura economica *mainstream*, i contributi principali sono stati quelli sul cosiddetto "*sudden stop*" di Calvo (1998) e Reinhart e Calvo (2000). Nelle loro analisi, i processi di liberalizzazione commerciale e finanziaria sono soliti produrre sulle economie emergenti un deficit delle partite correnti associato a un afflusso di capitali. In questo modo, i paesi PVS riescono a mantenere in equilibrio la propria bilancia dei pagamenti ma vedono aumentare esponenzialmente i rischi di una crisi, trovandosi sostanzialmente a dipendere da fattori esterni e, per definizione, non gestibili dalle proprie autorità economiche e monetarie. In caso di un brusco rallentamento (*sudden stop*) del flusso dei capitali in ingresso – generalmente per motivi legati alle aspettative dei creditori circa la buona volontà di pagare dei debitori e/o a cambiamenti nello scenario internazionale, in primis la politica monetaria della Fed – il paese si trova così di fronte al peggiore degli scenari. Da un lato, perde il suo principale canale di finanziamento esterno; dall'altro, vede fortemente compromessi gli altri canali di finanziamento, come l'emissione di debito sui mercati internazionali, in virtù del maggior rischio di insolvenza implicito nei deficit delle partite correnti. Una simile distruzione dei canali di credito è pressoché inevitabile in caso di *sudden stop* e può essere attutita solo sacrificando un'ingente quantità di riserve, qualora esistano. Se invece le riserve non fossero sufficienti per sostenere l'impatto dello shock, resterebbe aperta solo la strada dei prestatori di ultima istanza come il FMI.

In maniera convergente, nei filoni critici dell'economia una serie di contributi si è focalizzata sull'egemonia monetaria del dollaro e le sue conseguenze (Rochon e Vernengo, 2003; Vernengo, 2006a, 2006b; Fields and Vernengo, 2013). In queste letture, il sistema monetario post Bretton Woods si caratterizza per un'irrinconciliabile divergenza. Da un lato, l'enorme beneficio per il paese egemonico costituito dall'impossibilità tecnica di un default e dalla conseguente assenza del benché minimo vincolo estero sulla propria bilancia dei pagamenti (BdP), dato che la Federal Reserve potrà sempre comprare gli asset denominati in dollari. Dall'altro, l'enorme rischio in cui questo privilegio si traduce per il resto del mondo, in primis per i PVS. Questi ultimi saranno infatti esposti al pericolo costante di un'improvvisa interruzione nei flussi di approvvigionamento di dollari, che si tradurrebbe immediatamente in una crisi della BdP o, nei casi più severi, di debito sovrano.

Sulla base di un simile e trasversale consenso si è entrati così nella terza tappa del sistema monetario post 1971. Sebbene la strada intrapresa non sia certo stata la repressione finanziaria e commerciale, nei PVS le autorità monetarie hanno iniziato a introdurre un numero crescente di misure macro-prudenziali finalizzate sia a evitare gli episodi di crisi indotti dall'accresciuta volatilità finanziaria che a disporre di strumenti di politica anti-ciclica nel caso si manifestassero improvvise turbolenze finanziarie a causa di shock esterni.

Complici i prezzi favorevoli delle materie prime e la forte crescita delle catene globali di approvvigionamento, fin dalla prima metà degli anni duemila si è assistito ad una forte accumulazione di riserve internazionali in dollari da parte delle economie emergenti asiatiche e della Russia. Tra il 2000 e il 2005, Cina, India, Corea, Malaysia e Taiwan hanno accumulato 235,6 mld di dollari di riserve l'anno, pari al 3,5% del loro PIL combinato. Questo ritmo è stato cinque volte superiore a quello evidenziato nella prima metà degli anni '90, che sfociò nelle crisi del 1997. Nello stesso periodo, la Russia ha accumulato 167 mld di dollari, a fronte degli

appena 17 mld del periodo 1990-1996, culminato con la devastante crisi del 1998 (Mohanty e Turner, 2006). In entrambi i casi, l'accumulazione di riserve è principalmente il risultato di transazioni commerciali, come evidenziato dai cospicui surplus delle partite correnti del periodo in esame, pari a 899 mld di dollari per i paesi asiatici e 290 mld per la Russia (Mohanty e Turner, 2006).

A partire dal 2003, anche i paesi latinoamericani hanno manifestato una simile tendenza – ad eccezione di Argentina e Venezuela – particolarmente evidente in Brasile, dove le riserve sono passate da 49 miliardi di dollari nel 2003 a 373 miliardi nel 2012 (Lampa, 2021). In questo caso, tuttavia, l'accumulazione di riserve è avvenuta essenzialmente attraverso il conto finanziario della BdP, dati i protratti deficit delle partite correnti.

Pertanto, la forte accumulazione di riserve internazionali ha agito in due direzioni. In primo luogo, la robusta dotazione di valuta pregiata ha rappresentato la principale garanzia per i capitali stranieri che il tasso di cambio sarebbe rimasto costante, garantendo così i guadagni futuri di fronte al rischio di improvvise svalutazioni. In secondo luogo, l'obiettivo dell'accumulazione di riserve è stato generalmente perseguito attraverso politiche monetarie restrittive e alti o altissimi tassi d'interesse, tali da attrarre capitali stranieri, complici anche le politiche di *quantitative easing* implementate contemporaneamente nell'emisfero nord e i tassi negativi (Kaltenbrunner e Paineira, 2018). La stretta monetaria, a sua volta, ha prodotto una politica fiscale moderata. Il risultato dell'armonizzazione delle politiche monetarie, fiscali e di cambio è stato quindi un aumento moderato o molto moderato dell'inflazione, che ha retroagito favorevolmente sulle aspettative degli investitori stranieri circa la stabilità del tasso di cambio e la solvenza futura dei paesi in questione.

A titolo di esempio, nei primi quindici anni del XXI secolo la gran parte delle economie latinoamericane si è caratterizzata per la crescente accumulazione di riserve ufficiali e per l'introduzione di controlli ai movimenti di capitali, finalizzati a scoraggiare l'ingresso di capitali speculativi di breve e brevissimo periodo (CEPAL, 2018). In particolare, diversi paesi hanno introdotto periodi minimi di soggiorno per gli investimenti finanziari (generalmente compresi tra i 12 e i 18 mesi) e un corrispondente sistema di penali per quei capitali che decidessero di lasciare il paese prima di questo periodo.

In questo senso, a partire dal 2003 le economie latinoamericane hanno sì visto aumentare il peso specifico del proprio settore finanziario, ma hanno accompagnato questa tendenza con un pacchetto di misure finalizzate ad evitare le conseguenze più negative dell'apertura finanziaria, in particolare focalizzandosi su obiettivi di inflazione e stabilità del tasso di cambio. Si può quindi affermare che la stretta monetaria, fiscale e cambiaria siano state il prezzo da pagare per poter mantenere una forte apertura finanziaria e commerciale nel continente.

Tuttavia, la relativa stabilità del sistema monetario internazionale è tornata ad essere messa in discussione da una serie di gravi avvenimenti internazionali.

Dopo la crisi del 2008, una caratteristica saliente dei movimenti di capitale ha introdotto un ulteriore elemento di volatilità finanziaria per le economie in via di sviluppo. Come dimostrato da analisi della Banca per i Regolamenti Internazionali dei flussi lordi di capitale (Bruno e Shin, 2015), se da un lato i paesi emergenti sono stati ricettori netti di capitali a partire dal 2008, dall'altro un corrispondente e significativo flusso in uscita ha caratterizzato queste economie. In particolare, ciò che è emerso con chiarezza è che la centralità del dollaro nel sistema monetario internazionale e il suo ruolo di bene rifugio, associati alla forte volatilità finanziaria, hanno fatto sì che le imprese e il settore privato dei paesi emergenti continuino a manifestare una chiara preferenza per le piazze finanziarie del cosiddetto primo mondo, in

virtù della maggior sicurezza che garantiscono e dati i bassi tassi d'interesse. La conseguenza più importante di un simile scenario globale è che, anche laddove non si sia manifestato un *sudden stop*, i deficit delle partite correnti sono gradualmente meno facili da controbilanciare con i surplus delle partite capitali e finanziarie, dato che questi ultimi si riducono progressivamente di entità a causa dei flussi in uscita e della fuga dei capitali verso piazze finanziarie dell'emisfero nord e i paradisi fiscali.

Inoltre, dopo la fine del super ciclo delle *commodities* del 2013, si è palesata una crescente volatilità finanziaria nei mercati emergenti che ha portato ad una maggiore consapevolezza circa i rischi della loro apertura finanziaria in un contesto di subordinazione monetaria (Bonizzi, 2013; Karwowski e Stockhammer, 2017; Bortz e Kaltenbrunner, 2017).

Si entrava così nella quarta tappa della *dollar hegemony*, nella quale le principali istituzioni internazionali, a partire dal FMI, accettavano l'inevitabilità dei controlli di capitale di emergenza (Ostry et al., 2010 e 2011).

Dopo i piani straordinari di *quantitative easing*, questa posizione evolveva ulteriormente nel noto contributo di Rey (2015), presentato in occasione della riunione annuale della Federal Reserve del 2013. Nella sua visione, l'esistenza di un ciclo globale della liquidità che dalle piazze del primo mondo si sposta verso i mercati periferici alla ricerca di valorizzazione finanziaria, per poi tornare verso il primo mondo, ha un impatto epocale. Il tradizionale trilemma dei banchieri centrali (di mantenere al contempo politica monetaria indipendente, cambi fissi e libertà di movimento dei capitali) si è trasformato in un dilemma o "duo irconciliabile": le politiche monetarie indipendenti sono possibili solo in presenza di controlli di capitale (Rey, 2015, p. 3), dato che in un simile scenario i PVS diventano "*business cycle taker*" (De Paula et al., 2017, p. 24).

2. La crisi del 2008 e la paradossale stabilizzazione macro-finanziaria dei PVS

L'analisi svolta nella sezione precedente mostra un paradosso relativo al funzionamento dell'attuale sistema monetario. A dispetto della sterminata sequenza di episodi di crisi e instabilità finanziaria nei PVS dopo il 1971, la crisi globale del 2008 e lo shock sui prezzi delle materie prime del 2013 hanno rafforzato, più che indebolito, l'egemonia del dollaro.

Seppur resa possibile da una serie di eventi unici e per certi versi irripetibili (crescita esponenziale delle catene globali dell'offerta, superciclo delle *commodities*, ciclo globale della liquidità), l'accumulazione di ingenti riserve e asset denominati in dollari ha permesso ai PVS di reggere l'urto del brusco cambio di congiuntura. Allo stesso tempo, il ricorso a ingenti riserve in dollari è stato il segnale più chiaro dell'egemonia valutaria statunitense. Non solo quindi nessuno dei principali PVS, a partire dai BRICS (Brasile, Russia, India, Cina e Sudafrica), è stato colpito da *sudden stops* o crisi della BdP, ma non si sono osservate nemmeno politiche tese a ridurre la dipendenza di questi paesi dal dollaro. Piuttosto, si è assistito al tentativo dei BRICS di approfittare delle opportunità fornite dal ciclo globale della liquidità (specie dopo i piani straordinari di emissione monetaria dei paesi sviluppati) a discapito dei paesi sottosviluppati, attraverso il ritorno in auge di strategie un tempo definite "sub-imperialiste" dalla teoria della dipendenza.¹

1 Nel 1965 Ruy Mauro Marini aveva definito il sub-imperialismo in questi termini: "Non è solo una questione di accettare passivamente il potere Nord Americano (sebbene le attuali relazioni di forza conducano spesso a quel

In primo luogo, le imprese di punta (pubbliche e private) dei paesi BRICS hanno approfittato degli ingenti flussi di valuta forte post 2008 per reindirizzarli verso mercati meno sviluppati, con l'obiettivo di una loro valorizzazione. Gli investimenti cinesi e brasiliani verso l'Africa o quelli russi nel settore energetico di numerosi paesi hanno rappresentato il caso più emblematico di una simile tendenza. Tuttavia, lungi dal rappresentare un salto di paradigma e un esempio di cooperazione Sud-Sud, questi investimenti avvenivano in un contesto caratterizzato dalla rigida dipendenza monetaria dei paesi BRICS verso il dollaro. Pertanto, una volta rimpatriati, i proventi di simili attività venivano rapidamente convertiti in valuta statunitense, riserve internazionali, asset denominati in dollari o direttamente indirizzati verso paradisi fiscali e conti off-shore (Lampa, 2021). Da questo punto di vista, il sub-imperialismo BRICS ha certamente agito come lubrificante del sistema finanziario internazionale, inceppatosi bruscamente dopo il 2008 (Bond, 2013).

In secondo luogo, perfino la creazione (nel luglio 2014) del BRICS Contingent Reserve Arrangement (CRA) – cioè di un prestatore di ultima istanza alternativo al FMI per i paesi BRICS – conferma, più che smentire, la logica sub-imperialista dei principali PVS in quella fase storica. A prima vista, si sarebbe dovuto trattare di uno strumento chiave per contrastare lo strangolamento esterno sulle economie BRICS in caso di crisi del settore esterno e per evitare, al contempo, le severe condizionalità imposte in simili casi dal FMI. Tuttavia, due aspetti smentiscono inequivocabilmente una simile lettura. Da un lato, ad ogni paese membro viene assegnata una quota massima da cui attingere chiarendo però che solo il 30% della quota è erogabile immediatamente e senza restrizioni. Ogni ulteriore prestito da parte del CRA che ecceda la quota è invece subordinato all'aver in precedenza negoziato e ottenuto uno "*structural adjustment loan*" da parte del FMI, il che implica il rispetto di una lunga serie di condizionalità. Dall'altro, tutti i prestiti del CRA sono denominati in dollari, mentre l'idea di una valuta non sovrana e convertibile in reals, rubli, rupie, yuan e rand non è stata presa in considerazione. In questo modo, lungi dal rappresentare una sfida all'egemonia dollaro-FMI, il CRA diventava uno strumento di stabilizzazione del sistema, capace di promuovere ulteriormente l'espansione del settore finanziario nei PVS (Bond, 2016) e, quindi, la dollarizzazione di queste economie.

Il database Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER) del Fondo Monetario Internazionale conferma implicitamente la nostra tesi. Tra il 2000 e il 2007 si può osservare una caduta della quota di riserve in dollari sul totale delle riserve mondiali, passata dal 71,1% al 63,9%. A questo risultato aveva contribuito essenzialmente la diffusione dell'euro nei forzieri delle banche centrali, passato dal 18,3% al 26,1% (FMI, 2022). Tuttavia, gli anni successivi alla crisi del 2008 mostrano un'inversione di tendenza con un aumento delle riserve mondiali in dollari che tornano al 66% nel primo trimestre del 2015 (FMI, 2022) e una speculare caduta di quelle in euro, fino al 20,1% del primo trimestre del 2019.

In linea con Tooze (2020), possiamo quindi affermare che, attorno alla metà del decennio scorso appariva chiaro come la crisi del 2008 avesse riaffermato – più che scalfito – la centralità del dollaro. Andando oltre Tooze, possiamo però aggiungere che ciò era particolarmente evidente non solo nei flussi di capitale "nord-atlantici" e nel salvataggio delle banche europee da parte della Fed a guida Bernanke (Tooze, 2020), ma anche nei PVS e nelle politiche monetarie che li caratterizzavano.

risultato), ma piuttosto di collaborare attivamente con l'espansione imperialista, assumendo il ruolo di nazione chiave in questa espansione" (Marini, 1965, p. 22, traduzione nostra).

3. Il 2014, la guerra russo-ucraina e i prevedibili effetti sulla *dollar hegemony*

Le sanzioni economiche che l'amministrazione Obama e l'Unione Europea hanno imposto alla Russia nel luglio del 2014 – dopo il plebiscito e la conseguente annessione della Crimea – hanno modificato radicalmente il quadro sin qui descritto, dando il via ad una serie di profondi cambiamenti che hanno riguardato sia la Russia che i PVS.

Le sanzioni riguardavano inizialmente solo la possibilità di finanziarsi a lungo termine sui mercati internazionali per le banche e le imprese a capitale pubblico russe. Erano quindi concepite come un deterrente i cui effetti sarebbero stati molto gradualmente e cumulativi: ancora nel 2019, il presidente russo Putin stimava in 50mld di dollari i danni prodotti dalle sanzioni sul PIL russo nel quinquennio precedente, mentre il sottosegretario di stato statunitense David Hale riconosceva candidamente di fronte al Senato l'impossibilità di fornire una stima esatta della loro efficacia. Sui mercati finanziari, tuttavia, gli effetti sono stati inizialmente più forti, con l'esclusione della Russia dai circuiti di pagamento Visa e Mastercard. Ciò nonostante, nel 2018 la Russia riusciva a collocare i propri buoni del tesoro sui mercati internazionali (i c.d. eurobond), tornando così a finanziarsi in dollari ed euro, sebbene ad un costo accresciuto e ad un'intensità inferiore (Andermo e Kragh, 2021).

Se dunque l'impatto delle sanzioni del 2014 è stato complessivamente contenuto, c'è un secondo aspetto da tenere in debita considerazione: il crollo del prezzo del petrolio, che tra luglio 2014 e febbraio 2015 ha perso il 60% del proprio valore. Questa tendenza è durata sino al primo trimestre del 2016, portando a una contrazione del 70% del prezzo del greggio, facendo di questa caduta una delle tre principali del secondo dopoguerra (Stocker et al., 2018).

La discesa del prezzo del petrolio ha tradizionalmente un forte impatto sull'economia russa. In primo luogo, a parità di condizioni, la caduta di 10 dollari del prezzo del barile di greggio implica mediamente una contrazione dello 0,8% del PIL del paese (Connolly e Hanson, 2016). In secondo luogo, il valore del rublo è fortemente correlato al prezzo del petrolio: tra il primo gennaio del 2014 e il 1 febbraio del 2016 il cambio rublo/dollaro è infatti crollato da 0,03 a 0,013.

L'effetto combinato di sanzioni e crollo del prezzo del petrolio ha agito come un potentissimo vincolo estero sui policy-maker russi: impossibilitati a finanziarsi sui mercati internazionali (fino al 2018), indeboliti dalla caduta dei dollari che entravano attraverso la bilancia commerciale (petrolio), minacciati dall'estrema volatilità del rublo sul mercato dei cambi, governo e banca centrale hanno intrapreso un salto di paradigma, ispirato dalla necessità di sganciarsi, quanto più possibile, dalla dipendenza dal dollaro.

Un primo intervento ha riguardato la manifattura, dove è stata introdotta una vasta iniziativa per la sostituzione delle importazioni. Contrariamente a un diffuso senso comune, la Russia è infatti dotata di un settore manifatturiero di dimensioni importanti e differenziato: nel 2013, la sua quota in termini di valore aggiunto del settore manifatturiero globale era superiore a quella di India e Brasile e di poco inferiore a quella francese (Connolly e Hanson, 2016). Tuttavia, si tratta di un sistema industriale poco competitivo e pertanto orientato al mercato domestico. In quanto tale, la sua capacità di espandersi è legata a doppio filo all'andamento delle esportazioni non industriali. Nel 2015, attraverso la banca di sviluppo VEB.RF il governo ha erogato credito sussidiato ad un tasso del 5% (ben al di sotto dell'inflazione, pari al 15,55%) per un totale di 162 miliardi di rubli (2,65 mld di dollari). Lo scopo della misura era quello di favorire gli investimenti e, in prospettiva, ridurre il consumo di dollari da parte del settore industriale.

In secondo luogo, le autorità russe si sono orientate alla ricerca di strumenti alternativi al dollaro per i propri pagamenti internazionali. Questo processo è culminato, ad ottobre del 2014, con la firma del “Trade Settlement in local currency” con la Cina, attraverso il quale una quota crescente del commercio bilaterale tra i due paesi veniva de-dollarizzata e pagata con valute domestiche. Come effetto di questa misura, si è passati dal 90% di transazioni bilaterali in dollari del 2015 al 46% del 2020 (Stent, 2020).

L'efficacia di queste misure è dimostrata dall'andamento delle riserve internazionali russe. Per effetto delle sanzioni e della caduta del prezzo del petrolio le riserve precipitano da 509,5 mld di dollari del primo gennaio 2014 a 357,6 mld di dollari del 31 luglio 2015 (Bank of Russia, 2022). Tuttavia, iniziano a risalire ininterrottamente già da agosto 2015 per arrivare a 380 mld già a febbraio 2016 (Bank of Russia, 2022), nonostante il prezzo del petrolio ai minimi storici e l'impossibilità di finanziarsi sui mercati internazionali. Questa tendenza è continuata ininterrotta sino all'attualità, dove le riserve totali russe equivalgono a ben 630,6 mld di dollari.

Va inoltre considerato che la banca centrale russa (RCB) ha implementato un piano estremamente aggressivo di diversificazione delle proprie riserve valutarie (FX reserves). Nel 2018, la RCB ha provveduto alla vendita di asset denominati in dollari per un totale 100 miliardi, rimpiazzandoli con asset in euro e yuan. In termini relativi, le riserve in dollari sono così passate dal 46% al 23% del totale, quelle in euro dal 10% al 32% e quelle in yuan dal 3% al 14%. Inoltre, le riserve non valutarie hanno rivestito una crescente importanza: nel 2019 la quota di riserve in oro è raddoppiata dall'inizio delle sanzioni statunitensi, passando dal 10% al 20% (Prasad, 2019).

Attualmente, la RCB possiede 498 miliardi di dollari di riserve valutarie (FX reserves), oltre a 132 mld di riserve in oro, pari circa a 2200 tonnellate, più di qualunque altra banca centrale dei paesi emergenti (Bank of Russia, 2022).

La tabella 1 riassume l'evoluzione delle riserve internazionali russe dall'inizio delle sanzioni al 2021. Come si può osservare, l'aumento delle riserve è stato continuo e particolarmente forte dopo il 2018. Sempre a partire da questa data, le riserve in oro sono raddoppiate in relazione a quelle valutarie (FX).

Tabella 1 – *Evoluzione delle riserve russe (2015-2021)*

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

Fonte: elaborazione in base a dati Bank of Russia, disponibili alle URL: <https://www.cbr.ru/eng/search/?text=composition+of+reserves>

Sebbene esista una specificità russa, legata al forte impatto di sanzioni del luglio 2014 e contestuale caduta del prezzo del petrolio, sarebbe però erroneo ritenere che il resto dei PVS si sia discostato dalle linee generali di intervento della banca centrale russa.

A partire dal 2015 la quota in dollari delle riserve valutarie mondiali è scesa costantemente, raggiungendo il suo minimo degli ultimi 25 anni nel quarto trimestre del 2020 (59%) e infrangendo questa barriera simbolica nel quarto trimestre del 2021 (58,81%) (FMI, 2022).

In altre parole, le sanzioni economiche alla Russia del periodo post 2014 hanno indotto i banchieri centrali dei PVS a diversificare le proprie riserve, percependo l'eccessiva esposizione verso asset denominati in dollari come un fattore di rischio e di vulnerabilità esterna. Si è trattato di un rovesciamento completo di prospettiva rispetto al quinquennio anteriore, nel quale la centralità del dollaro si era riaffermata con forza in funzione macro-prudenziale.

In linea con quanto preconizzato da Münchau (2014), rendere passibili di sanzioni gli asset delle riserve delle banche centrali denominati in dollari è equivalsa a creare un pericolosissimo precedente che ha minacciato la stessa ratio del sistema monetario internazionale attuale, erodendone le fondamenta. Da questo punto di vista, le vicissitudini che hanno riguardato negli stessi anni le riserve venezuelane (dove l'embargo si è spinto sino all'appropriazione materiale di un miliardo di dollari in lingotti d'oro depositati presso la Bank of England, nel 2020), iraniane e, più recentemente, afgane hanno fornito la miglior prova dei rischi ai quali i paesi in via di sviluppo si espongono nel caso di un contenzioso politico, diplomatico o militare con gli Stati Uniti.

Una volta introdotto il problema in questi termini, è facile comprendere l'effetto amplificatore dell'attuale conflitto bellico e delle nuove sanzioni alla Russia sulle tendenze già in atto dal 2014.

In termini generali, le sanzioni alla Russia si spingono a livelli mai sperimentati in precedenza. Nel momento in cui si scrive, l'Unione Europea ha definito cinque pacchetti di sanzioni. Gli elementi più rilevanti sono: divieto di accedere ai mercati di capitali e finanziari europei per le istituzioni pubbliche e per i privati cittadini russi appartenenti ad un'apposita black list; divieto di esportazione di beni ad alto contenuto tecnologico verso la Russia e blocco del trasporto aereo; divieto di accesso ai mercati di capitale e finanziari europei esteso al 70% delle banche russe; blocco delle riserve russe presenti presso istituzioni/istituti di credito europei; esclusione delle principali banche russe dal sistema di pagamenti SWIFT; divieto agli investimenti del Fondo Russo degli Investimenti Diretti; blocco al carbone russo e alla importazione/esportazione di una lunga serie di beni.

Per la prima volta, inoltre, le sanzioni sono state estese a un paese non belligerante (la Bielorussia) per la sua vicinanza politica e diplomatica alla Russia.

A dispetto della loro severità, le sanzioni non hanno svolto alcun effetto deterrente sui banchieri centrali dei PVS, e anzi hanno rafforzato ulteriormente la volontà dei paesi emergenti di ricercare sistemi di pagamento sganciati dal dollaro. Nonostante la iniziale caduta del rublo rispetto al dollaro,² la Cina ha non solo confermato ma addirittura esteso la portata dell'accordo

² A seguito delle sanzioni, il cambio rublo/dollaro è inizialmente crollato a 0,009 il 24 marzo. Questa caduta è stata riassorbita completamente il 7 aprile grazie all'aumento della quota di depositi obbligatori in rubli stabilita dalla BCR, che ha implicato una forte vendita di dollari da parte delle banche commerciali russe. A partire dal 7 aprile il cambio rublo/dollaro si è stabilizzato a 0,013 (suo attuale valore, al momento della scrittura di quest'articolo). Come noto, la contromisura più forte che le autorità russe stanno tentando di implementare sul mercato valutario è il pagamento in rubli del gas russo da parte dei paesi europei, segnale implicito che l'accumulazione/consolidamento

di “Trade Settlement in local currency” con la Russia; contestualmente, l’India ha avviato un tavolo tecnico con le autorità russe per implementare un accordo analogo basato su rubli e rupie; Cina e Arabia Saudita, infine, sono in trattativa per utilizzare lo yuan per la compravendita di petrolio.

Allo stesso tempo, va notato che nessun paese dell’alleanza BRICS ha applicato sanzioni verso la Russia, al pari di Turchia e una lunga serie di PVS e sottosviluppati che rappresentano complessivamente il 41% del PIL mondiale (ISPI, 2022). In questo modo, le esportazioni russe sono state solo sfiorate dalle sanzioni europee/statunitensi, con una riduzione stimata del 7%, associata a una contrazione del 12,2% delle importazioni (ISPI, 2022).

A questi dati va aggiunta la relativa sicurezza garantita (almeno nel breve periodo) alle autorità russe dalla struttura delle proprie riserve. La tabella 1, in particolare, mostra una *adequacy* di 21 mesi (riserve internazionali in mesi di importazioni) e una moderata quota di riserve valutarie detenute all’estero – oltretutto non esclusivamente in paesi ostili – a fronte di abbondanti riserve valutarie ed auree completamente dislocate in territorio russo.

Su queste basi, è possibile comprendere a pieno la recente presa di posizione di Gita Gopinath, capo economista del FMI (Wheatley e Smith, 2022). In un’intervista al *Financial Times*, Gopinath ha evidenziato i rischi per la centralità della valuta statunitense che derivano da questo nuovo scenario. Nella sua analisi, le sanzioni economiche che colpiscono la Banca Centrale Russa hanno il paradossale effetto di mostrare i rischi – più che le opportunità – connessi i) all’utilizzo dei sistemi internazionali di pagamento basati sul dollaro e ii) all’accumulazione di ingenti riserve internazionali in dollari, fino a ieri considerate la panacea a tutti i possibili scenari di crisi (Wheatley e Smith, 2022). Alla luce di questa premessa, i tecnici del FMI stimano che in futuro si assisterà a una crescente diversificazione delle riserve internazionali, specie nelle economie emergenti: nel medio periodo, ciò equivarrebbe alla disgregazione del sistema monetario post 1971, convertendosi nella principale minaccia alla cinquantennale egemonia monetaria del dollaro.

4. Commenti finali

L’analisi qui sviluppata ha evidenziato la difficile evoluzione delle economie emergenti e sottosviluppate all’interno del sistema monetario internazionale post 1971 e della egemonia del dollaro statunitense.

Dopo una bonaccia iniziale, nella quale la politica accomodante della Fed ha permesso ai PVS di finanziarsi in dollari in maniera facile e relativamente economica nei mercati internazionali, gli anni ’80 e ’90 hanno mostrato una burrascosa instabilità finanziaria indotta dai cambiamenti repentini dei flussi internazionali di capitale. Queste tensioni hanno raggiunto il culmine in prossimità dell’anno 2000, a ridosso del quale una serie di crisi del debito sovrano ha colpito il sud est asiatico, la Russia, la Turchia, il Brasile, l’Argentina e altri paesi. A partire da quest’evento spartiacque, e in virtù delle mutate e favorevoli condizioni internazionali, i PVS si sono caratterizzati per un ricorso crescente a misure macro-prudenziali, consistenti in primis nell’accumulazione di abbondanti riserve internazionali in dollari. Dopo il 2008, questa tendenza si è ulteriormente rafforzata ed è evoluta in pratiche sub-imperialiste da parte dei PVS ai danni sei paesi sottosviluppati, che hanno agito come lubrificanti del sistema finanziario

delle riserve internazionali non è una priorità per le autorità monetarie russe, dati i livelli più che rassicuranti evidenziati nella tabella 1.

internazionale, rafforzando e amplificando ulteriormente la centralità del dollaro statunitense nel panorama valutario mondiale.

Una simile tendenza si è però scontrata con le sanzioni del 2014 ai danni della Russia, che hanno agito come un campanello d'allarme per i banchieri centrali e le autorità economiche dei PVS, mostrando il rischio implicito nella massiccia dollarizzazione dei propri asset. In breve tempo, la diversificazione delle riserve e la implementazione di politiche *dollar saving* o accordi commerciali bilaterali basati sulle valute nazionali si sono quindi affermate come caratteristiche salienti delle economie emergenti. L'attuale guerra russo-ucraina e la recrudescenza della sanzioni alla Russia hanno ulteriormente accelerato queste tendenze, facendo proliferare i progetti di sistemi bilaterali di pagamento sganciati dal dollaro.

Se non appare comunque lecito concludere che l'egemonia del dollaro è oggi minacciata dagli eventi bellici in corso, è altresì doveroso riflettere sull'importanza che un simile cambiamento di prospettiva potrà avere a medio termine sulla centralità del dollaro. Allo stato attuale, non sembra azzardato ipotizzare che una graduale disgregazione dell'attuale sistema monetario internazionale possa essere lo scenario più plausibile.

Riferimenti bibliografici

- Andermo E. e Kragh M. (2021), "Sanctions and dollar dependency in Russia: resilience, vulnerability, and financial integration", *Post-Soviet Affairs*, 37 (3), pp. 276-301.
- Bank of Russia (2022), *International Reserves of the Russian Federation database*, disponibile alla URL: https://www.cbr.ru/eng/hd_base/mrrf/mrrf_m/
- Bond P. (2013), "Sub-imperialism as Lubricant of Neoliberalism: South African 'deputy sheriff' duty within BRICS", *Third World Quarterly*, 34 (2), pp. 251-270.
- Bond P. (2016), "BRICS banking and the debate over sub-imperialism", *Third World Quarterly*, 37 (4), pp. 611-629.
- Bonizzi B. (2013), "Financialization in Developing and Emerging Countries", *International Journal of Political Economy*, 42 (4), pp. 83-107.
- Bortz P.G. e Kaltenbrunner A. (2017), "The International Dimension of Financialization in Developing and Emerging Economies", *Development and Change*, 49 (2), pp. 375-393.
- Bruno V. e Shin H.S. (2015), "Global dollar credit and carry trades: a firm-level analysis", *BIS Working Papers*, n. 510, Basilea: Banca per i Regolamenti Internazionali.
- Calvo G.A. (1998), "Capital Flows and Capital-Market Crises: the Simple Economics of Sudden Stops", *Journal of Applied Economics*, 1 (1), pp. 35-54.
- CEPAL (2018), *Estudios sobre Financierización en América Latina*, Santiago de Chile: Naciones Unidas.
- Connolly R. e Hanson P. (2016), "Import Substitution and Economic Sovereignty in Russia", *Chatham House Research Paper*, giugno, Londra: Chatham House, The Royal Institute of International Affairs.
- De Paula L.F., B. Fritz e D.M. Prates (2017), "Keynes at the Periphery: Currency Hierarchy and Challenges for Economic Policy in Emerging Economies", *Journal of Post Keynesian Economics*, 40 (2), pp.183-202.
- Diamand M. (1985), "El péndulo argentino: ¿hasta cuándo?", *Cuadernos del Centro de Estudios de la Realidad Económica*, 1, pp. 1-39.
- Diamand M. (1978), "Towards a change in the economic paradigm through the experience of developing countries", *Journal of Development Economics*, 5 (1), pp. 19-53.
- Fields D. e Vernengo M. (2013), "Hegemonic currencies during the crisis: The dollar versus the euro in a Cartalist perspective", *Review of International Political Economy*, 20 (4), pp. 740-759.
- Fischer S. (1997), "Capital Account Liberalization and the Role of the IMF", presentato al *IMF Asia Seminar*, Hong Kong, 19 settembre, disponibile alla URL <https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/53/sp091997>
- FMI – Fondo Monetario Internazionale (2015), *Global Financial Stability Report. October 2015: Vulnerabilities, Legacies and Policy Challenges Risks Rotating to Emerging Markets*, Washington (DC): Fondo Monetario Internazionale.
- FMI – Fondo Monetario Internazionale (2022), *Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER)*, Washington (DC): Fondo Monetario Internazionale

- ISPI – Istituto per gli Studi di Politica Internazionale (2022), “Tutti i ‘buchi’ delle sanzioni alla Russia”, *ISPI DataLab*, 11 aprile, disponibile alla URL: <https://www.ispionline.it/it/pubblicazione/tutti-i-buchi-delle-sanzioni-alla-russia-34533>
- Kaltenbrunner A. e Paineira J.P. (2018), “Subordinated Financial Integration and Financialisation in Emerging Capitalist Economies: The Brazilian Experience”, *New Political Economy*, 23 (3), pp. 290-313.
- Karwowski E. e Stockhammer E. (2017), “Financialisation in emerging economies: a systematic overview and comparison with Anglo-Saxon economies”, *Economic and Political Studies*, 5 (1), pp. 60-86.
- Lampa R. (2021), “Capital Flows to Latin America (2003–17): A Critical Survey from Prebisch’s Business Cycle Theory”, *Review of Political Economy*, 33 (1), pp. 103-125.
- Lampa R. e Zeolla N.H. (2019), “Dalla crisi del cambio al salvataggio del FMI: cronaca del naufragio argentino”, *Moneta e Credito*, 72 (287), pp. 275-293
- Marini R.M. (1965), “Brazilian interdependence and imperialist integration”, *Monthly Review*, 17 (7), pp. 10-29.
- Mohanty M. e Turner P. (2006), “Foreign exchange reserve accumulation in emerging markets: what are the domestic implications?”, *BIS Quarterly Review*, September, pp. 39-52.
- Münchau W. (2014), “The west risks collateral damage by punishing Russia”, *Financial Times*, 27 luglio, <https://www.ft.com/content/d4037572-13fb-11e4-8485-00144feabdc0>
- Ostry J.D., Ghosh A.R., Habermeier K., Chamon M., Qureshi M.S. e Reinhardt D.B.S. (2010), “Capital Inflows: the Role of Controls”, *IMF Staff Position Note*, n. SPN/10/04, 19 febbraio, Washington (DC): International Monetary Fund, disponibile alla URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1004.pdf>.
- Ostry J.D., Ghosh A.R., Habermeier K., Laeven L., Chamon M., Qureshi M.S. e Kokenyne A. (2011), “Managing Capital Inflows: what tools to use?”, *IMF Staff Discussion Note*, n. SDN/11/06, 5 aprile, Washington (DC): International Monetary Fund, disponibile alla URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2011/sdn1106.pdf>.
- Prasad E. (2019), *Has the dollar lost ground as the dominant international currency?*, Washington (DC): The Brookings Institution.
- Reinhart C. e Calvo G.A. (2000), “When Capital Inflows Come to a Sudden Stop: Consequences and Policy Options”, in Kenen P. e Swoboda A. (a cura di), *Reforming the International Monetary and Financial System* (pp. 175-201), Washington (DC): Fondo Monetario Internazionale.
- Rey H. (2015), “Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence”, *NBER Working Paper*, n. 21162, Cambridge (MA): National Bureau of Economic Research.
- Rochon L-P e Vernengo M. (2003), “State money and the real world: or chartalism and its discontents”, *Journal of Post Keynesian Economics*, 26 (1), pp. 57-67.
- Stent A. (2020), *Russia and China. Axis of Revisionists?*, Washington (DC): The Brookings Institution.
- Stiglitz J. (2000), “Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability”, *World Development*, 28 (6), pp. 1075-1086.
- Stocker M., Baffes J., Some M.Y., Vorisek D. e Wheeler C.M. (2018), “The 2014-16 Oil Price Collapse in Retrospect: Sources and Implications”, *Policy Research Working Paper*, n. 8419, Washington (DC): World Bank.
- Tavares M.D.C. (1985), “A Retomada da Hegemonia Norte Americana”, *Revista de Economia Política*, 5 (2), pp. 5-15.
- Tooze A (2020), *Lo schianto. 2008-2018. Come un decennio di crisi economica ha cambiato il mondo*, Milano: Mondadori.
- Vernengo M. (2006a), *Monetary Integration and Dollarization: No Panacea*, Cheltenham: Edward Elgar Publishing.
- Vernengo M. (2006b), “Technology, finance, and dependency: Latin American radical political economy in retrospect”, *Review of Radical Political Economics*, 38 (4), pp. 551-568.
- Wheatley J. e Smith C. (2022), “Russia sanctions threaten to erode dominance of US dollar, says IMF”, *Financial Times*, 31 marzo, disponibile alla URL: <https://www.ft.com/content/3e0760d4-8127-41db-9546-e62b6f8f5773>
- Williamson J. (1990), “What Washington Means by Policy Reform”, in J. Williamson (a cura di), *Latin American Adjustment: How Much Has Happened?* (pp. 7-20), Washington: Institute for International Economics.