Bank i Kredyt 56(5), 2025, 557-592
DOI: 10.5604/01.3001.0055.3048

BANK I KREDYT
BANK & CREDIT

Perspektywy dolara amerykańskiego jako dominującej waluty międzynarodowej

Dominik Skopiec*

Nadesłany: 25 sierpnia 2025 r. Zaakceptowany: 10 września 2025 r.

Jak cytować: Skopiec D. (2025), Perspektywy dolara amerykańskiego jako dominującej waluty międzynarodowej, *Bank i Kredyt*, 56(5), 557–592, DOI: 10.5604/01.3001.0055.3048.

Streszczenie

Dolar amerykański niezmiennie pozostaje dominującą walutą międzynarodową. Hegemoniczna pozycja waluty Stanów Zjednoczonych utrzymuje się pomimo tego, że od czasu upadku systemu walutowego z Bretton Woods nie ma już charakteru sformalizowanego.

Celem artykułu jest przeanalizowanie ekonomicznych determinant międzynarodowej dominacji dolara amerykańskiego pod kątem ich trwałości oraz zbadanie źródeł potencjalnej erozji hegemonii dolara.

Hipotezą artykułu jest twierdzenie, że w krótkim okresie pozycja dolara jako dominującej waluty międzynarodowej pozostanie niezagrożona ze względu na: relatywną trwałość fundamentalnych i niefundamentalnych źródeł hegemonii dolara; ograniczone możliwości polityki dedolaryzacyjnej gospodarek wschodzących ze względu na inercję w międzynarodowym systemie walutowym i silne efekty zewnętrzne sieci petryfikujące dominację dolara, a także brak walut alternatywnych, które w podobnym stopniu mogłyby pełnić funkcje pieniądza międzynarodowego. W długim okresie czynnikami potencjalnej erozji międzynarodowej dominacji dolara są natomiast: utrzymująca się nierównowaga zewnętrzna i nierównowaga fiskalna Stanów Zjednoczonych; osłabienie instytucjonalnych źródeł atrakcyjności dolara, w tym zwłaszcza działania zmierzające do zmniejszenia niezależności banku centralnego; rozwój prywatnego i publicznego pieniądza cyfrowego oraz rozwój alternatywnych metod płatności. Zastosowane metody badawcze obejmują analizę statystyczno-opisową, analizę porównawczą i studium literatury przedmiotu.

Słowa kluczowe: waluta międzynarodowa, międzynarodowy system walutowy, waluta dominująca, rezerwy dewizowe, bank centralny

JEL: E42, E52, E58, F31, F33

* Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Katedra Finansów Międzynarodowych; ORCID: 0000-0001-5751-9282.

1. Wprowadzenie

Współczesny międzynarodowy system walutowy pozostaje systemem dolarocentrycznym. Dominująca pozycja dolara amerykańskiego nie ma jednak charakteru sformalizowanego, tak jak w systemie walutowym z Bretton Woods, w którym dolarowi przypisano rolę kotwicy monetarnej międzynarodowego systemu walutowego przez: (1) powiązanie dolara ze złotem i jego wymienialność na złoto (dla banków centralnych) oraz (2) ustanowienie stałych kursów poszczególnych walut do dolara (Eichengreen 2019a). Po upadku systemu z Bretton Woods podstawową zasadą międzynarodowego systemu walutowego stała się swoboda wyboru reżimu monetarnego przez poszczególne kraje. Jednocześnie demonetyzacja złota oznaczała przejście do epoki pieniądza fiducjarnego. W związku z tym współczesny międzynarodowy system walutowy, w którym dolar pozostał dominującą walutą międzynarodową, określa się jako *fiduciary dollar standard* (Ocampo 2017) lub *de facto dollar standard* (Elson 2021). Utrzymująca się hegemonia dolara wynika w nim z czynników zarówno fundamentalnych, jak i niefundamentalnych, które decydują o atrakcyjności amerykańskiej waluty. Istotną rolę odgrywają także zewnętrzne strukturalne źródła pozycji dolara, w tym inercja systemu walutowego, efekty zewnętrzne sieci i siła przyzwyczajenia.

Dominacja dolara pozostaje wyraźna w odniesieniu do wszystkich funkcji walut międzynarodowych wyodrębnionych w macierzy Cohena, a zatem ma charakter wielowymiarowy i obejmuje różne obszary. Poszczególne funkcje pełnione przez walutę dominującą wzmacniają się nawzajem, co prowadzi do utrwalenia jej pozycji. Należy podkreślić, że status dominującej waluty rezerwowej odnosi się tylko do jednego z tych obszarów. Niestety w literaturze często analizuje się międzynarodową pozycję dolara przede wszystkim przez pryzmat udziału aktywów nominowanych w USD w światowych rezerwach walutowych.

Hegemonia dolara utrzymuje się nie tylko ze względu na trwałość jej fundamentalnych i niefundamentalnych źródeł, lecz również z powodu słabości potencjalnych konkurentów. Wzrost międzynarodowego wykorzystania euro po utworzeniu wspólnej waluty w 1999 r. miał charakter przejściowy. Trend ten uległ odwróceniu po kryzysie zadłużeniowym w strefie euro. Nie spełniły się formułowane początkowo w literaturze oczekiwania, że euro zdetronizuje dolara. Z kolei wzrost pozycji gospodarek wschodzących w gospodarce światowej dotyczył dotychczas głównie sfery realnej i przejawiał się rosnącym udziałem tych krajów w globalnej produkcji i handlu, natomiast nie znalazł odzwierciedlenia w układzie sił w międzynarodowym systemie walutowym. Pomimo spadku udziału Stanów Zjednoczonych w światowej produkcji i handlu pozycja dolara pozostaje niezachwiana. W rezultacie doszło do silnego wzrostu asymetrii między pozycją poszczególnych krajów w realnej sferze gospodarki światowej a ich pozycją w międzynarodowym systemie walutowym (IMF 2025). Jest to szczególnie widoczne w przypadku Chin, gdyż pomimo realizowanej od 2009 r. strategii umiędzynarodowienia renminbi wykorzystanie tej waluty przez nierezydentów pozostaje relatywnie niewielkie.

Wraz ze zmianą pozycji największych gospodarek wschodzących zmieniło się jednak nastawienie tych krajów do międzynarodowej dominacji dolara, czemu towarzyszyły dążenia do zmniejszenia zależności od waluty Stanów Zjednoczonych. Akceleratorem tych dążeń stało się coraz częstsze wykorzystywanie dolara jako instrumentu polityki zagranicznej Stanów Zjednoczonych, czyli traktowanie go jako swego rodzaju broni finansowej (*dollar weaponization*). W szczególności dotyczyło to sankcji finansowych nakładanych przez Stany Zjednoczone na niektóre gospodarki wschodzące, co znacznie nasiliło tendencje do dedolaryzacji. Bezprecedensowe sankcje nałożone na Rosję po ataku na Ukrainę, w szcze-

gólności zamrożenie aktywów rezerwowych Banku Rosji oraz odcięcie banków rosyjskich od systemu SWIFT i *de facto* uniemożliwienie Rosji prowadzenia operacji w walutach międzynarodowych, nasiliło dążenia wielu gospodarek wschodzących do zmniejszenia dominacji dolara w gospodarce światowej (McDowell 2023).

Celem artykułu jest przeanalizowanie ekonomicznych determinant międzynarodowej dominacji dolara amerykańskiego pod kątem ich trwałości oraz zbadanie źródeł potencjalnej erozji hegemonii dolara, odnoszących się zarówno do zmiennych makroekonomicznych dla gospodarki Stanów Zjednoczonych, jak i do zmian zachodzących w jej otoczeniu, w szczególności perspektyw zwiększenia międzynarodowego wykorzystania innych walut, działań podejmowanych przez gospodarki wschodzące w celu zmniejszenia zależności od dolara oraz rozwoju alternatywnych metod rozliczania transakcji transgranicznych.

Hipotezą artykułu jest twierdzenie, że w krótkim okresie pozycja dolara jako dominującej waluty międzynarodowej pozostanie niezagrożona ze względu na: relatywną trwałość fundamentalnych i niefundamentalnych źródeł hegemonii dolara; ograniczone możliwości polityki dedolaryzacyjnej gospodarek wschodzących ze względu na inercję międzynarodowego systemu walutowego i silne zewnętrzne efekty sieci petryfikujące dominację dolara, a także brak walut alternatywnych, które mogłyby pełnić funkcje pieniądza międzynarodowego w podobnym stopniu. W długim okresie czynnikami potencjalnej erozji międzynarodowej dominacji dolara są: utrzymująca się nierównowaga zewnętrzna i nierównowaga fiskalna Stanów Zjednoczonych; osłabienie instytucjonalnych źródeł atrakcyjności dolara, w tym zwłaszcza działania zmierzające do zmniejszenia niezależności banku centralnego; rozwój prywatnego i publicznego pieniądza cyfrowego oraz rozwój alternatywnych metod płatności. Zastosowane metody badawcze obejmują analizę statystyczno-opisową, analizę porównawczą i studium literatury przedmiotu.

2. Obszary i skala międzynarodowej dominacji dolara

Wobec braku waluty globalnej podstawowym źródłem płynności międzynarodowej pozostają waluty narodowe pełniące funkcję pieniądza międzynarodowego. Kenen (2011) definiuje walutę międzynarodową (*international currency*) jako walutę, która jest używana i utrzymywana poza granicami kraju emitenta do zawierania transakcji z jego rezydentami, a zwłaszcza do przeprowadzania transakcji między nierezydentami. Inaczej mówiąc, są to waluty narodowe pełniące klasyczne funkcje pieniądza – środka płatniczego, miernika wartości i środka tezauryzacji – dla nierezydentów zarówno ze sfery oficjalnej (rządy, banki centralne), jak i prywatnej (eksporterzy, importerzy, banki komercyjne i inni inwestorzy instytucjonalni).

Powszechnie stosowane podejście w analizie walut międzynarodowych bazuje na tzw. macierzy Cohena, która stanowi zestawienie funkcji pieniądza pełnionych przez poszczególne waluty w wymiarze międzynarodowym w sferze oficjalnej oraz prywatnej.

W sferze oficjalnej waluta międzynarodowa pełni funkcję miernika wartości, gdy jest stosowana jako waluta referencyjna (*pegging currency*) w przyjętym przez dany kraj systemie stałego lub sztywnego kursu walutowego. Wybór waluty referencyjnej determinuje także wybór waluty interwencyjnej (*intervention currency*), w której bank centralny przeprowadza interwencje na rynku walutowym, aby wpływać na poziom kursu walutowego. Należy podkreślić, że w tym przypadku interwencje waluto-

we nie ograniczają się do wspomnianych reżimów kursowych, lecz występują także w systemach kursu płynnego i mają na celu stabilizację kursu w przypadku jego nadmiernych wahań. W krajach, gdzie kurs walutowy pełni funkcję kotwicy monetarnej, interwencje są natomiast wykorzystywane do osiągnięcia celu kursowego. Bank centralny utrzymuje więc odpowiednią ilość waluty rezerwowej (*reserve currency*), która jest tożsama z walutą referencyjną i interwencyjną (Cohen 1971, 2015; Hartmann 2003).

Tabela 1
Funkcje walut międzynarodowych w macierzy Cohena

Funkcja pieniądza	Wykorzystanie w sferze prywatnej	Wykorzystanie w sferze oficjalnej
Środek płatniczy	waluta transakcyjna	waluta interwencyjna
Miernik wartości	waluta kwotowania	waluta referencyjna
Środek tezauryzacji	waluta inwestycyjna	waluta rezerwowa

Źródło: opracowanie własne na podstawie Cohen (1971).

W sferze prywatnej waluta międzynarodowa występuje w funkcji środka płatniczego jako waluta transakcyjna. W przypadku handlu zagranicznego jest nią waluta eksportera, waluta importera lub waluta trzecia, w której rozliczają transakcje. Eksporterzy i importerzy nabywają waluty obce bądź zbywają je za pośrednictwem banków będących aktywnymi uczestnikami rynku walutowego. Na tym rynku walutę transakcyjną stosuje się jako walutę przejścia (*vehicle currency*). Ponadto zarówno w handlu międzynarodowym, jak i na rynku walutowym waluta międzynarodowa pełni funkcję miernika wartości jako waluta kwotowania (*quotation currency*). W handlu międzynarodowym używana jest do określania cen i fakturowania, natomiast na rynku walutowym do wyrażania kursów walutowych. Waluty międzynarodowe w sferze prywatnej pełnią także funkcję środka tezauryzacji i w tym przypadku występują jako waluta inwestycyjna, w której nominowane są aktywa, takie jak obligacje czy akcje będące przedmiotem zainteresowania inwestorów (Cohen 1971, 2015).

W literaturze przedmiotu zwraca się uwagę, że we współczesnej zglobalizowanej gospodarce światowej współistnieje wiele różnych walut międzynarodowych. Cechuje je swego rodzaju hierarchia oparta na kryterium ilościowym, czyli częstotliwości, z jaką dana waluta pełni poszczególne funkcje pieniądza w transakcjach międzynarodowych. Waluty, które pełnią większość klasycznych funkcji pieniądza, określa się mianem walut kluczowych (*key currencies*). Zazwyczaj występuje jednak waluta międzynarodowa, która w zdecydowanie większym stopniu pełni wspomniane funkcje i jest szeroko wykorzystywana zarówno w sferze oficjalnej, jak i prywatnej. Wówczas jest to dominująca waluta międzynarodowa (*dominant international currency*) (Hartmann 2003). Występowanie jednej dominującej waluty międzynarodowej często jest tłumaczone istnieniem swego rodzaju monopolu naturalnego (Ilzetzki, Reihart, Rogoff 2019).

Cohen (2015) stosuje bardziej rozbudowaną klasyfikację walut, którą przedstawia obrazowo w formie piramidy. Bazuje częściowo na pierwszej zwartej klasyfikacji walut międzynarodowych stworzonej przez Strange (1971). Na szczycie piramidy Cohena znajduje się jedna waluta dominująca (*top currency*), obecnie dolar. Szczebel niżej umieścił waluty arystokratyczne (*patrician currency*), do których zaliczył euro i jena, wskazując jednocześnie na geograficzne ograniczenie ich wykorzystania. Poniżej znajdują się waluty

elitarne (*elite currency*), w znacznie mniejszym stopniu pełniące funkcje pieniądza międzynarodowego. Do tej kategorii należą: funt szterling, frank szwajcarski, dolar australijski i dolar kanadyjski. Kolejne niższe szczeble zajmują waluty, których nie tylko nie wykorzystuje się w skali międzynarodowej, lecz nawet ich wykorzystanie krajowe jest ograniczone (np. w krajach stosujących substytucję walutową).

Dominacja dolara pozostaje wyraźna w odniesieniu do wszystkich funkcji walut międzynarodowych opisywanych w macierzy Cohena. W literaturze szczególnie wiele uwagi poświęca się roli dolara jako głównej waluty rezerwowej, choć należy pamiętać, że jest to tylko jeden z obszarów międzynarodowego wykorzystania amerykańskiej waluty. Powszechnie wskazuje się na spadek udziału dolara w światowych sklasyfikowanych rezerwach walutowych: z 71,5% w 2001 r. do 57,8% w 2024 r. (wykres 1). Wydłużenie szeregu czasowego sugeruje jednak ostrożniejszą interpretację tego spadku, gdyż w 1995 r. udział dolara wynosił 58,9%, czyli był zbliżony do obecnego (COFER 2025). Co więcej, wartość nominalna aktywów dolarowych utrzymywanych przez banki centralne systematycznie rosła i zwiększyła się z 1,1 mld USD w 2001 r. do 7,1 mld w 2021 r. W latach 2003–2013 całkowite światowe rezerwy walutowe rosły jednak w bezprecedensowym tempie, dużo szybszym od tempa wzrostu rezerw utrzymywanych w aktywach dolarowych (wykres 2).

Spadkowi udziału dolara oraz stagnacji udziału euro w światowych rezerwach walutowych towarzyszył wzrost roli innych walut. Dywersyfikacja rezerw dewizowych banków centralnych spowodowała wzrost udziału tzw. walut alternatywnych (*nontraditional reserve currencies*), wśród których najważniejsze są: renminbi, dolar australijski, dolar kanadyjski i frank szwajcarski (wykres 3). Wzrosły również udziały wona koreańskiego, korony szwedzkiej, dolara singapurskiego, korony norweskiej, korony duńskiej i dolara nowozelandzkiego (Arslanap, Eichengreen, Simpson-Bell 2022).

Dolar pozostaje również najczęściej wybieraną walutą referencyjną w reżimach monetarnych opartych na stabilizowaniu kursu walutowego. W 2023 r. spośród 63 krajów członkowskich[1] Międzynarodowego Funduszu Walutowego stosujących kurs walutowy jako kotwicę nominalną (*exchange rate anchor*) 32 powiązały walutę krajową z dolarem, a tylko 13 z euro (IMF 2024). Ponadto dolar jest najczęściej stosowaną walutą substytucyjną, zarówno w przypadku oficjalnej, jak i nieoficjalnej substytucji walutowej. Dominacja dolara pozostaje również niezmienną cechą światowego rynku walutowego. Udział dolara w średnim dziennym obrocie na tym rynku wzrósł po globalnym kryzysie finansowym z 84,9% w 2010 r. do 89,2% w 2025 r. W tym samym czasie udział euro znacznie spadł: z 39,1% do 28,9% (wykres 4). Dynamicznie wzrastał natomiast udział renminbi – z marginalnego poziomu 0,9% do 8,2% (BIS 2025). Należy podkreślić, że rola dolara jako najczęściej wybieranej waluty przejścia (*vehicle currency*) na światowym rynku walutowym i związane z tym korzyści skali (niższe koszty) stanowią jeden z najważniejszych czynników utrzymującej się międzynarodowej dominacji dolara (IMF 2025).

Dolar pozostaje również walutą dominującą w światowych płatnościach. Co więcej, w tym obszarze pozycja dolara się wzmocniła. Zgodnie z danymi SWIFT udział dolara w rozliczaniu płatności transgranicznych wzrósł z 33,3% w grudniu 2012 r. do 48,5% w maju 2025 r., podczas gdy udział euro spadł z 39,8% do 23,6% (wykres 5). Dominacja dolara jako waluty międzynarodowej, czyli wykorzystywanej w transakcjach między nierezydentami, jest jeszcze wyraźniejsza po wyłączeniu z powyższej miary płatności rozliczanych w euro wewnątrz strefy euro. Według tak skorygowanej miary udział dolara w rozliczaniu światowych płatności wynosił w maju 2025 r. aż 59,2%, natomiast w przypadku euro było to zaledwie 14%.

[1] W przypadku unii walutowych nie uwzględniono liczby krajów członkowskich, lecz potraktowano unię jako jedną gospodarkę.

Dominacja dolara pozostaje również wyraźna poza systemem finansowym Stanów Zjednoczonych. Według Europejskiego Banku Centralnego (EBC 2025) na koniec 2024 r. w dolarze nominowano 65,4% zagranicznych dłużnych papierów wartościowych (w euro 22,5%), 52,2% kredytów zagranicznych (w euro 26%) oraz 58,4% depozytów walutowych (w euro 22,3%) (wykres 6).

W literaturze wykorzystuje się również syntetyczne miary międzynarodowego wykorzystania walut. Indeks opracowany przez Bank Rezerwy Federalnej w Nowym Jorku jest średnią ważoną udziałów danej waluty w: (1) światowych sklasyfikowanych rezerwach walutowych (waga 25%), (2) wolumenie transakcji na rynku walutowym (25%), (3) emisji długu w walucie obcej (25%), (4) walutowych należnościach bankowych (12,5%) oraz (5) walutowych zobowiązaniach bankowych (12,5%) (Bertaut, von Beschwits, Curcuru 2023). Według tej miary dominująca pozycja dolara w XXI w. pozostaje niezachwiana: wartość indeksu wynosiła 68,1 w 2001 r. oraz 69 w 2022 r. Z kolei wartość tego indeksu dla euro pomimo przejściowego wzrostu zmalała z 26,4 w 2001 r. do 23,1 w 2022 r. (wykres 7).

3. Fundamentalne i niefundamentalne czynniki międzynarodowej dominacji dolara

Utrzymująca się pozycja dolara jako dominującej waluty międzynarodowej wynika z wielu czynników, odnoszących się zarówno do gospodarki Stanów Zjednoczonych, jak i funkcjonowania międzynarodowego systemu walutowego. W pierwszej grupie czynników (wewnętrznych) znaczenie mają zarówno czynniki o charakterze fundamentalnym (ekonomicznym), jak i niefundamentalnym (instytucjonalnym).

Stany Zjednoczone nadal spełniają wszystkie kryteria umiędzynarodowienia waluty krajowej, z wyjątkiem kryteriów o charakterze fiskalnym[2]. Pod względem PKB w cenach bieżących pozostają niezmiennie największą gospodarką świata. Po 2001 r. udział Stanów Zjednoczonych w światowym PKB co prawda spadał z poziomu 31,5%, ale następnie ustabilizował się i od 2015 r. oscylował wokół 24%, a od 2021 r. wzrastał i osiągnął 26,2% w 2024 r. (wykres 8). Stany Zjednoczone spełniają również warunek odnoszący się do znacznego udziału w światowym handlu. W 2022 r. kraj ten pozostawał największym światowym importerem, z udziałem 13,2%, oraz drugim największym eksporterem z udziałem 8,3% (wykres 9).

Atutem Stanów Zjednoczonych pozostaje niezmiennie największy, najgłębszy i najbardziej płynny rynek finansowy (Elson 2021; Mühleisen 2022). Dotyczy to zarówno dłużnych, jak i udziałowych papierów wartościowych. Z punktu widzenia międzynarodowej pozycji dolara największe znaczenie ma rynek obligacji rządowych (*Treasury securities*), które zachowują cechy aktywów bezpiecznych (*safe haven assets*), czyli aktywów gwarantujących zachowanie wartości, charakteryzujących się brakiem ryzyka niewypłacalności emitenta, najwyższym ratingiem, bardzo dużą płynnością, ograniczonym ryzykiem inflacyjnym oraz wykazują tendencję do wzrostu ceny w okresach zwiększania się napięć na rynkach

[2] Standardowe kryteria stosowane w literaturze to: wielkość gospodarki; udział w handlu międzynarodowym; dobrze rozwinięty, głęboki i płynny rynek finansowy, w szczególności odpowiednio duży rynek skarbowych papierów wartościowych o wysokim ratingu; swobodny dostęp do krajowego rynku finansowego dla nierezydentów (otwarty rachunek finansowy bilansu płatniczego i pełna wymienialność waluty krajowej); stabilność makroekonomiczna, w szczególności stabilność siły nabywczej pieniądza krajowego (niska inflacja i stabilny kurs walutowy); system płynnego kursu walutowego; wiarygodność polityki gospodarczej, zwłaszcza polityki pieniężnej; stabilna pozycja fiskalna (Frankel 2012; Cohen 2015, 2019; Genberg 2009; Prasad, Ye 2012; Pszczółka 2011; Elson 2021).

finansowych/kryzysów (Gourinchas, Jeanne 2012; Bogołębska 2020). Wówczas wzrostowi ceny *Treasury securities* towarzyszy aprecjacja dolara w wyniku tzw. efektu bezpiecznej przystani (*safe haven assets effect*). Polega on na tym, że w okresie wzrostu globalnej niepewności związanej z kryzysem inwestorzy uciekają do nominowanych w twardej walucie aktywów tradycyjnie uznawanych za bezpieczne (*flight to quality*). Było to widoczne nawet podczas globalnego kryzysu finansowego, kiedy powszechnie oczekiwano deprecjacji dolara. Prasad (2015) dowodzi, że globalny kryzys finansowy umocnił międzynarodową pozycję dolara, uwidaczniając, jak niezachwianie inwestorzy postrzegali aktywa dolarowe jako bezpieczną przystań. Świadczyła o tym skala napływu kapitału do Stanów Zjednoczonych i aprecjacji dolara. Ponadto występuje wyraźna tendencja do silnej aprecjacji dolara w okresach wzrostu napięć geopolitycznych, co było szczególnie widoczne przez kilka miesięcy po wybuchu wojny w Ukrainie w lutym 2022 r.

Szczególne znaczenie w kontekście trwałości międzynarodowej dominacji dolara ma fakt, że Stany Zjednoczone mają największy na świecie rynek dłużnych papierów wartościowych, którego udział w światowym rynku długu wynosi prawie 40%. Daleko w tyle pozostaje Unia Europejska z udziałem 18,4% w 2023 r. (wykres 10). Ponadto ze względu na fragmentację rynku długu w Unii Europejskiej porównanie tego agregatu z wielkością amerykańskiego rynku długu ma ograniczony sens. Stany Zjednoczone pozostają niezmiennie głównym dostarczycielem bezpiecznych aktywów. Pomimo obniżenia ratingu kredytowego przez trzy największe agencje ratingowe, przedstawione w kolejnym punkcie artykułu, rating ten pozostaje na wysokim poziomie AA+. Zasób utrzymywanych przez nierezydentów obligacji rządu federalnego Stanów Zjednoczonych znacznie wzrósł od czasu globalnego kryzysu finansowego. Przeważająca część tych papierów to nadal obligacje długoterminowe: w 2024 r. stanowiły 87% amerykańskich obligacji utrzymywanych przez podmioty zagraniczne (wykres 11). Rynek kapitałowy Stanów Zjednoczonych również pozostaje największy na świecie. Co więcej, w ciągu ostatniej dekady szczególnie silnie wzrósł wolumen amerykańskich akcji utrzymywanych przez nierezydentów: z 6,4 bln USD w 2014 r. do 16,9 bln USD w 2024 r. Zwiększył się również udział akcji w całym agregacie amerykańskich aktywów finansowych posiadanych przez cudzoziemców: z 38,7% w 2014 r. do 54,6% w 2024 r. Wśród największych posiadaczy obligacji skarbowych Stanów Zjednoczonych od 2016 r. pierwsze miejsce zajmuje Japonia (wykres 12). Na koniec 2024 r. Japonia utrzymywała obligacje amerykańskie o wartości 1,06 bln USD. Symptomatyczny jest natomiast spadek amerykańskich obligacji utrzymywanych przez Chiny, które do 2015 r. posiadały największe zasoby tych papierów. Na koniec 2024 r. Chiny utrzymywały obligacje Stanów Zjednoczonych o wartości 759 mld USD, podczas gdy na koniec 2015 r. było to 1,25 bln USD.

Szczególnie istotnym czynnikiem utrzymującej się międzynarodowej dominacji dolara jest wiarygodność banku centralnego i efektywność prowadzonej polityki pieniężnej. Należy podkreślić, że System Rezerwy Federalnej (Fed) – podobnie jak Bundesbank – uzyskał niezależność o wiele wcześniej niż banki centralne innych krajów wysoko rozwiniętych. Znaczna niezależność pozwoliła Fed na skuteczne działanie w sytuacji wzrostu inflacji, czego najlepszym przykładem stało się istotne podniesienie stóp procentowych po szokach inflacyjnych w latach 70. XX w. Od tego czasu inflacja w Stanach Zjednoczonych pozostawała stabilna i względnie niska (wykres 13). Co prawda, w 2022 r. doszło do silnego wzrostu inflacji, jednak istotne zacieśnienie polityki pieniężnej przez Fed doprowadziło do relatywnie szybkiej dezinflacji. Dolar utrzymuje również wartość w wymiarze zewnętrznym. Pomimo fluktuacji wartość dolara w relacji do koszyka walut głównych partnerów handlowych Stanów Zjednoczonych pozostaje względnie stabilna w długim okresie. Ukazuje to dobrze ewolucja

wartości indeksu dolara (DXY), odzwierciedlającego kurs dolara do koszyka walut, w którego skład wchodzą: euro (57,6%), jen (13,6%), funt szterling (11,9%), dolar kanadyjski (9,1%), korona szwedzka (4,2%) oraz frank szwajcarski (3,6%) (wykres 14).

Międzynarodowa dominacja dolara amerykańskiego wynika również z trwałości czynników o charakterze niefundamentalnym i instytucjonalnym. Zaufanie, jako kluczowy czynnik umiędzynarodowienia waluty krajowej, jest tutaj pochodną jakości instytucji, stabilnego i demokratycznego systemu politycznego, respektowania rządów prawa i silnej ochrony prawa własności, niezależności banku centralnego i wysokich standardów realizowanej polityki pieniężnej, a także efektywnego systemu nadzoru ostrożnościowego (Elson 2021; Prasad 2015). Zasadnicze znaczenie mają też sojusze polityczne i militarne Stanów Zjednoczonych, stymulujące wykorzystanie dolara w krajach sojuszniczych i zwiększające zaufanie do tej waluty (Cohen 2019).

Szczególnie istotnym czynnikiem wspierającym międzynarodową dominację dolara były działania prowadzone przez Fed w czasie kryzysów, polegające na zapewnieniu dostępu do płynności dolarowej na rynkach *offshore*. Fed czynił to przez zawieranie porozumień o swapach walutowych z bankami centralnymi, które następnie udostępniały płynność dolarową krajowemu systemowi bankowemu. Dotychczas największa skala wykorzystania tego instrumentu cechowała okres globalnego kryzysu finansowego. W szczególności po upadku banku Lehman Brothers w połowie września 2008 r. Fed zniósł limity dostępnej płynności dolarowej dla Banku Anglii, Europejskiego Banku Centralnego, Narodowego Banku Szwajcarii oraz Banku Japonii. Szczególne znaczenie miało również zawarcie porozumień swapowych z bankami centralnymi krajów, z którymi Fed nie zawierał dotąd tego typu umów, czyli z Brazylią, Meksykiem, Koreą Południową i Singapurem. Ponieważ w okresie globalnego kryzysu finansowego swapy walutowe zawierane przez Fed nie tylko były wyjątkowo liczne, lecz także przewidywały dostarczenie największej płynności, zaczęto określać Fed mianem globalnego pożyczkodawcy ostatniej instancji (McDowell 2012, 2016; Broz 2015; Bogołębska 2020; Polański 2012; Mühleisen 2022).

Po raz kolejny Fed wystąpił w tej roli na początkowym etapie koronakryzysu w marcu 2020 r., kiedy aktywowano zarówno istniejące porozumienia swapowe, jak i podpisano nowe. Mianowicie w marcu 2020 r. zawarł porozumienia o tymczasowych swapach walutowych z dziewięcioma bankami centralnymi. Były to te same banki, z którymi miał swapy w czasie globalnego kryzysu finansowego, tj. banki centralne Australii, Brazylii, Danii, Korei Płd., Meksyku, Norwegii, Nowej Zelandii, Singapuru i Szwecji. Zakres wykorzystania płynności w ramach sieci stałych i tymczasowych swapów walutowych był jednak mniejszy niż w latach 2008–2010 (Gislén, Hansson, Melander 2021). Po raz kolejny swapy walutowe Fed zostały uruchomione w marcu 2023 r. w związku z turbulencjami w sektorze bankowym powstałymi po upadku banku Silicon Valley Bank i zaaranżowanym przez szwajcarskie władze przejęciu Credit Suisse przez UBS. Poza porozumieniami swapowymi Fed utworzył w marcu 2020 r. dodatkowy, początkowo tymczasowy instrument: Foreign and International Monetary Authorities Repo Facility (FIMA). W lipcu 2021 r. FIMA została przekształcona w instrument stały (*standing facility*). W ramach FIMA banki centralne utrzymujące obligacje skarbowe Stanów Zjednoczonych mogą otrzymać od Fed czasowy dostęp do płynności dolarowej pod zastaw tych papierów. Celem nowego instrumentu było więc także zapobiegnięcie bezwarunkowej sprzedaży obligacji amerykańskich przez banki centralne w celu uzyskania płynności w dolarach.

Utrzymująca się pozycja dolara jako dominującej waluty międzynarodowej wynika również z czynników zewnętrznych, wiążących się ze strukturą i funkcjonowaniem międzynarodowego systemu walutowego. Przemiany, które zachodzą w gospodarce światowej, wiążące się ze spadkiem znacze-

nia jednych mocarstw gospodarczych i wzrostem znaczenia innych, oznaczają przesunięcie dominacji ekonomicznej, czego pochodną są zmiany w hierarchii walut międzynarodowych. Waluta kraju tracącego mocarstwową pozycję w gospodarce światowej przestaje być dominującą walutą międzynarodową, a funkcję tę przejmuje waluta kraju, którego gospodarka zyskuje taką pozycję. Wspomniane przemiany są jednak bardzo powolne, a zmiany w hierarchii walut międzynarodowych cechuje znaczna inercja. Zazwyczaj upływa wiele lat od uzyskania dominacji ekonomicznej przez dany kraj do momentu osiągnięcia podobnej pozycji przez jego walutę, a waluta kraju tracącego pozycję mocarstwa gospodarczego utrzymuje swoje znaczenie jeszcze przez długi czas (Hartmann 2003; Chinn, Frankel 2005; Cohen 2015). W dotychczasowej historii walut międzynarodowych były dwie takie zmiany. Pierwsza – w XVII w. – to zastąpienie guldena holenderskiego przez funta szterlinga wraz z umocnieniem się pozycji gospodarki brytyjskiej w gospodarce światowej. Drugą było zastąpienie funta przez dolara, co nastąpiło w pełni wraz końcem II wojny światowej. Wielka Brytania utraciła wówczas swoją dotychczasową pozycję na skutek wyniszczenia wojną i rozpadu imperium brytyjskiego w wyniku procesu dekolonizacji, podczas gdy Stany Zjednoczone stały się mocarstwem gospodarczym i politycznym (Eichengreen 2019a).

Wspomniana inercja cechująca międzynarodowy system walutowy wiąże się przede wszystkim z występowaniem zewnętrznych efektów sieci (*network externalities*), zaprezentowanych na początku artykułu w postaci macierzy Cohena. Sprzyjają one wykorzystaniu danej waluty krajowej w odniesieniu do różnych funkcji pieniądza międzynarodowego. Efekt ten polega na tym, że im częściej dana waluta jest wykorzystywana w obrocie handlowym, tym większe jest prawdopodobieństwo jej dalszego stosowania ze względu na niższe koszty transakcyjne i większą płynność rynku, co zwiększa jej atrakcyjność dla innych uczestników rynku. Utrzymującej się dominacji dolara sprzyja również to, że większość płatności międzynarodowych jest rozliczana za pośrednictwem systemu bankowości korespondenckiej, a wśród banków korespondentów dominują banki amerykańskie.

McKinnon (2009, 2013) uważa, że system dolarocentryczny pozostaje trwały, gdyż dolar pełni w nim funkcję kotwicy monetarnej (nominalnej). Przejawem tego jest stabilizowanie wartości walut krajowych względem dolara nie tylko w krajach stosujących reżimy kursu sztywnego czy stałego, gdzie występuje kurs parytetowy względem dolara, lecz przede wszystkim w krajach rozwijających się. Stanowią one peryferia międzynarodowego systemu walutowego i stosują różne warianty kursu płynnego kierowanego (*dirty floating*). W tym przypadku kurs centralny nie występuje, jednak prowadzone są częste interwencje walutowe w celu ustabilizowania kursu waluty krajowej względem dolara. McKinnon uważa, że dopóki inflacja w Stanach Zjednoczonych będzie skutecznie kontrolowana, dopóty nie istnieje bariera dalszego powiększania długu publicznego za pośrednictwem emisji obligacji przez Departament Skarbu. Co więcej, kraje posiadające znaczne rezerwy dolarowe nie będą chciały dopuścić do silnej aprecjacji swoich walut wobec dolara, gdyż spowoduje to stratę wartości aktywów dolarowych i jednocześnie zmniejszy cenową konkurencyjność ich eksportu. Z tego powodu dopóki inflacja w Stanach Zjednoczonych pozostaje stabilna, dopóty system dolarocentryczny jest trwały.

Należy podkreślić, że wprawdzie McKinnon wprost odwołuje się do hipotezy systemu walutowego Bretton Woods II, którą na początku obecnego stulecia sformułowali Dooley, Folkerts-Landau i Garber (2003), jednak odrzuca argument o czysto merkantylistycznej motywacji krajów peryferyjnych, stabilizujących swoje waluty względem dolara. Podkreśla jednak, że dynamiczny wzrost azjatyckich gospodarek wschodzących umacniał międzynarodową pozycję dolara, gdyż rozliczanie rosnącego handlu tych gospodarek wymagało użycia go jako waluty przejścia (*vehicle currency*) i spowodowało wzrost obrotów dolarem na światowym rynku walutowym (McKinnon 2013).

4. Wewnętrzne i zewnętrzne czynniki zmniejszenia międzynarodowej roli dolara

Perspektywa zmniejszenia międzynarodowej roli dolara stała się tematem coraz bardziej intensywnej debaty publicznej oraz przedmiotem licznych badań naukowych. Wśród czynników, które mogą prowadzić do zmniejszenia roli dolara, warto wyróżnić czynniki wewnętrzne, związane z kondycją gospodarki Stanów Zjednoczonych i polityką gospodarczą prowadzoną przez administrację tego kraju, oraz czynniki zewnętrzne, związane ze zmianami w układzie sił w gospodarce światowej, fragmentacją geoekonomiczną i działaniami podejmowanymi przez niektóre kraje, dążące do zmniejszenia zależności od dolara.

Gospodarkę Stanów Zjednoczonych cechują również czynniki fundamentalne, które stanowią potencjalne zagrożenie dla międzynarodowej dominacji dolara. Wśród nich dwie kwestie zasługują na szczególną uwagę: trwała nierównowaga zewnętrzna oraz pogłębiająca się nierównowaga fiskalna. Ponadto coraz większe znaczenie ma erozja czynników instytucjonalnych, w tym jakości prowadzonej polityki gospodarczej i zdolności do przeprowadzenia reform.

W XXI w. doszło do znacznego pogłębienia się nierównowagi zewnętrznej Stanów Zjednoczonych, która przejawia się permanentnymi deficytami bilansu obrotów bieżących (CAB) oraz ujemną międzynarodową pozycją inwestycyjną netto (NIIP). Deficyt rachunku bieżącego w relacji do PKB co prawda obniżał się po 2016 r., kiedy osiągnął 5,9%, jednak po koronakryzysie ponownie zaczął wzrastać i w 2024 r. wyniósł 3,9%. Z kolei NIIP uległa bardzo silnemu pogorszeniu: jeszcze w 2000 r. w relacji do PKB wynosiła -15%, natomiast w 2024 r. sięgnęła aż -91% (wykres 15). Tak znaczna i trwała nierównowaga zewnętrzna wynika w dużej mierze właśnie z dominującej roli dolara, jednak postrzegana jest jako zjawisko kryzysogenne i potencjalne zagrożenie dla międzynarodowej pozycji dolara.

Problem utrzymującego się deficytu obrotów bieżących, w tym deficytu handlowego, szczególnie mocno podkreśla obecna administracja Stanów Zjednoczonych. Stephen Miran, szef Rady Doradców Ekonomicznych, opublikował jeszcze przed powołaniem na to stanowisko tekst, w którym za główną przyczynę deficytu handlowego uznał silnego i przewartościowanego dolara (Miran 2024). Silny kurs dolara wynikał z jego pozycji jako dominującej waluty międzynarodowej i związanego z tym ogromnego popytu na walutę amerykańską. Silny dolar powodował spadek cenowej konkurencyjności eksportu, prowadząc do deindustrializacji Stanów Zjednoczonych i odpływu miejsc pracy z tego kraju. Jednocześnie czynił import tańszym, co prowadziło do jego wzrostu i także przyczyniało się do deficytu handlowego. Jako remedium Miran zaproponował politykę osłabienia dolara za pomocą skoordynowanych interwencji walutowych w ramach porozumienia uzgodnionego z głównymi partnerami handlowymi. Powołując się na tzw. Porozumienie Plaza (Plaza Accord) z 1985 r., w ramach którego uczestniczące banki centralne zobowiązały się do prowadzenia skoordynowanych interwencji walutowych w celu osłabienia dolara, Miran zaproponował zawarcie Porozumienia z Mar-a-Lago (Mar-a-Lago Accord). Należy jednak podkreślić, że utrzymujący się deficyt handlowy Stanów Zjednoczonych wynika z wielu czynników, nie tylko ze zmniejszonej konkurencyjności cenowej w związku z silnym kursem dolara. Wątpliwe jest zatem, aby można było przywrócić równowagę zewnętrzną za pomocą polityki kursowej. Jednocześnie zawarcie takiego porozumienia i trwałe osłabienie dolara prowadziłoby do zmniejszenia międzynarodowej dominacji dolara, co jest zresztą jednym z celów omawianej koncepcji.

Drugim szczególnie istotnym problemem jest nierównowaga fiskalna Stanów Zjednoczonych, która przejawia się trwałymi i znacznymi deficytami budżetowymi oraz rosnącym długiem publicznym.

Pogorszenie sytuacji fiskalnej nastąpiło zwłaszcza w XXI w. Poziom długu publicznego w relacji do PKB od kilku lat oscyluje wokół 120% (wykres 16). Nierównowaga fiskalna stanowi szczególne zagrożenie dla międzynarodowej dominacji dolara, gdyż rodzi obawy o wypłacalność Stanów Zjednoczonych i grozi inflacyjnym finansowaniem długu. Jest to czynnik, który jeszcze bardziej niż nierównowaga zewnętrzna podważa zaufanie inwestorów zagranicznych do dolara. Przez analogię do systemu walutowego z Bretton Woods sytuację tę określa się mianem współczesnego wariantu dylematu Triffina. Jego istotą jest to, że globalny popyt na aktywa bezpieczne może być: (1) zaspokajany emisją rządowych papierów dłużnych przez emitenta waluty dominującej, czyli Stany Zjednoczone, co powoduje wzrost długu publicznego, pogorszenie pozycji fiskalnej i w efekcie osłabienie zaufania do dolara, albo (2) może pozostać niezaspokojony, co z kolei będzie hamować wzrost gospodarki światowej (Bordo, McCauley 2017). Należy jednak podkreślić, że nawet dla kraju będącego emitentem waluty dominującej istnieje granica zwiększania długu publicznego, po której przekroczeniu nastąpi – tak jak w systemie z Bretton Woods – kryzys zaufania do tej waluty.

Niepokojące zjawiska w gospodarce Stanów Zjednoczonych, zwłaszcza pogłębiająca się nierównowaga fiskalna, spowodowały odebranie temu krajowi najwyższego ratingu kredytowego „AAA" kolejno przez trzy największe agencje ratingowe. Jako pierwsza rating obniżyła agencja Standard & Poor's w 2011 r. z „AAA" do „AA+". W 2023 r. agencja Fitch dokonała analogicznej obniżki. W uzasadnieniu decyzji wskazano na erozję zarządzania publicznego w ciągu minionych 20 lat, zwłaszcza w odniesieniu do kwestii fiskalnych. Agencja szczególnie podkreślała problem narastającego długu publicznego w kontekście jednoczesnego obniżania podatków i zwiększania wydatków, a także znacznego wzrostu kosztów obsługi zadłużenia po podwyżkach stóp procentowych przeprowadzonych przez Fed. Jako ostatnia z „wielkiej trójki" obniżyła amerykański rating agencja Moody's: z „AAA" do „Aa1" w maju 2025 r. W uzasadnieniu decyzji wskazano na niezdolność kolejnych administracji i Kongresu do zmniejszenia deficytów budżetowych. Agencja spodziewa się dalszego pogłębiania się nierównowagi fiskalnej Stanów Zjednoczonych, gdyż deficyty będą się utrzymywały na skutek rosnących wydatków publicznych przy relatywnie stałych przychodach, co będzie prowadziło do dalszego wzrostu długu publicznego i kosztów jego finansowania. Wspomniane obniżki ratingów wskazują, że status dolara jako bezpiecznej przystani (*safe haven*) ulega stopniowej erozji.

W literaturze coraz częściej wskazuje się na osłabienie instytucjonalnych determinant dominacji dolara. Jest to wynikiem pogłębiających się podziałów politycznych, które hamują zdolność kolejnych administracji Stanów Zjednoczonych do przeprowadzania reform. Ponadto nieprzewidywalność w polityce gospodarczej, w szczególności handlowej, stała się jednym z czynników pogarszających zaufanie do aktywów dolarowych, gdyż zachwiała wizerunkiem Stanów Zjednoczonych jako kraju stabilnego gospodarczo. Za najważniejsze zagrożenie należy jednak uznać niesłabnące ataki na amerykański bank centralny i personalnie na jego szefa Jerome'a Powella. Jak wspomniano, Fed ma silną niezależność, którą uzyskał jako jeden z pierwszych banków centralnych. Niezależność Fed jest niezmiennie podkreślana przez wszystkie agencje ratingowe jako jeden z najsilniejszych atutów gospodarki Stanów Zjednoczonych. Obecna administracja, a w szczególności prezydent, kierują pod adresem Fed jasne oczekiwania, aby stopy procentowe zostały obniżone. Ponieważ Fed nie ugina się pod tymi naciskami, pojawiają się postulaty ograniczenia jego niezależności, a nawet odwołania prezesa przed upływem kadencji. Gdyby postulaty ograniczenia niezależności Fed zostały zrealizowane, byłby to najsilniejszy czynnik osłabiający dominację dolara wskutek utraty podstawowego atrybutu: zaufania zagranicznych inwestorów.

Perspektywa potencjalnej erozji międzynarodowej dominacji dolara wiąże się również z występowaniem wielu czynników zewnętrznych. Wynikają one z obiektywnych zmian zachodzących w gospodarce światowej oraz z motywacji wielu gospodarek wschodzących, dążących do zmniejszenia zależności od dolara i jego globalnej roli. Należy podkreślić, że krytyka dominującej pozycji dolara w międzynarodowym systemie walutowym nie jest zjawiskiem nowym, gdyż była silna już w końcowej fazie funkcjonowania systemu z Bretton Woods. Wówczas w szczególności Francja atakowała tzw. nadzwyczajny przywilej (*exorbitant priviledge*) osiągany przez Stany Zjednoczone w związku z międzynarodową dominacją dolara, proponując nawet powrót do systemu monetarnego opartego na złocie (Eichengreen 2019a). Od początku XXI w. krytyka ta ponownie się nasiliła, jednak obecnie jej głównym źródłem są gospodarki wschodzące i rozwijające się.

Jedną z najważniejszych przyczyn zwiększenia wysiłków na rzecz dedolaryzacji w gospodarkach wschodzących stały się sankcje finansowe nakładane na niektóre kraje przez Stany Zjednoczone, co jest przejawem traktowania dolara jako swego rodzaju broni finansowej (*dollar weaponization*). Sankcje, będące instrumentem polityki zagranicznej, znacznie ograniczają dostęp do płynności dolarowej i uniemożliwiają prowadzenie oraz rozliczanie transakcji w dolarach (Greenwald 2020; McDowell 2021). Nawet kraje nieobjęte sankcjami mają świadomość, że może się to zmienić, i dlatego uznają za wskazane zmniejszenie zależności od dolara i infrastruktury finansowej Stanów Zjednoczonych. W tym kontekście coraz bardziej istotny jest wzrost roli czynników geopolitycznych (Weiss 2022). Wiąże się to przede wszystkim z narastającymi napięciami między krajami systemu zachodniego a Chinami oraz wybuchem wojny w Ukrainie. W rezultacie nasiliły się tendencje do fragmentacji gospodarki światowej, czego rezultatem jest wyłanianie się wyraźnego podziału na bloki polityczno-gospodarcze (IMF 2023a). Na Rosję nałożono bezprecedensowe sankcje finansowe, w szczególności zamrożono aktywa rezerwowe Banku Rosji oraz odcięto rosyjskie banki od systemu SWIFT i amerykańskich banków korespondentów zrzeszonych w Clearing House Interbank Payments System (CHIPS). Stanowiło to silny sygnał dla innych gospodarek wschodzących i doprowadziło do wzmożenia ich wysiłków ukierunkowanych na zmniejszenie zależności od dolara.

McDowell (2023) wskazuje, że zbyt częste stosowanie sankcji prowadzi do erozji zaufania do dolara jako międzynarodowego środka tezauryzacji i środka płatniczego oraz do coraz intensywniejszych działań mających na celu zwiększenie odporności poszczególnych krajów na sankcje. Działania te są przy tym ukierunkowane na zmniejszenie zależności od dolara i amerykańskiego systemu finansowego. Nasiliły się po zwiększeniu liczby i zakresu sankcji finansowych stosowanych przez Stany Zjednoczone od początku XXI w. W latach 2000–2020 liczba obowiązujących dekretów prezydenta nakładających sankcje wzrosła z 22 do 94 (Drezner 2021). Systematycznie rosła również liczba krajów objętych sankcjami: z czterech w 2000 r. do 21 w 2020 r. Największą liczbą sankcji została jednak objęta dość wąska grupa krajów, a mianowicie Iran, Rosja, Korea Północna, Wenezuela i Syria (McDowell 2023).

Działania gospodarek wschodzących nakierowane na zmniejszenie zależności od dolara odnoszą się przede wszystkim do dwóch obszarów: dywersyfikacji rezerw dewizowych oraz budowania alternatywnych systemów płatniczych i promowania walut alternatywnych jako środka płatniczego w transakcjach transgranicznych. Ponadto politykę antydolarową (*anti-dollar policies*) prowadzą nie tylko kraje już objęte sankcjami, lecz także zagrożone nimi. Szczególnie widoczne są strategie dedolaryzacji realizowane przez kraje BRICS, głównie Chiny i Rosję. BRICS jako grupę cechuje jednak brak jednolitego podejścia do kwestii dedolaryzacji (Liu, Papa 2022). Ze względu na relacje ze Stanami Zjednoczonymi Indie nie stosują oficjalnie strategii dedolaryzacji. Brazylia i RPA nie są z kolei narażone na amerykańskie

sankcje i z tego powodu nie mają silnej motywacji do dedolaryzacji. W związku z tym nie należy się spodziewać, aby BRICS jako grupa stała się liderem dedolaryzacji gospodarki światowej.

Jednym z filarów międzynarodowego systemu dolarowego jest niezmienna dominacja waluty amerykańskiej w rozliczeniach surowców, zwłaszcza ropy naftowej. Z tego względu uważa się, że dedolaryzacja rynków surowców ma kluczowe znaczenie. Obecnie dwa najważniejsze benchmarki w przypadku ropy – Brent w Londynie i West Texas Intermediate (WTI) w Nowym Jorku – są kwotowane w dolarach. Po szczycie BRICS w 2018 r. Chiny uruchomiły na Międzynarodowej Giełdzie Energii w Szanghaju kontrakty terminowe na ropę naftową nominowane w renminbi. Pod względem wolumenu obrotu kontrakty te nie dorównują jednak wspomnianym benchmarkom. Również najnowsze badania wskazują, że inicjatywy mające na celu zmniejszenie zależności od dolara w fakturowaniu i rozliczaniu handlu ropą nie przynoszą wymiernych efektów (Boz i in. 2025).

Istotnym obszarem działań gospodarek wschodzących zmierzających do dedolaryzacji międzynarodowego systemu monetarnego i finansowego jest tworzenie alternatywnych systemów płatniczych, obejmujących wymianę informacji oraz transfer wartości pieniężnych. Zarówno Rosja, jak i Chiny uruchomiły krajowe alternatywy dla systemu SWIFT oraz relacji korespondenckich z bankami amerykańskimi (Prasad 2021; Nölke 2022). W 2015 r. Chiny utworzyły Transgraniczny System Płatności Międzybankowych (Cross-Border Interbank Payment System, CIPS), który ma stanowić alternatywę zarówno dla systemu SWIFT (wymiana informacji o transakcjach), jak i systemu CHIPS (transfer wartości pieniężnych). W systemie CIPS rozliczane są transakcje w renminbi; jest on również pomyślany jako instrument wspierający umiędzynarodowienie waluty Chin (Prasad 2016; Nölke 2022). Istotną niedoskonałością systemu CIPS pozostaje to, że uczestnicy pośredni muszą korzystać z systemu SWIFT w celu przekazywania informacji (Prasad 2021). Od momentu utworzenia CIPS liczba i wartość dokonywanych w nim transakcji systematycznie jednak rosną. W IV kwartale 2024 r. w CIPS rozliczono blisko 2 mln transakcji o łącznej wartości 6 bln USD (EBC 2025).

Udział dolara w rozliczaniu rosyjskiego eksportu do Chin spadł z 95% w 2013 r. do 46% w 2020 r. Należy jednak podkreślić, że w tym przypadku miejsce dolara w rozliczeniach zajęło euro, a nie waluty krajowe. Z kolei spadkowi udziału dolara w rozliczaniu rosyjskiego importu z Chin – z 90% w 2013 r. do 50% w 2020 r. – towarzyszył wzrost udziału renminbi. Było to możliwe dzięki wcześniejszemu rozwinięciu relacji między oboma krajami w zakresie bankowości korespondenckiej. Znaczny był również spadek udziału dolara w rozliczaniu rosyjskiego eksportu do Indii: z 95% w 2013 r. do 20% w 2019 r. W tym przypadku wzrosły jednak rozliczenia prowadzone w rublach (McDowell 2023).

Szczególnym obszarem dedolaryzacji Rosji stała się silna dywersyfikacja struktury rezerw dewizowych. Udział dolara amerykańskiego w rezerwach został zmniejszony z 43% w 2014 r. do 16,4% w 2021 r. Szczególnie symptomatyczny był olbrzymi wzrost udziału renminbi – z zerowego poziomu w 2014 r. do 13,1% w 2021 r. W rezultacie Rosja stała się największym na świecie posiadaczem rezerw w chińskiej walucie (Shagina 2022). Rosja istotnie zwiększyła także udział złota w rezerwach dewizowych, do poziomu 21,7% w 2021 r. Ponadto przeważająca część złota przechowywanego poza granicami Rosji została sprowadzona do kraju jeszcze przed atakiem na Ukrainę.

Pomimo wzmożonych wysiłków gospodarek wschodzących nakierowanych na zmniejszenie zależności od dolara i jego roli w międzynarodowym systemie walutowym ich efekty pozostają bardzo ograniczone. Należy podkreślić, że proces umiędzynarodowienia dolara i osiągnięcia statusu dominującej waluty międzynarodowej miał charakter rynkowy. Mało prawdopodobne jest zatem, aby pozycja ta mogła zostać istotnie zmniejszona przez unilateralne czy nawet kolektywne działania gospodarek

wschodzących. Ponadto polityka antydolarowa prowadzona przez te kraje nie ma wpływu na najważniejsze czynniki dominacji waluty amerykańskiej.

Szczególną rolę w dywersyfikacji rezerw dewizowych banków centralnych – także przez zmniejszenie udziału aktywów dolarowych – odgrywa w ostatnich latach złoto. Decydująca zmiana nastawienia banków centralnych do złota nastąpiła pod wpływem globalnego kryzysu finansowego z lat 2008–2009. W 2008 r. banki centralne stały się ponownie nabywcami netto złota, co było momentem przełomowym, kończącym trwający kilka dekad proces sprzedaży złota, rozpoczęty wraz z upadkiem systemu z Bretton Woods. Zmiana nastawienia i powrót banków centralnych do zakupów złota wiążą się również ze strategiczną rolą złota w rezerwach dewizowych. Złoto gwarantuje bankom centralnym zachowanie wartości rezerw w długim okresie. Szczególną cechą złota jest również skuteczna ochrona przed inflacją (*inflation hedge*) (Arslanap, Eichengreen, Simpson-Bell 2023). Co więcej, w podczas kryzysów cena kruszcu najczęściej rośnie. Jest to widoczne zwłaszcza w okresach wzrostu ryzyka geopolitycznego. Rekordowy wzrost ceny kruszcu od jesieni 2024 r. wywindował ją z około 2000 USD/oz do prawie 3500 USD/oz w 2025 r. Ponadto rezerwy złota są pozbawione ryzyka kredytowego związanego z niewypłacalnością emitenta. Nie występuje również ryzyko walutowe. Znaczne rezerwy złota zwiększają zaufanie do banku centralnego i pieniądza krajowego. Odpowiednio wysokie rezerwy złota pozwalają także na dywersyfikację ryzyka politycznego i stanowią strategiczne zabezpieczenie na wypadek konfliktu zbrojnego. Z tego powodu złoto określa się jako aktywa ostatniej szansy (*asset of last resort*) (Kowalewski, Skopiec 2023).

Ze względu na powyższe czynniki oraz silny wzrost ryzyka geopolitycznego i proliferację konfliktów zbrojnych doszło do bezprecedensowego wzrostu zakupów złota przez banki centralne. W latach 2022–2024 skala zakupów była rekordowa – wynosiły powyżej 1000 ton rocznie (wykres 17). Znacznie wzrósł również udział złota w światowych oficjalnych aktywach rezerwowych, choć w tym przypadku wiązało się to również z rekordowym wzrostem cen złota. Udział popytu banków centralnych w całkowitym światowym popycie na złoto zwiększył się z zaledwie 1,9% w 2010 r. do 23,6% w 2024 r. Od 2010 r. banki centralne kupiły łącznie aż 8,8 tys. ton złota, przez co na koniec 2024 r. ich zasoby wyniosły 36,2 tys. ton (WGC 2025). Jest to niewiele mniej, niż wynosił rekordowy poziom oficjalnych rezerw złota w okresie istnienia systemu z Bretton Woods: 38 tys. ton w 1965 r. Udział złota w światowych oficjalnych aktywach rezerwowych przekroczył 20%, wobec czego stało się drugim po dolarze najważniejszym składnikiem tych aktywów, wyprzedzając euro (16%) (EBC 2025). Rekordowy wzrost cen złota oraz rosnący zarówno prywatny, jak i oficjalny popyt na kruszec sugerują, że złoto stanowi do pewnego stopnia alternatywę dla dolara jako waluty rezerwowej.

W literaturze wskazuje się na rolę postępu technologicznego i nowych technologii jako czynnika zmniejszenia międzynarodowej dominacji dolara. W szczególności dotyczy to rozpowszechnienia się prywatnych walut cyfrowych oraz perspektywy wprowadzenia przez banki centralne własnych walut cyfrowych (*central bank digital currency*, CBDC) (IMF 2025; Duffie, Economy 2022).

W odniesieniu do potencjalnej roli kryptowalut w kształtowaniu krajobrazu współczesnych walut międzynarodowych należy podkreślić, że stanowią one zbiór heterogeniczny. Zasadniczo kryptowaluty można podzielić na dwie grupy. Pierwszą stanowią kryptowaluty o zmiennej cenie, takie jak bitcoin czy ethereum. Drugą grupę tworzą stablecoins, sprzedawane jako stabilna forma kryptowalut. Cechują się deklarowanym parytetem wobec tradycyjnych walut rezerwowych, w przeważającej mierze dolara, a także deklarowanym pokryciem w aktywach rezerwowych nominowanych w dolarach (w postaci obligacji skarbowych rządu Stanów Zjednoczonych). Pomimo sugestywnej nazwy kryptowaluty

w żadnym razie walutami nie są (Eichengreen 2019b)[3]. Walutą jest bowiem jednostka monetarna będąca prawnym środkiem płatniczym w danym kraju, emitowana przez władzę monetarną. Co więcej, kryptowaluty z pierwszej grupy (o zmiennej cenie), które odpowiadają za ponad 90% kapitalizacji rynku kryptoaktywów, nie są pieniądzem, gdyż nie pełnią efektywnie trzech klasycznych funkcji definiujących pieniądz, tj. środka transakcyjnego, miernika wartości i środka tezauryzacji. Skala zmienności cen powoduje, że tego rodzaju kryptowaluty nie mogą stać się pieniądzem (Sławiński 2023). Są one aktywami czysto spekulacyjnymi. Międzynarodowy Fundusz Walutowy również traktuje kryptowaluty jako aktywa spekulacyjne, a nie pieniądz (IMF 2023b).

W literaturze wskazuje się, że większe szanse, by stać się pieniądzem, mają *stablecoins*, czyli kryptowaluty, które z założenia mają się charakteryzować stabilną ceną. Należy jednak podkreślić, że udział *stablecoins* w łącznej kapitalizacji rynku kryptoaktywów pozostaje relatywnie niski: na koniec 2024 r. wynosił 7% (EBC 2025). Ponadto Wilmarth (2023) wskazuje na łatwość powstawania systemowych runów (*systemic runs*) na instytucje emitujące *stablecoins*, gdy tylko pojawiają się poważniejsze wątpliwości dotyczące adekwatności utrzymywanych przez nie aktywów stanowiących pokrycie wyemitowanych *stablecoins*. Nie ma bowiem odpowiednich mechanizmów gwarantujących, że pokrycie w tradycyjnych aktywach rezerwowych jest rzeczywiste, a nie jedynie deklarowane. Podmioty emitujące *stablecoins* nie publikują informacji o swoich aktywach. Pomimo deklarowanego parytetu do dolara często okazywało się, że *stablecoins* nie miały adekwatnego pokrycia w aktywach nominowanych w tej walucie. Jeśli chodzi o potencjalny wpływ na międzynarodową pozycję dolara, to wzrost kapitalizacji rynku *stablecoins* może tę pozycję nawet wzmocnić, gdyż będzie powodował wzrost popytu emitentów *stablecoins* na obligacje skarbowe rządu Stanów Zjednoczonych.

W odniesieniu do pieniądza cyfrowego banków centralnych (CBDC) należy podkreślić, że ta forma pieniądza w większości przypadków jest w fazie testowej. Jedynie nieliczne banki centralne dokonały pełnego wdrożenia CBDC – Nigeria, Bahamy i Jamajka (Waszkiewicz, Skopiec, Miklaszewicz 2025). Jest zatem zdecydowanie za wcześnie, aby analizować potencjalny wpływ CBDC na środowisko walut międzynarodowych. Przede wszystkim wpływ emisji CBDC na skalę międzynarodowego wykorzystania waluty krajowej będzie zależeć od udostępnienia CBDC nierezydentom i możliwości jego stosowania poza granicami kraju we wszystkich trzech klasycznych funkcjach pieniądza. Samo wprowadzenie nowej formy pieniądza banku centralnego nie będzie czynnikiem stymulującym wzrost międzynarodowej pozycji danej waluty.

5. Brak alternatyw jako czynnik petryfikujący międzynarodową dominację dolara

Dominacja dolara wynika nie tylko z przedstawionych dotychczas cech gospodarki Stanów Zjednoczonych oraz czynników systemowych, związanych z funkcjonowaniem międzynarodowego systemu walutowego. Szczególnym źródłem utrzymującej się hegemonii dolara pozostaje także brak alternatywnych walut międzynarodowych, które mogłyby osiągnąć skalę wykorzystania podobną jak w przypadku dolara. Wynika to ze słabości głównych potencjalnych konkurentów, a więc euro oraz renminbi. Ponadto mimo zwiększonego w ostatnich latach wykorzystania innych walut, w tym dolara australijskiego,

[3] Faktu tego nie zmieniają również przypadki nielicznych krajów, w których bitcoin został formalnie uznany za legalny środek płatniczy. Dotychczas miało to miejsce w Salwadorze (czerwiec 2021 r.) i Republice Środkowoafrykańskiej (kwiecień 2022 r.).

dolara kanadyjskiego i dolara nowozelandzkiego, nie istnieją odpowiednio duże i płynne rynki bezpiecznych aktywów nominowanych w tych walutach.

Pomimo początkowego entuzjazmu co do przyszłości euro nie sprawdziły się przewidywania mówiące o zdetronizowaniu dolara i zajęciu jego dominującej pozycji przez euro. Wspólna waluta zajmuje drugie, aczkolwiek odległe, miejsce w hierarchii walut międzynarodowych. Po globalnym kryzysie finansowym, a w szczególności od czasu kryzysu zadłużenia publicznego w strefie euro, pozycja wspólnej waluty systematycznie i wyraźnie się osłabiła w odniesieniu do części funkcji walut międzynarodowych wyodrębnionych w macierzy Cohena (Eichengreen, Mehl, Chitu 2017; Chinn, Frankel, Ito 2024).

Udział wspólnej waluty w światowych rezerwach walutowych początkowo wzrósł z 19,2% w 2001 r. do 27,7% w 2009 r., jednak następnie systematycznie spadał i w 2024 r. wynosił 19,8% (wykres 1). Wbrew opiniom formułowanym w początkowym okresie funkcjonowania strefy euro wspólna waluta nie zdetronizowała dolara, a wzrost jej wykorzystania w rezerwach walutowych okazał się przejściowy. Co więcej, po globalnym kryzysie finansowym udział euro w średnim dziennym obrocie na światowym rynku walutowym znacznie spadł: z 39,1% w 2010 r. do 28,9% w 2025 r. (wykres 4). Osłabiła się również rola euro w światowych płatnościach. Zgodnie z danymi SWIFT udział euro w rozliczaniu płatności transgranicznych spadł z 39,8% w grudniu 2012 r. do 23,6% w maju 2025 r. Po wyłączeniu z powyższej miary płatności rozliczanych w euro wewnątrz strefy euro udział tej waluty w rozliczaniu światowych płatności wyniósł zaledwie 14% w maju 2025 r. (wykres 5). Wartość syntetycznego indeksu międzynarodowego wykorzystania walut dla euro mimo przejściowego wzrostu zmalała z 26,4 w 2001 r. do 23,1 w 2022 r. (wykres 6). Odzwierciedleniem słabnącej pozycji euro były dwie sukcesywne obniżki wagi tej waluty w koszyku specjalnych praw ciągnienia (Special Drawing Rights, SDR). Jesienią 2015 r. zdecydowano o znacznym zmniejszeniu udziału euro: z 37,4% do 30,9% (Prasad 2019), a podczas przeglądu wag w koszyku SDR w maju 2022 r. ponownie obniżono wagę euro – do 29,3%. Nie dziwi więc, że analizując potencjalnych konkurentów dolara, Rogoff (2025) umieścił euro w grupie konkurentów przeszłych (*past challengers*), a wśród obecnych konkurentów (*present-day challengers*) skupił się na renminbi.

Należy również wskazać na ograniczony geograficzny zasięg międzynarodowego wykorzystania euro (Boz i in. 2025). Wspólna waluta jest używana głównie do rozliczania handlu ze strefą euro oraz przez kraje członkowskie UE, które nie przyjęły euro, a także pozostałą część Europy i kraje jej bliskiego otoczenia. W związku z tym euro powszechnie określa się w literaturze mianem waluty regionalnej, podczas gdy dolar jest zdecydowanie walutą globalną. Cohen (2009, 2011, 2019) wskazuje na kilka czynników stagnacji międzynarodowego wykorzystania euro, które odzwierciedlają strukturalne słabości strefy euro. Są to przede wszystkim: wyższe koszty transakcyjne w porównaniu z dolarem; brak głębokiego i płynnego rynku obligacji emitowanych przez strefę euro (czyli brak odpowiednika amerykańskich *Treasury securities*); słabe perspektywy długookresowego wzrostu gospodarczego, wynikające m.in. ze starzenia się społeczeństwa, przeciążenia systemów emerytalnych i niskiego wzrostu produktywności pracy; przeregulowanie gospodarki; mało elastyczne rynki pracy oraz nieefektywny model zarządzania.

Jak podkreśla Eichengreen (2021), decyzja o wyemitowaniu przez Unię Europejską w 2020 r. wspólnych obligacji nominowanych w euro mogła sugerować, że powstanie nowy typ bezpiecznych aktywów. Niewielka skala tej emisji (w porównaniu z amerykańskimi obligacjami skarbowymi) unaoczniła jednak, że nie zmniejszy ona problemu niedostatecznej podaży aktywów bezpiecznych nominowanych we wspólnej walucie. Wskazuje się jednak, że wzrost wydatków na obronność i wejście przez kraje Unii Europejskiej na ścieżkę wyścigu zbrojeń związane są z planami finansowania rosnących wydatków zbrojeniowych przez emisję wspólnych obligacji, co będzie skutkowało wzrostem podaży tych aktywów i tym samym może prowadzić do większej międzynarodowej roli euro (EBC 2025).

Kluczową barierą wzrostu międzynarodowej roli euro pozostają czynniki strukturalne. Przede wszystkim euro cechuje znaczna słabość w porównaniu z dolarem. Jest walutą emitowaną przez ugrupowanie gospodarcze, w którym decyzje są podejmowane przez ciała kolegialne złożone z przedstawicieli krajów członkowskich kierujących się własnymi interesami (Germain, Schwartz 2014; Mühleisen 2022). Eichengreen (2011) wprost twierdzi, że euro to waluta „bezpaństwowa" (*a currency without a state*). Ponadto utworzenie strefy euro było od samego początku projektem o charakterze politycznym. Do dziś nie spełnia ona kryteriów optymalnego obszaru walutowego, co stwarza poważne ryzyko dla stabilności (a nawet istnienia) unii walutowej i tym samym wspólnej waluty (Louzek 2023).

Strefę euro charakteryzuje niezmiennie różny poziom rozwoju gospodarczego krajów członkowskich, brak trwałości spełnienia kryteriów konwergencji nominalnej i odmienność struktur gospodarczych. Występuje znaczne zróżnicowanie rynków pracy w poszczególnych krajach, w tym poziomu ich elastyczności oraz stopy bezrobocia, a mobilność pracowników jest relatywnie niska w porównaniu ze Stanami Zjednoczonymi. Synchronizacja cykli koniunkturalnych gospodarek tworzących strefę pozostaje ograniczona ze względu na specjalizację poszczególnych gospodarek w produkcji danych produktów i usług (Glapiński 2025). Również procesy inflacyjne w krajach należących do strefy euro często przebiegają odmiennie bądź mają różne nasilenie. Stało się to szczególnie widoczne w czasie szoku inflacyjnego w latach 2021–2023, kiedy dywergencja inflacji w krajach członkowskich dochodziła do 20 pkt proc. (np. w sierpniu 2022 r. inflacja HICP w Estonii wynosiła 25,2%, a we Francji 6,6%). Wspomniana heterogeniczność strefy euro utrudnia prowadzenie jednolitej polityki pieniężnej, która byłaby adekwatna dla wszystkich krajów członkowskich. W literaturze wskazuje się również, że w strefie euro brakuje integracji fiskalnej, co uniemożliwia dokonywanie istotnych transferów fiskalnych między krajami (Rogoff 2025). Z drugiej strony widoczna jest znaczna fragmentaryczność rynku długu w strefie euro. Dług emitowany przez poszczególne kraje cechuje się różnym poziomem ryzyka kredytowego i ratingu. Symptomem tego są rosnące, zwłaszcza w okresach zaburzeń, spready między rentownością obligacji, głównie między włoskimi a niemieckimi obligacjami 10-letnimi. Wspomniane czynniki zdecydowanie osłabiają potencjał euro jako waluty międzynarodowej. Dolar, emitowany przez jedno państwo, jest wolny od tych słabości.

Chiny spełniają kryteria stawiane emitentom walut międzynarodowych w odniesieniu do gospodarki realnej. Ich udział w światowym produkcie brutto (w cenach bieżących) systematycznie wzrastał z niecałych 4% w 2001 r. (rok akcesji do WTO), wskutek czego awansowały na pozycję drugiej największej gospodarki świata. Pomimo tego udział Chin w światowym PKB pozostaje znacznie niższy niż udział Stanów Zjednoczonych i w 2024 r. wynosił 16,8% (wykres 8). Również pozycja Chin w handlu światowym pozostaje bardzo silna: kraj ten jest największym światowym eksporterem (14,4% światowego eksportu w 2022 r.) oraz zajmuje drugie miejsce w rankingu największych importerów (10,6% w 2022 r.) (WTO 2023). Spełniony jest również warunek dotyczący utrzymywania przez walutę krajową siły nabywczej w czasie, zarówno w wymiarze wewnętrznym (stopa inflacji), jak i zewnętrznym (kurs walutowy). Inflacja w Chinach od lat jest stabilna. Symptomatyczna stała się jednak powracająca presja deflacyjna: w latach 2021, 2023 i 2025 pojawiały się kilkumiesięczne epizody, kiedy inflacja CPI była ujemna. Z kolei stabilność kursu walutowego wynika przede wszystkim z tego, że jest on w znacznym stopniu kontrolowany przez bank centralny.

Chiny nie spełniają jednak wielu innych kryteriów internacjonalizacji waluty krajowej, w szczególności odnoszących się do swobody przepływów kapitału i zakresu wymienialności waluty, charakteru systemu kursu walutowego oraz poziomu rozwoju rynku finansowego. W literaturze przeważa pogląd, że umiędzynarodowienie waluty krajowej wymaga systemu kursu płynnego (Prasad, Ye 2012).

Taki system kursowy cechuje wszystkie najważniejsze waluty rezerwowe. Ludowy Bank Chin (People's Bank of China, PBoC) od wielu lat niezmiennie utrzymuje, że renminbi funkcjonuje w ramach systemu kursu płynnego kierowanego (*managed floating*). Jest to jednak system oficjalnie deklarowany (*de jure*). Zgodnie z klasyfikacją reżimów kursowych stworzoną przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy (systemy *de facto*) Chiny stosują jeden z typów systemu kursu stałego (*soft peg*), a mianowicie system kursu zbliżony do pełzającego (*crawl-like arrangement*) (IMF 2024). Od czasu reformy z 2005 r., która zakończyła utrzymywany od 1994 r. system kursu stałego opartego na silnym powiązaniu renminbi z dolarem amerykańskim, wartość referencyjna ustalana jest wobec koszyka walut. Ludowy Bank Chin codziennie podczas porannego otwarcia notowań (fixingu) określa wartość kursu, która stanowi środek symetrycznego, wąskiego (+/- 2%) pasma wahań kursu renminbi. W literaturze podkreśla się, że system kursowy Chin jest mało transparentny (Das 2019), a ponadto występuje ryzyko przeprowadzenia nagłej dewaluacji przez PBoC, co znacznie zmniejsza atrakcyjność renminbi jako środka tezauryzacji i tym samym waluty rezerwowej.

Kluczową barierą pozostaje niepełna wymienialność renminbi, która wiąże się ze stosowaniem kontroli przepływów kapitału. Renminbi jest od 1996 r. walutą wymienialną według standardu określonego w art. VIII Umowy o utworzeniu MFW, czyli wymienialność zagwarantowana jest dla rezydentów i nierezydentów w odniesieniu do transakcji rejestrowanych na rachunku obrotów bieżących bilansu płatniczego. Ponadto chińskie władze poczyniły wiele kroków w kierunku zliberalizowania transakcji rejestrowanych na rachunku obrotów finansowych, jednak dotyczy to głównie bezpośrednich inwestycji zagranicznych, natomiast w przypadku inwestycji portfelowych kontrola przepływu kapitału pozostaje silna. Inwestowanie przez banki centralne w aktywa nominowane w renminbi w celu gromadzenia rezerw walutowych w chińskiej walucie nie jest jednak objęte kontrolą przepływu kapitału (von Beschwitz 2024). Nadal jednak jest to waluta o ograniczonej wymienialności, podczas gdy wszystkie najważniejsze waluty rezerwowe cechuje wymienialność pełna.

Do niedawna w literaturze przeważał pogląd, że Chiny nie spełniają również warunku odnoszącego się do poziomu rozwoju rynku finansowego. Przede wszystkim dotyczyło to braku dostatecznie dużego i rozwiniętego rynku papierów dłużnych nominowanych w renminbi o bardzo wysokim ratingu, mających cechy aktywów bezpiecznych (Eichengreen, Mehl, Chitu 2017). Jednak po globalnym kryzysie finansowym rynek długu publicznego w Chinach dynamicznie wzrastał: o ile w 2009 r. stanowił 3,4% światowego rynku długu, o tyle w 2024 r. już 16,3% (wykres 10). Ponadto wprowadzenie w 2017 r. Bond Connect z siedzibą w Hongkongu umożliwiło prywatnym inwestorom handel chińskimi obligacjami, co spowodowało włączenie ich do głównych światowych wskaźników referencyjnych na rynku długu (Suder 2024).

Jednym z najważniejszych warunków skutecznego umiędzynarodowienia waluty jest zaufanie zagranicznych inwestorów. W przypadku Chin zaufanie to pozostaje ograniczone ze względu na wiele czynników o charakterze instytucjonalnym. Przede wszystkim barierami są: autorytarny, monopartyjny system polityczny oraz niska transparentność struktur władzy i nieprzewidywalność jej decyzji. Negatywnie oddziałuje również brak niezależności banku centralnego. Ponadto Chiny plasują się nisko w rankingach dobrego zarządzania (Worldwide Governance Indicators) Banku Światowego oraz miarach korupcji (Corruption Perceptions Index) publikowanych przez Transparency International.

Należy podkreślić, że uzyskanie statusu pieniądza międzynarodowego przez waluty krajowe miało dotychczas charakter rynkowy (*market-led internationalization*). Ich atrakcyjność oraz rozwinięte rynki finansowe w krajach je emitujących (strona podażowa) powodowały wzrost zainteresowania ze strony eksporterów i importerów oraz inwestorów (strona popytowa), czego skutkiem było zwiększenie mię-

dzynarodowego wykorzystania tych walut. Ponadto zawsze były to waluty krajów wysoko rozwiniętych. W tym kontekście umiędzynarodowienie renminbi jest zjawiskiem bezprecedensowym. Należy stanowczo podkreślić, że jest to proces głównie inicjowany i sterowany przez chińskie państwo (*government-led internationalization*). Co więcej, jest to pierwszy przypadek umiędzynarodowienia waluty emitowanej przez kraj zaliczany do gospodarek wschodzących i rozwijających się (Skopiec 2018).

W celu zwiększenia międzynarodowego wykorzystania renminbi Chiny podjęły działania mające na celu dostarczenie płynności w tej walucie innym krajom. W związku z tym PBoC zawiera umowy o swapach walutowych (*bilateral currency swap agreements*) z bankami centralnymi. W ramach swapów walutowych z PBoC banki centralne otrzymują dostęp do płynności w renminbi, a jako zabezpieczenie akceptowana jest płynność w walucie krajowej. Dotychczas PBoC podpisał porozumienia o swapach walutowych z 40 bankami centralnymi, z czego 29 swapów pozostaje aktywnych, a ich łączna wartość to około 4 bln CNY (PBoC 2023). Porozumienia swapowe są zawierane na trzy lata, a okres ich obowiązywania jest następnie przedłużany (rolowany). W lipcu 2022 r. PBoC podpisał jednak pierwsze porozumienie o stałym swapie walutowym (*standing swap agreement*). Zostało ono zawarte z Hong Kong Monetary Authority i w przeciwieństwie do wszystkich dotychczas zawieranych swapów nie wymaga odnawiania. Ponadto w 2022 r. Bank Rozrachunków Międzynarodowych (BIS) ogłosił utworzenie Renminbi Liquidity Arrangement (RMBLA), czyli zasobu (*pooling*) rezerw w renminbi, w ramach którego uczestniczące banki centralne otrzymują dostęp do płynności w tej walucie. Porozumienie zostało opracowane przez BIS i PBoC, a przystąpiły do niego władze monetarne Hongkongu, Singapuru, Indonezji, Malezji i Chile.

Działania podejmowane przez chińskie władze przyniosły zwiększenie międzynarodowego wykorzystania renminbi, ale dotychczas pozostaje ono umiarkowane. Odsetek handlu zagranicznego Chin rozliczany w renminbi rósł szybko od wprowadzenia programu pilotażowego w 2009 r., jednak wskutek paniki wywołanej nieoczekiwaną dewaluacją chińskiej waluty w 2015 r. (nota bene o zaledwie 1,9%) udział ten szybko spadł o prawie połowę (Cohen 2019). Było to jednak zjawisko przejściowe i od czasu wybuchu wojny w Ukrainie udział ten ponownie wzrósł, w szczególności wskutek wzrostu handlu Chin z Rosją, który rozliczany jest w renminbi. W 2024 r. 38% chińskiego handlu zagranicznego towarami i 47% usługami rozliczane było w renminbi, wobec odpowiednio 26% i 31% w 2023 r. (EBC 2025). Od wybuchu wojny w Ukrainie i związanego z tym wzrostu obrotów handlowych Rosji z Chinami zwiększyło się również wykorzystanie chińskiej waluty w finansowaniu światowego handlu (*trade finance*) z niecałych 2% w lutym 2022 r. do 6,4% w grudniu 2024 r., kiedy waluta Chin wyprzedziła pod tym względem euro (6,3%), zajmując drugie miejsce po dolarze amerykańskim. Okazało się to jednak przejściowe i od tego czasu udział renminbi nieco się obniżył – do 5,8% w maju 2025 r. – plasując chińską walutę na trzeciej pozycji w rankingu walut wykorzystywanych w finansowaniu światowego handlu. Dystans do dolara pozostaje jednak gigantyczny – w maju 2025 r. udział USD stanowił tutaj aż 82,5% (SWIFT 2025).

Międzynarodowe znaczenie waluty Chin rosło także w przypadku ogółu światowych płatności rejestrowanych w systemie SWIFT. W 2011 r. udział renminbi w światowych płatnościach wynosił zaledwie 0,3%, a w grudniu 2024 r. osiągnął 3,9%. Od tego czasu obniżył się jednak do 2,9% i chińska waluta uplasowała się na szóstym miejscu wśród najczęściej używanych walut w transakcjach międzynarodowych, aczkolwiek daleko w tyle zarówno za dolarem (48,5%), jak i euro (23,6%) (SWIFT 2025). Szczególną dynamiką cechował się natomiast wzrost wykorzystania renminbi na światowym rynku walutowym. Udział waluty Chin w średnim dziennym obrocie na tym rynku wynosił zaledwie 0,9% w 2010 r., natomiast w 2025 r. osiągnął już 8,2% (BIS 2025).

Szczególnym przejawem słabości renminbi jako waluty międzynarodowej jest utrzymujący się znikomy udział w światowych rezerwach walutowych (wykres 3). W I kwartale 2025 r. banki centralne utrzymywały zaledwie 2,1% rezerw w renminbi (COFER 2025). Jego niezmiennie bardzo niski udział w rezerwach walutowych banków centralnych kontrastuje z decyzją Międzynarodowego Funduszu Walutowego o włączeniu renminbi do koszyka walutowego SDR od 1 października 2016 r. i nadania mu statusu waluty swobodnie używanej (*freely used currency*). Należy podkreślić, że renminbi przyznano od początku bardzo wysoką wagę 10,82%, co dało tej walucie trzecią pozycję po dolarze amerykańskim i euro. W rezultacie aktualizacji wag walut w koszyku SDR w maju 2022 r. udział renminbi zwiększono do 12,28% (IMF 2022).

W najnowszych badaniach podkreśla się potencjalną rolę innych walut w zmniejszeniu międzynarodowej dominacji dolara. Przede wszystkim chodzi o waluty rezerwowe określane mianem alternatywnych bądź nietradycyjnych, takie jak dolar australijski, dolar kanadyjski, korona szwedzka czy dolar nowozelandzki (wykres 4). Waluty te cechuje pełna wymienialność i całkowita liberalizacja transakcji rejestrowanych w bilansie obrotów finansowych, jednak podaż nominowanych w nich aktywów bezpiecznych jest zbyt mała, aby mogły konkurować z dolarem amerykańskim. Przykładowo, kapitalizacja australijskiego rynku *Treasury bonds* stanowi jedynie 2,5% rynku amerykańskich *Treasury securities* (Arslanap, Eichengreen, Simpson-Bell 2022).

Najbardziej prawdopodobny scenariusz rozwoju międzynarodowego systemu walutowego przedstawia Eichengreen (2011, 2017), opisując jego ewolucję w kierunku systemu opartego na wielu walutach międzynarodowych pełniących funkcje środka transakcyjnego, jednostki obrachunkowej i środka tezauryzacji. Spośród tych walut główną rolę będą odgrywały trzy emitowane przez największe gospodarki świata: dolar, euro i renminbi, chociaż Eichengreen podkreśla również potencjalną rolę walut Indii i Brazylii ze względu na wielkość tych gospodarek i ich znaczny udział w handlu międzynarodowym. Rozwój innowacji technologicznych w sektorze finansowym również będzie wspierał międzynarodowe wykorzystanie walut gospodarek wschodzących. Jednocześnie Eichengreen podkreśla, że z historycznego punktu widzenia tak silna dominacja jednej waluty, jaka miała miejsce w II połowie XX w., jest anomalią. Ponadto system wielodewizowy wspierałby stabilność światowego systemu walutowego dzięki dywersyfikacji źródeł płynności międzynarodowej i zwiększeniu podaży bezpiecznych aktywów. Podobnie postrzega perspektywy rozwoju Cohen (2009), jednak kładzie większy nacisk na źródła niestabilności systemu związane z erozją międzynarodowej dominacji dolara. Jej efektem będzie fragmentacja międzynarodowego systemu walutowego. Będzie to system pozbawiony przywództwa (*leaderless currency system*). Oznacza to, że na szczycie piramidy Cohena nie znajdzie się waluta dominująca. Cohen porównuje tę sytuację do lat 30. XX w., kiedy rolę pieniądza międzynarodowego pełniły funt szterling i dolar. Ponadto źródłem niestabilności systemu wielodewizowego może być rywalizacja krajów o przywództwo, co będzie wynikało ze świadomości korzyści wiążących się ze znacznym międzynarodowym wykorzystaniem waluty krajowej. Efektem tego może być powstanie konkurujących ze sobą bloków walutowych.

6. Podsumowanie

Dolar niezmiennie pozostaje dominującą walutą międzynarodową, a hipotezy o rychłej dedolaryzacji gospodarki światowej mnożące się w mediach nie znajdują potwierdzenia w danych. Co więcej, pozycja

dolara w przypadku niektórych zmiennych uległa w ostatnich latach umocnieniu. Powszechnie wskazuje się na spadek udziału dolara w światowych sklasyfikowanych rezerwach walutowych po 2001 r. Jednak analiza nieco tylko wydłużonego szeregu czasowego uwidocznia, że udział dolara w światowych rezerwach jest praktycznie taki sam, jaki był w 1995 r. Co więcej, wartość nominalna aktywów dolarowych utrzymywanych przez banki centralne systematycznie rośnie w XXI w. Tak często przywoływany spadek udziału dolara w rezerwach światowych wynika z faktu, że latach 2003–2013 całkowite światowe rezerwy walutowe rosły w bezprecedensowym tempie, które było dużo wyższe od tempa wzrostu rezerw utrzymywanych w aktywach dolarowych.

Podstawy międzynarodowej dominacji dolara pozostają stabilne, w związku z czym w krótkim okresie nie należy się spodziewać jej zmniejszenia. Są to czynniki fundamentalne, takie jak wielkość gospodarki (mierzona PKB w cenach bieżących), udział w handlu międzynarodowym, głęboki i płynny rynek finansowy, pełna wymienialność waluty i system kursu płynnego, jak również czynniki niefundamentalne, do których należy zaliczyć demokratyczny system polityczny, rządy prawa, jakość instytucji, niezależny i wiarygodny bank centralny oraz silną ochronę prawa własności. Istotną rolę odgrywają także silne efekty zewnętrzne sieci i inercja międzynarodowego systemu walutowego, które petryfikują dominację dolara. Szczególnym źródłem utrzymującej się hegemonii dolara pozostaje brak alternatywnych walut międzynarodowych, których skala wykorzystania mogłaby być podobna jak w przypadku dolara. Wynika to ze słabości głównych potencjalnych konkurentów, a więc euro oraz renminbi. Ponadto mimo zwiększonego w ostatnich latach wykorzystania innych walut, w tym dolara australijskiego, dolara kanadyjskiego i dolara nowozelandzkiego, nie istnieją odpowiednio duże i płynne rynki bezpiecznych aktywów nominowanych w tych walutach.

W długim okresie możliwe jest osłabienie międzynarodowej roli dolara. Większe zagrożenie stanowią jednak czynniki wewnętrzne, związane z procesami zachodzącymi w gospodarce i systemie politycznym Stanów Zjednoczonych. Bez wątpienia takim czynnikiem jest pogłębiająca się nierównowaga fiskalna Stanów Zjednoczonych i związany z tym rosnący ciężar obsługi zadłużenia publicznego. Nierównowaga fiskalna stanowi szczególne zagrożenie dla międzynarodowej dominacji dolara, gdyż rodzi obawy o wypłacalność Stanów Zjednoczonych oraz grozi inflacyjnym finansowaniem długu. W tym kontekście symptomatyczne było obniżenie ratingu kredytowego Stanów Zjednoczonych przez trzy najważniejsze agencje ratingowe. Wewnętrznym czynnikiem potencjalnego zmniejszenia międzynarodowej pozycji dolara jest również erozja instytucjonalnych źródeł dominacji tej waluty. Jest to wynikiem pogłębiających się podziałów politycznych, które hamują zdolność kolejnych administracji Stanów Zjednoczonych do przeprowadzania reform. Ponadto nieprzewidywalność w polityce gospodarczej, w szczególności handlowej, stała się jednym z czynników pogarszających zaufanie do aktywów dolarowych, gdyż zachwiała wizerunkiem Stanów Zjednoczonych jako kraju stabilnego gospodarczo. Jednocześnie niesłabnące ataki na amerykański bank centralny i formułowane przez obecną administrację żądania, aby Fed obniżył stopy procentowe, a także postulaty ograniczenia niezależności Fed i odwołania prezesa przed upływem kadencji stanowią szczególne zagrożenie dla międzynarodowej dominacji dolara, gdyż powodują utratę podstawowego atrybutu dolara: zaufania zagranicznych inwestorów.

Zewnętrzne czynniki potencjalnego zmniejszenia międzynarodowej roli dolara w długim okresie są związane z obiektywnymi zmianami zachodzącymi w gospodarce światowej oraz wynikają z motywacji wielu gospodarek wschodzących, dążących do zmniejszenia zależności od dolara i jego globalnej roli. Jedną z najważniejszych przyczyn, które zdynamizowały wysiłki na rzecz dedolaryzacji w gospodarkach wschodzących, stały się sankcje finansowe nakładane na niektóre kraje przez Stany Zjednoczo-

ne, co jest przejawem traktowania dolara jako swego rodzaju broni finansowej i instrumentu polityki zagranicznej. Jest to jednym z powodów nasilenia się tendencji do fragmentacji gospodarki światowej, w których rezultacie wyłania się wyraźny podział na bloki polityczno-gospodarcze. Pomimo wzmożonych wysiłków gospodarek wschodzących nakierowanych na zmniejszenie zależności od dolara i jego roli w międzynarodowym systemie walutowym ich efekty pozostają bardzo ograniczone. Należy podkreślić, że proces umiędzynarodowienia dolara i osiągnięcia przez niego statusu dominującej waluty międzynarodowej miał charakter rynkowy. Mało prawdopodobne jest zatem, aby ta pozycja mogła zostać istotnie zmniejszona przez unilateralne czy nawet kolektywne działania gospodarek wschodzących. Polityka antydolarowa prowadzona przez te kraje nie ma bowiem wpływu na najważniejsze czynniki dominacji waluty amerykańskiej.

Wśród zewnętrznych czynników potencjalnego zmniejszenia międzynarodowej roli dolara należy również wskazać na postęp technologiczny i nowe technologie. W szczególności dotyczy to rozpowszechnienia się prywatnych walut cyfrowych, rozwoju alternatywnych metod rozliczania płatności transgranicznych oraz perspektywy wprowadzenia przez banki centralne własnych walut cyfrowych. Potencjalny wpływ czynników technologicznych nadal jest jednak trudny do oszacowania.

Bibliografia

Arslanap S., Eichengreen B., Simpson-Bell C. (2022), *The stealth erosion of dollar dominance: active diversifiers and the rise of nontraditional reserve currencies*, Working Paper, WP/22/58, International Monetary Fund.

Arslanalp S., Eichengreen B., Simpson-Bell C. (2023), *Gold as international reserves: a barbarous relic no more?*, Working Paper, WP/23/14, International Monetary Fund.

Bertaut C., von Beschwitz B., Curcuru S. (2023), *The International Role of the U.S. Dollar. Post-COVID Edition*, FEDS Notes, Board of Governors of the Federal Reserve System.

von Beschwitz B. (2024), *Internationalization of the Chinese renminbi: progress so far and outlook*, FEDS Notes, 30 August, Board of Governors of the Federal Reserve System.

BIS (2025), *Triennial Central Bank Survey 2025*, Bank for International Settlements.

Bogołębska J. (2020), *Stabilność międzynarodowego systemu walutowego. Problemy i kierunki reformy*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego.

Bordo M.D., McCauley R.N. (2017), *Triffin: dilemma or myth?*, BIS Working Papers, 684, Bank for International Settlements.

Boz E., Bruggen A., Casas C, Georgiadis G., Gopinath G., Mehl A. (2025), *Patterns of invoicing currency in global trade in a fragmenting world economy*, Working Paper, WP/25/178, International Monetary Fund.

Broz L. (2015), *The Federal Reserve as global lender of last resort, 2007–2010*, Discussion Paper, 30, Systemic Risk Centre.

Chinn M., Frankel J. (2005), *Will the euro eventually surpass the dollar as leading international reserve currency?*, Working Paper, 11510, National Bureau of Economic Research.

Chinn M.D., Frankel J.A., Ito H. (2024), The dollar versus the euro as international reserve currencies, *Journal of International Money and Finance*, 146(4), 103123.

COFER (2025), *The Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves*, International Monetary Fund.

Cohen B.J. (1971), *The Future of Sterling as an International Currency*, Palgrave Macmillan.
Cohen B.J. (2009), Toward a leaderless currency system, w: E. Helleiner, J. Kirshner (red.), *The Future of the Dollar*, Cornell University Press.
Cohen B.J. (2011), *The Future of Global Currency. The Euro Versus the Dollar*, Routledge.
Cohen B.J. (2015), *Currency Power. Understanding Monetary Rivalry*, Princeton University Press.
Cohen B.J. (2019), *Currency Statecraft. Monetary Rivalry and Geopolitical Ambition*, The University of Chicago Press.
Das S. (2019), *China's evolving exchange rate regime*, Working Paper, WP/19/50, International Monetary Fund.
Dooley M., Folkerts-Landau D., Garber P. (2003), *An essay on the revived Bretton Woods system*, Working Paper, 9971, National Bureau of Economic Research.
Drezner D. (2021), The United States of sanctions. The use and abuse of economic coercion, *Foreign Affairs*, 100(5), 142–154.
Duffie D., Economy E., red. (2022), *Digital Currencies. The US, China, and the World at a Crossroads*, Hoover Institution Press.
EBC (2025), *The International Role of the Euro*, European Central Bank.
Eichengreen B. (2011), *Exorbitant Priviledge. The Rise and Fall of the Dollar*, Oxford University Press.
Eichengreen B. (2019a), *Globalizing Capital. A History of the International Monetary System*, Princeton University Press.
Eichengreen B. (2019b), *From commodity to fiat and now to crypto: What does history tell us?*, Working Paper, 25426, National Bureau of Economic Research.
Eichengreen B. (2021), The dollar and its discontents, *Soeul Journal of Economics*, 34(1), 1–15.
Eichengreen B., Mehl A., Chitu L. (2017), *How Global Currencies Work. Past, Present, and Future*, Princeton University Press.
Elson A. (2021), *The Global Currency Power of the US Dollar. Problems and Prospects*, Palgrave Macmillan.
Frankel J. (2012), Internationalization of the RMB and historical precedents, *Journal of Economic Integration*, 27, 329–365.
Genberg H. (2009), *Currency internationalisation: analytical and policy issues*, Working Paper, 31/2009, Hong Kong Institute for Monetary Research.
Germain R., Schwartz H. (2014), The political economy of failure: the euro as an international currency, *Review of International Political Economy*, 21(5), 1095–1122.
Gislén M., Hansson I., Melander O. (2021), Dollar liquidity from the Federal Reserve to other central banks, *Sveriges Riksbank Economic Review*, 1/2021, 27–51.
Glapiński A. (2025), Ryzyka związane z przedwczesnym przyjęciem euro przez Polskę w świetle teorii optymalnych obszarów walutowych, *Bank i Kredyt*, 56(3), 253–268.
Gourinchas P.-O., Jeanne O. (2012), *Global safe assets*, BIS Working Papers, 399, Bank for International Settlements.
Greenwald M.B. (2020), *The Future of the United States Dollar: Weaponizing the US Financial System*, Atlantic Council.
Hartmann P. (2003), *Currency Competition and Foreign Exchange Markets. The Dollar, the Yen and the Euro*, Cambridge University Press.
Ilzetzki E., Reinhart C., Rogoff K. (2019), Exchange arrangements entering the twenty-first century: Which anchor will hold?, *The Quarterly Journal of Economics*, 134(2), 599–646.

IMF (2022), *Review of the method of valuation of the SDR*, Policy Paper, 2022/020, International Monetary Fund.

IMF (2023a), *Geoeconomic fragmentation and the future of multilateralism*, Staff Discussion Note, 2023/01, International Monetary Fund.

IMF (2023b), *Elements of effective policies for crypto assets*, Policy Paper, 2023/004, International Monetary Fund.

IMF (2024), *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2023*, International Monetary Fund.

IMF (2025), International monetary system: currencies in a changing world, w: *2025 External Sector Report*, International Monetary Fund.

Kenen P. (2011), Currency internationalisation: an overview, w: *Currency internationalisation: lessons from the global financial crisis and prospects for the future in Asia and the Pacific*, BIS Papers, 61, Bank for International Settlements.

Kowalewski P., Skopiec D. (2023), Wzrost znaczenia złota w rezerwach dewizowych banków centralnych gospodarek wschodzących, *Bank i Kredyt*, 54(3), 259–284.

Liu Z.Z., Papa M. (2022), *Can BRICS De-dollarize the Global Financial System?*, Cambridge University Press.

Louzek (2023), Is the Eurozone an optimum currency area?, *International Journal of Economic Sciences*, 12(2), 63–82.

McDowell D. (2012), The US as sovereign international last-resort lender: the Fed's currency swap programme during the great panic of 2007–2009, *New Political Economy*, 17(2), 157–178.

McDowell D. (2016), *Brother, Can You Spare a Billion? The United States, the IMF, and the International Lender of Last Resort*, Oxford University Press.

McDowell D. (2021) Financial sanctions and political risk in the international currency system, *Review of International Political Economy*, 28(3), 635–661.

McDowell D. (2023), *Bucking the Buck. US Financial Sanctions and the International Backlash against the Dollar*, Oxford University Press.

McKinnon R. (2009), U.S. current account deficits and the dollar standard's sustainability: a monetary approach, w: E. Helleiner, J. Kirshner (ed.), *The Future of the Dollar*, Cornell University Press.

McKinnon R. (2013), *The Unloved Dollar Standard: From Bretton Woods to the Rise of China*, Oxford University Press.

Miran S. (2024), *A User's Guide to Restructuring the Global Trading System*, Hudson Bay Capital.

Mühleisen M. (2022), *The International Role of the Euro and the Dollar. Forever in the Lead?*, Atlantic Council.

Nölke A. (2022), *The weaponization of global payment infrastructures: a strategic dilemma*, SAFE White Paper, 89, Leibniz Institute for Financial Research SAFE.

Ocampo J.A. (2017), *Resetting the International Monetary (Non)System*, Oxford University Press.

PBoC (2023), *Renminbi Internationalization Report*, People's Bank of China.

Polański Z. (2012), *Przemiany funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji w czasie kryzysu,* w: W.L. Jaworski, A. Szelągowska (red.), *Bankowość centralna*, Wydawnictwo CeDeWu.

Prasad E. (2015), *The Dollar Trap. How the U.S. Dollar Tightened Its Grip on Global Finance*, Princeton University Press.

Prasad E. (2016), *Gaining Currency. The Rise of the Renminbi*, Oxford University Press.

Prasad E. (2019), *Has the Dollar Lost Ground as the Dominant International Currency?*, Brookings Institution.

Prasad E. (2021), *The Future of Money. How the Digital Revolution is Transforming Currencies and Finance*, Harvard University Press.

Prasad E., Ye L. (2012), *The renminbi's role in the global monetary system*, IZA Discussion Paper, 6335, Forschungsinstitut zur Zukunft der Arbeit.

Pszczółka I. (2011), *Współczesne waluty międzynarodowe*, Wydawnictwo CeDeWu.

Rogoff K. (2025), *Our Dollar, Your Problem. An Insider's View of Seven Turbulent Decades of Global Finance, and the Road Ahead*, Yale University Press.

Shagina M. (2022), *Western financial warfare and Russia's de-dollarization strategy. How sanctions on Russia might reshape the global financial system*, Briefing Papier, 339, Finnish Institute of International Affairs.

SIFMA (2024), *2024 Capital Markets Fact Book*, Securities Industry and Financial Markets Association.

Skopiec D. (2018), Rola państwa w procesie internacjonalizacji waluty Chin, *International Business and Global Economy*, 37, 336–347.

Sławiński A. (2023), *Bankowość centralna. Ewolucja i przyszłość*, Wydawnictwo CeDeWu.

Strange S. (1971), *Sterling and British Policy. A Political Study of an International Currency in Decline*, Oxford University Press.

Suder J. (2024), Perspektywy internacjonalizacji chińskiego renminbi, *Bank i Kredyt*, 55(6), 785–808.

SWIFT (2025), *RMB Tracker. Monthly reporting and statistics on renminbi (RMB) progress towards becoming an international currency*.

Waszkiewicz A., Skopiec D., Miklaszewicz S. (2025), *Pieniądz cyfrowy banków centralnych*, Wydawnictwo CeDeWu.

WGC (2025), *Gold Demand Trends: Full Year and Q4 2024*, World Gold Council.

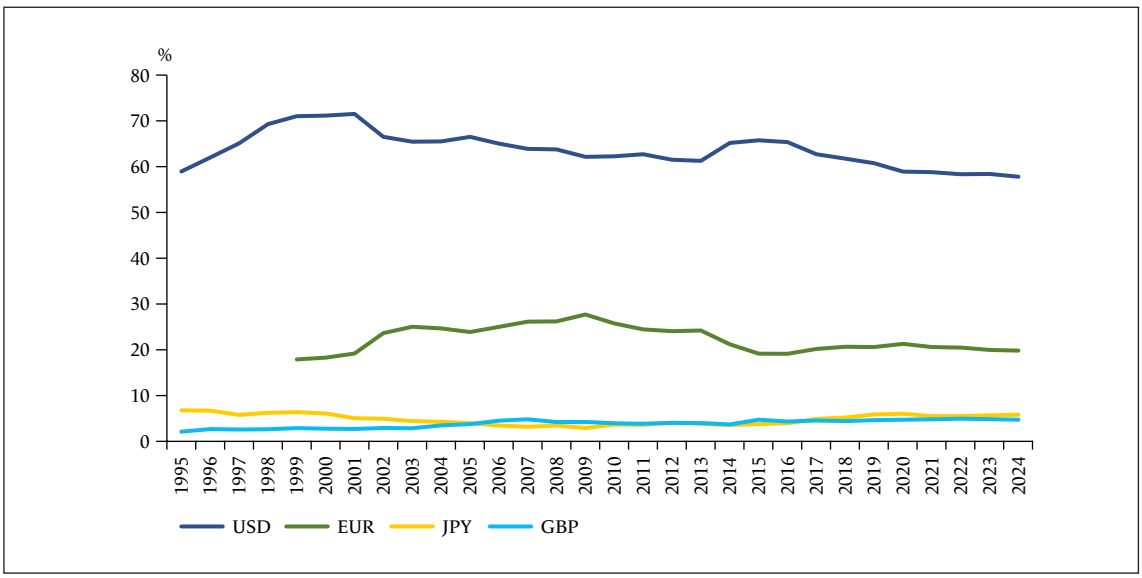
Weiss C. (2022), *Geopolitics and the U.S. dollar's future as a reserve currency*, International Finance Discussion Papers, 1359, Board of Governors of the Federal Reserve System.

Wilmarth A.E. (2023), *We must protect investors and our banking system from the crypto industry*, Legal Studies Research Paper, 2023-07, George Washington University Law School.

WTO (2023), *Trade Profiles 2023*, World Trade Organization.

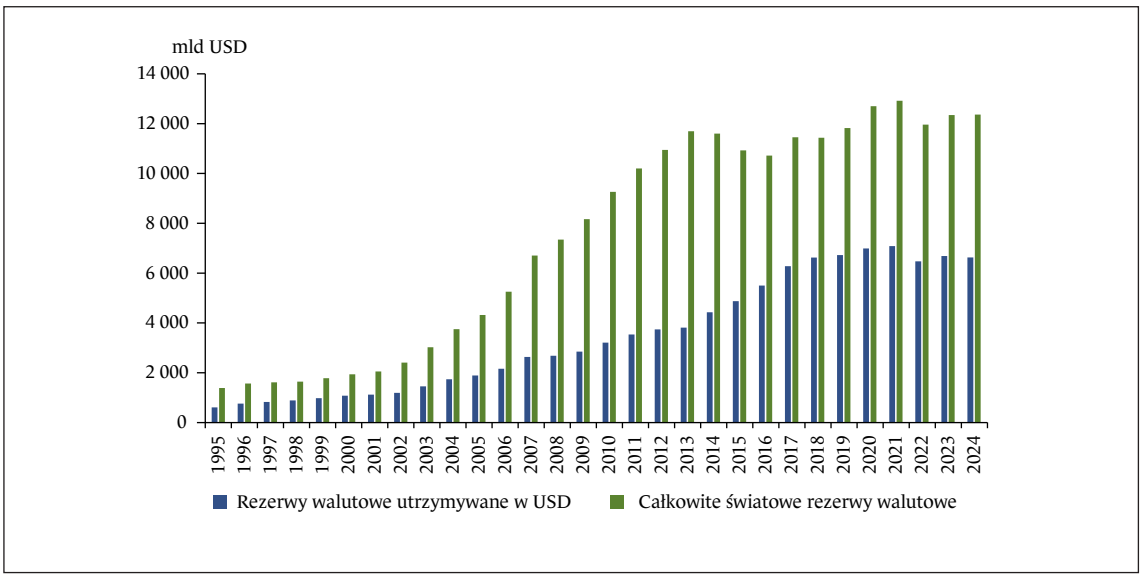
Aneks

Wykres 1
Udział najważniejszych walut międzynarodowych w światowych sklasyfikowanych rezerwach walutowych



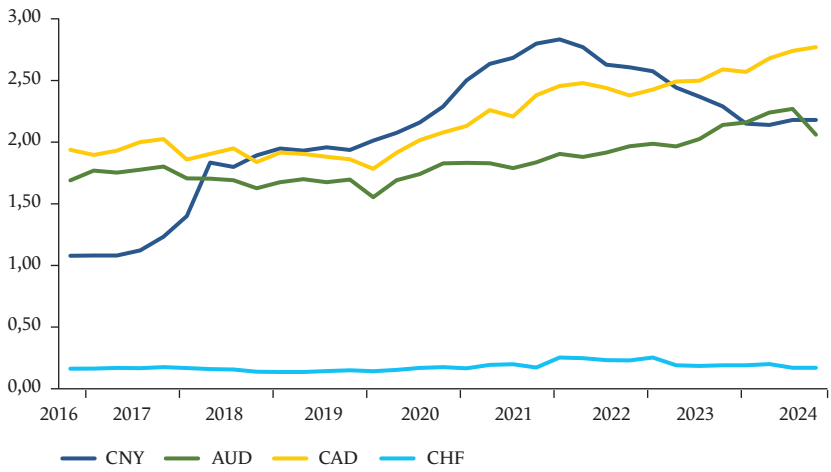
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER).

Wykres 2
Rezerwy walutowe banków centralnych utrzymywane w USD oraz całkowite światowe rezerwy walutowe



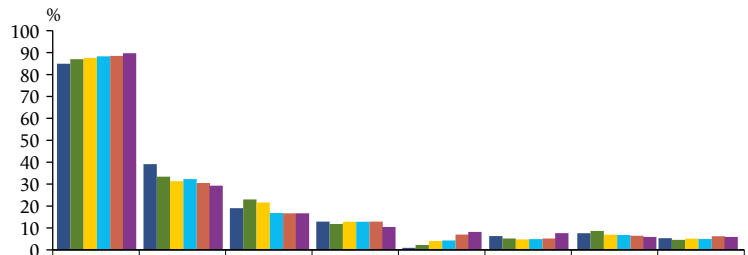
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER).

Wykres 3
Udział najważniejszych alternatywnych walut rezerwowych w światowych sklasyfikowanych rezerwach walutowych



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER).

Wykres 4
Udział walut w średnim dziennym obrocie na światowym rynku walutowym*

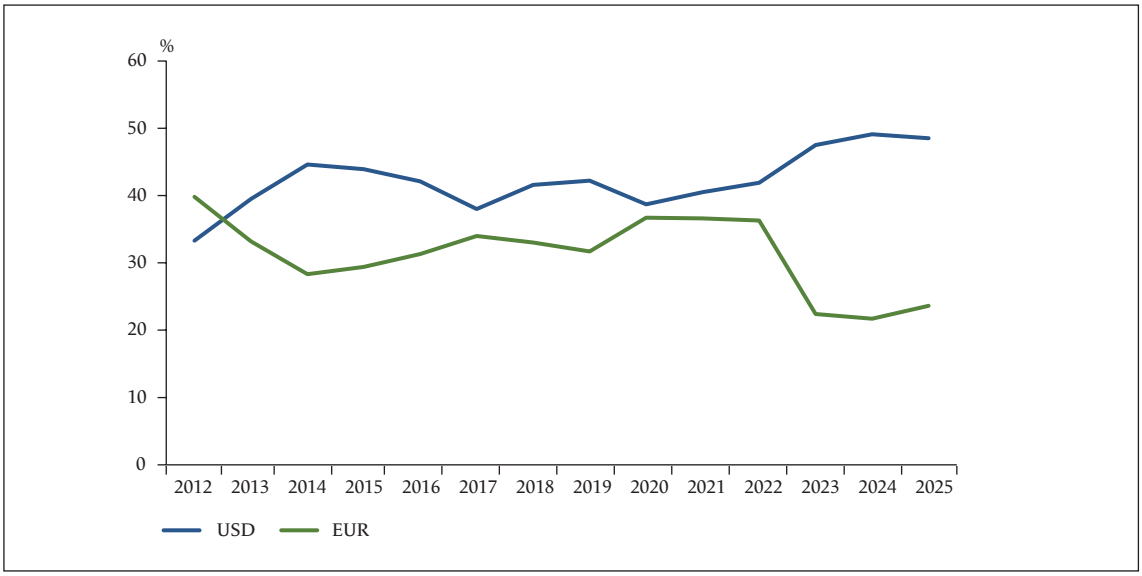


	USD	EUR	JPY	GBP	CNY	CHF	AUD	CAD
2010	84,9%	39,1%	19,0%	12,9%	0,9%	6,3%	7,6%	5,3%
2013	87,0%	33,4%	23,0%	11,8%	2,2%	5,2%	8,6%	4,6%
2016	87,6%	31,3%	21,6%	12,8%	4,0%	4,8%	6,9%	5,1%
2019	88,3%	32,3%	16,8%	12,8%	4,3%	4,9%	6,8%	5,0%
2022	88,5%	30,5%	16,7%	12,9%	7,0%	5,2%	6,4%	6,2%
2025	89,2%	28,9%	16,8%	10,2%	8,2%	6,4%	6,1%	5,8%

* Udziały poszczególnych walut sumują się do 200 z uwagi na fakt, że każda transakcja obejmuje dwie waluty.

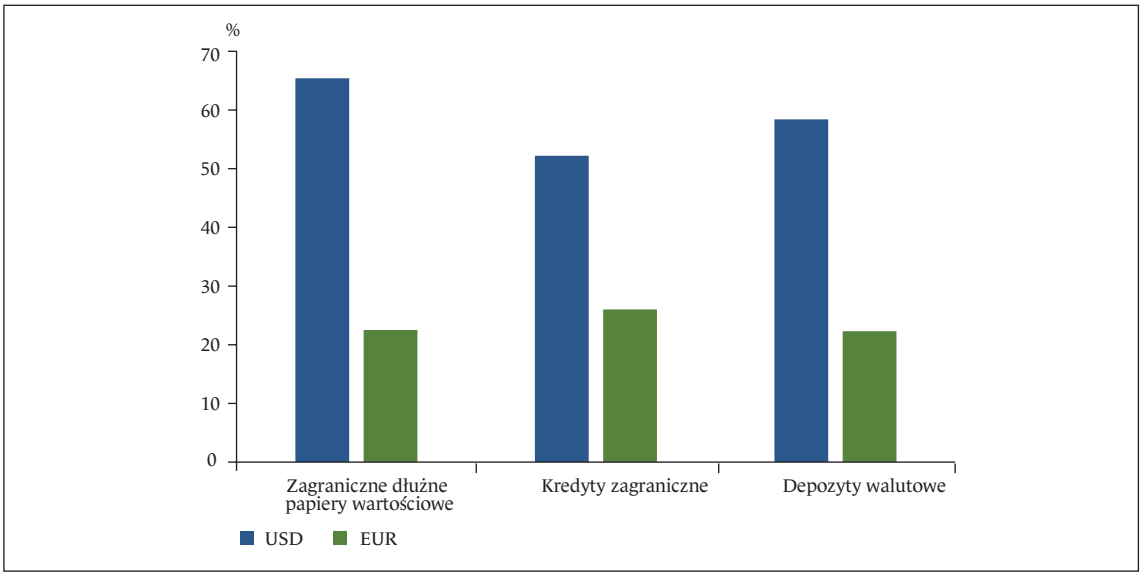
Źródło: opracowanie własne na podstawie BIS, *Triennial Central Bank Survey* 2013, 2016, 2019, 2022, 2025.

Wykres 5
Struktura walutowa światowych płatności w latach 2012–2025



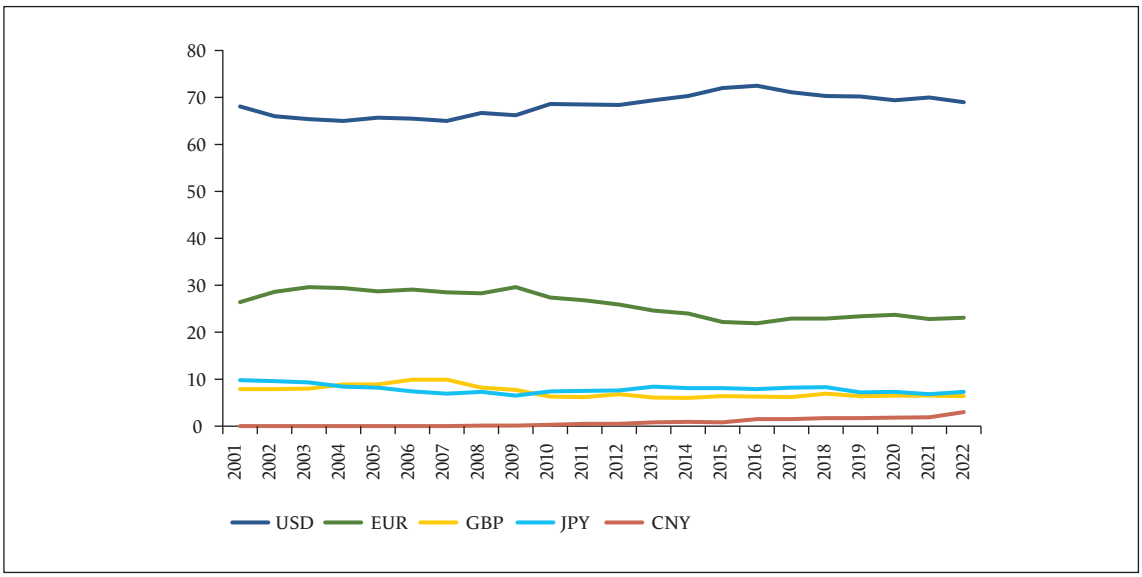
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych SWIFT (wartości z grudnia danego roku i z maja dla 2025 r.).

Wykres 6
Wykorzystanie USD i EUR w zagranicznych papierach dłużnych, kredytach zagranicznych i depozytach walutowych na koniec 2024 r.



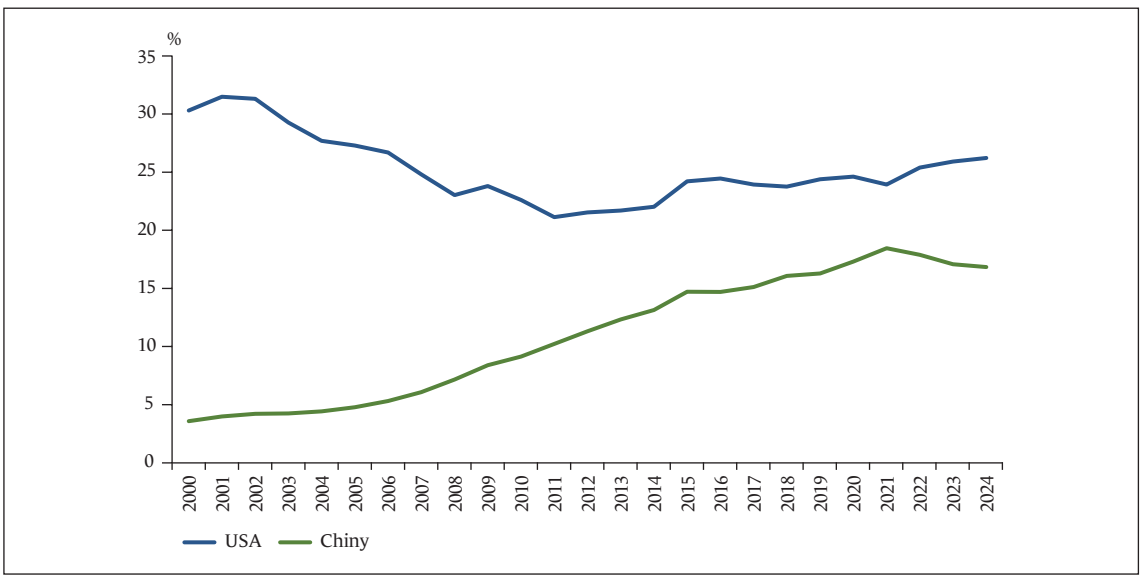
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych EBC (2025, Statistical annex).

Wykres 7
Indeks międzynarodowego wykorzystania walut



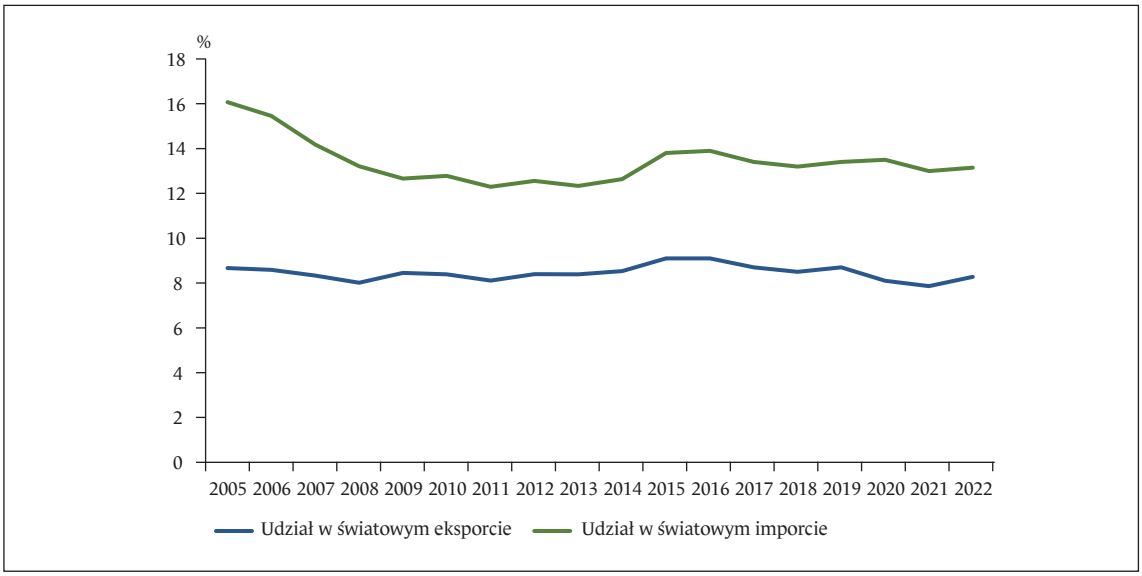
Źródło: Bertaut, von Beschwitz, Curcuru (2023).

Wykres 8
Udział Stanów Zjednoczonych i Chin w światowym PKB (ceny bieżące)



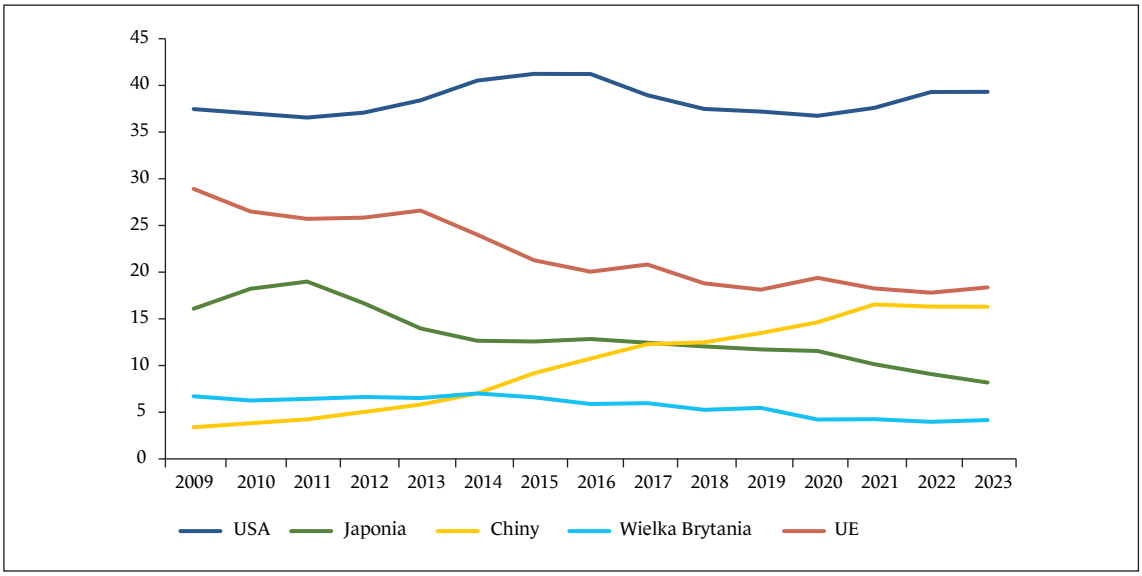
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych World Development Indicators Database.

Wykres 9
Udział Stanów Zjednoczonych w światowym handlu



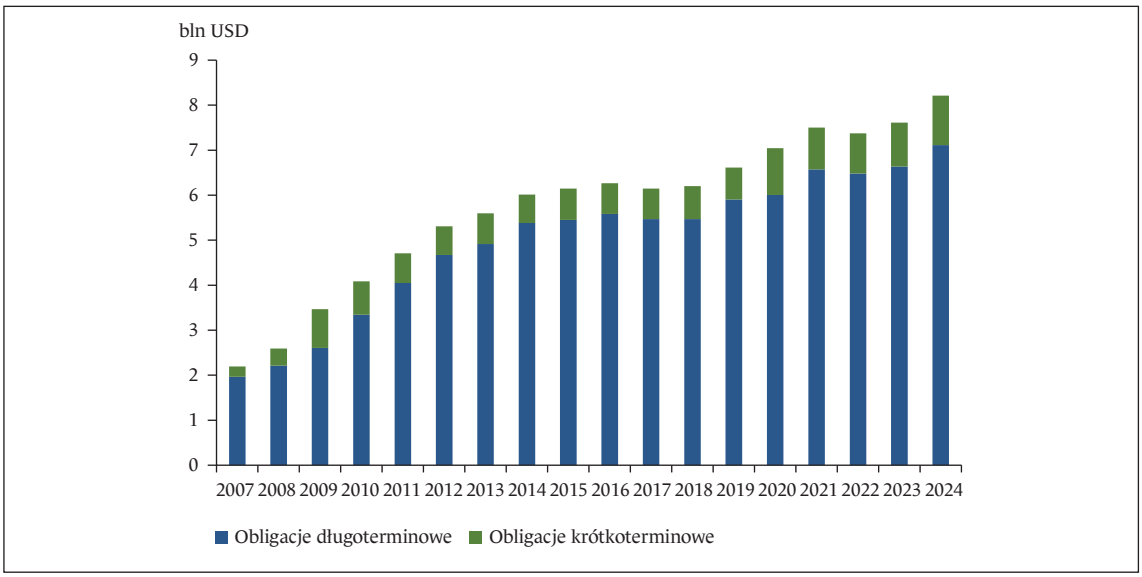
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Światowej Organizacji Handlu.

Wykres 10
Kraje z największymi rynkami długu (jako % światowego rynku długu)



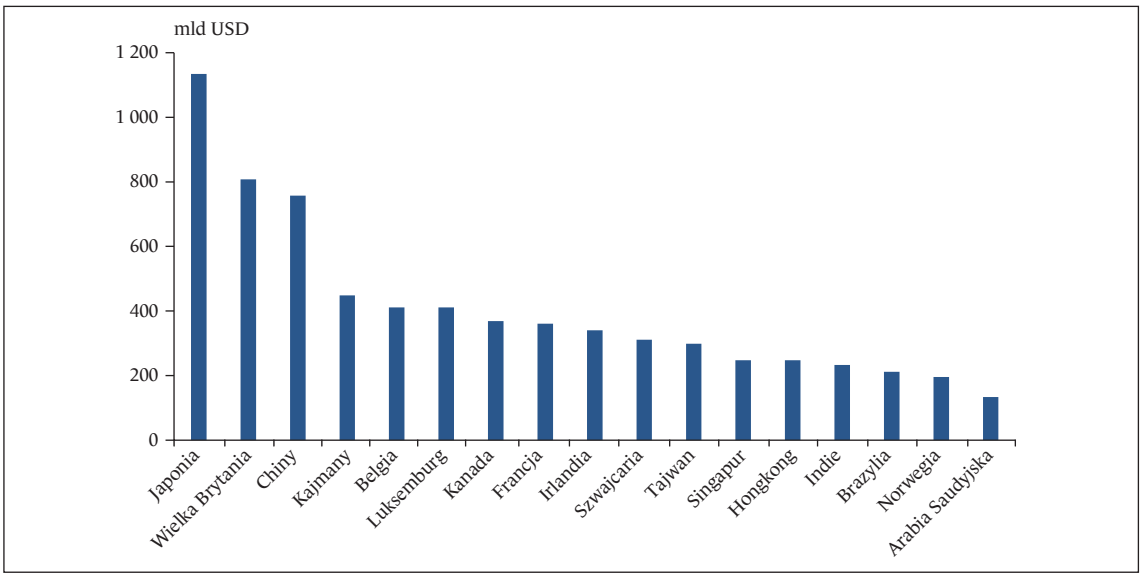
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych SIFMA (2024).

Wykres 11
Obligacje skarbowe Stanów Zjednoczonych utrzymywane przez nierezydentów



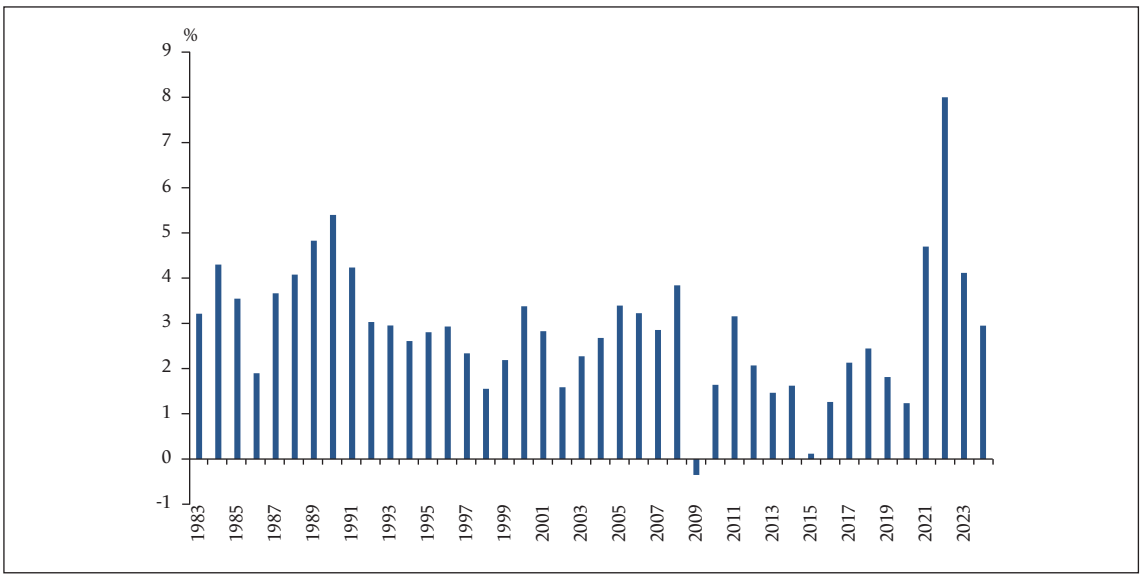
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych *Foreign Portfolio Holdings of U.S. Securities*, Department of the Treasury.

Wykres 12
Kraje utrzymujące największe zasoby obligacji skarbowych Stanów Zjednoczonych (kwiecień 2025 r.)



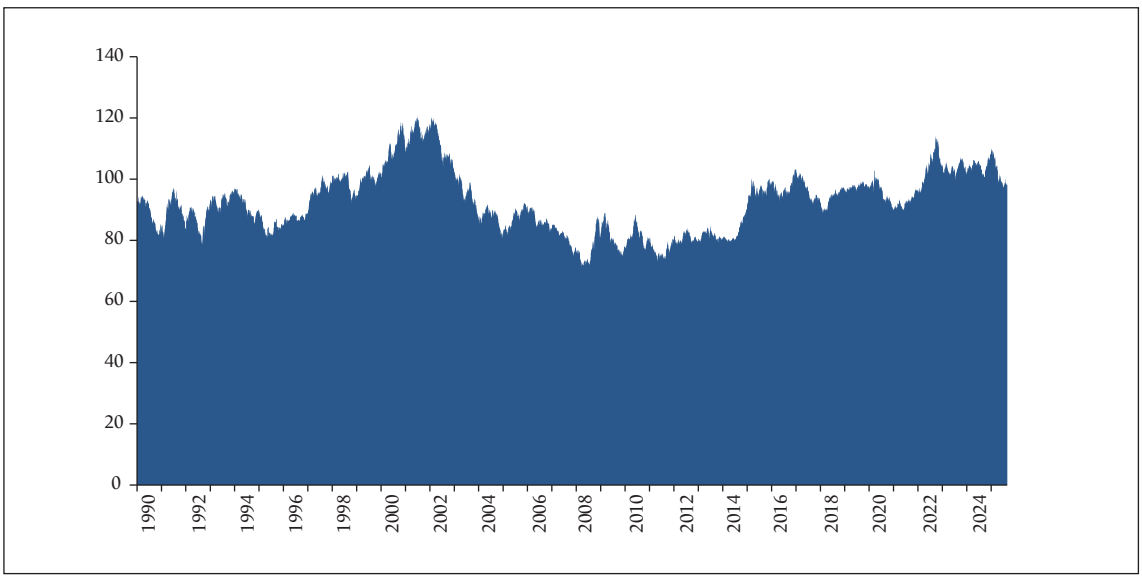
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych *Major Foreign Holders of Treasury Securities*, Department of the Treasury.

Wykres 13
Inflacja konsumencka w Stanach Zjednoczonych (r/r)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych World Development Indicators Database.

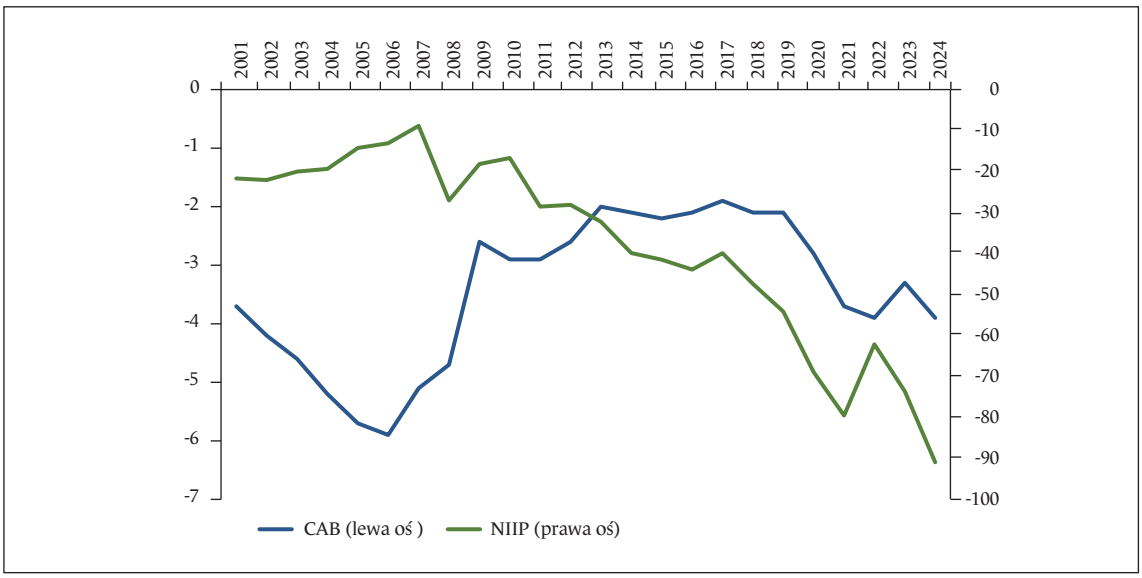
Wykres 14
Ewolucja wartości indeksu dolara amerykańskiego (DXY)



Uwaga: wzrost oznacza aprecjację dolara.

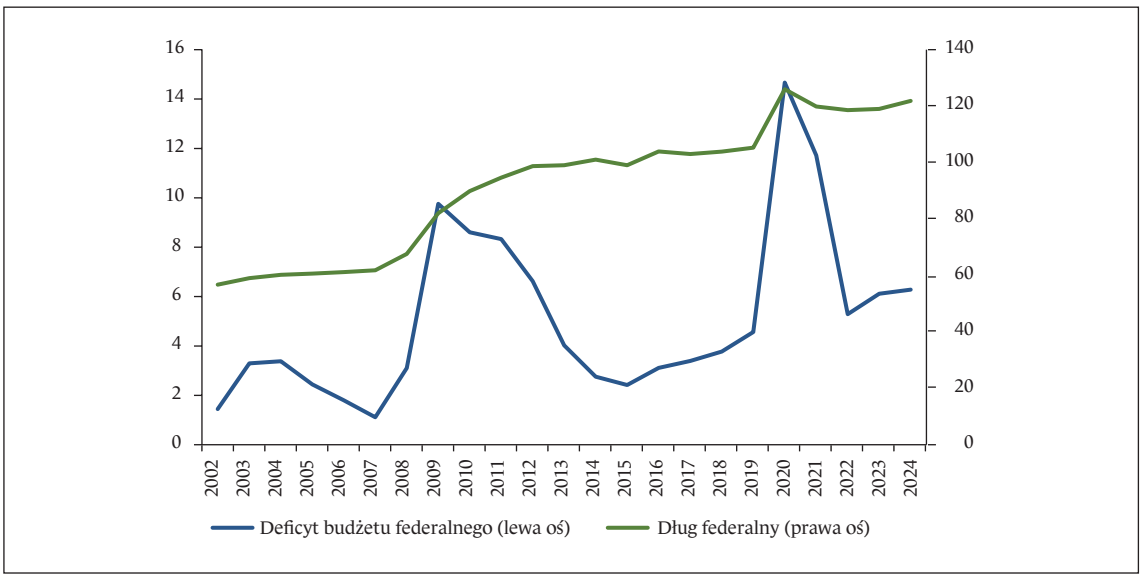
Źródło: Bloomberg.

Wykres 15
Ewolucja nierównowagi zewnętrznej Stanów Zjednoczonych (jako % PKB)



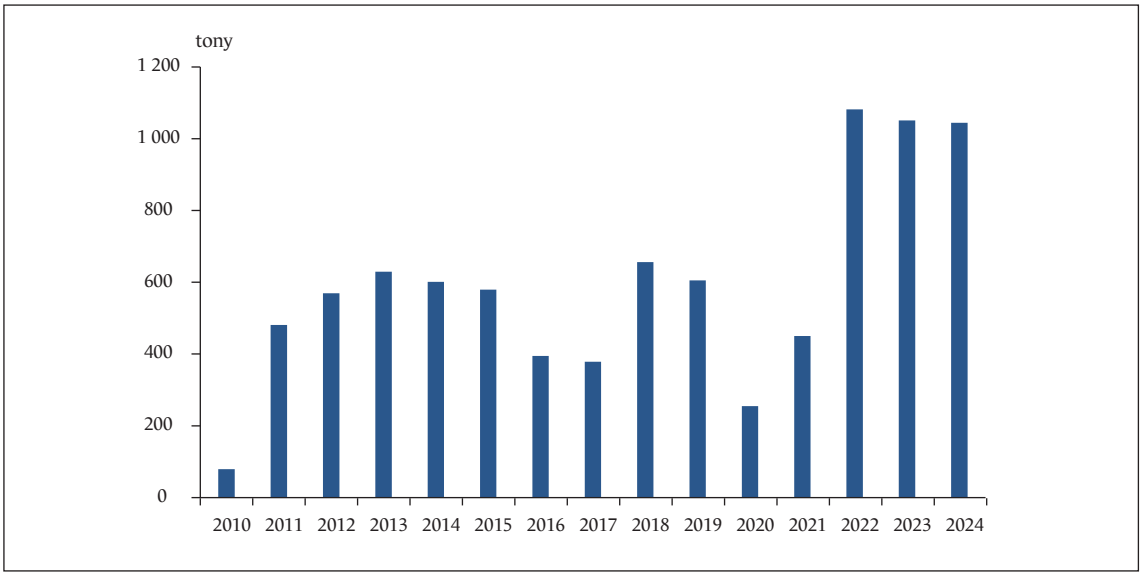
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych MFW i FRED.

Wykres 16
Ewolucja nierównowagi fiskalnej Stanów Zjednoczonych (jako % PKB)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych FRED.

Wykres 17
Zakupy netto złota przez banki centralne



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych World Gold Council.

The prospects for the US dollar as the dominant international currency

Abstract

The US dollar remains the dominant international currency. The hegemonic position of the US currency persists despite the fact that, since the collapse of the Bretton Woods monetary system, it no longer has a formalised character. The dominance of the dollar stems primarily from a number of factors that determine the usefulness and attractiveness of the American currency for non-residents. These include fundamental factors such as the size of the economy, the share in international trade, a deep and liquid financial market, full currency convertibility and a floating exchange rate system, as well as non-fundamental factors, which include a democratic political system, the rule of law, the quality of institutions, an independent and credible central bank, and strong protection of property rights.

The aim of this article is to analyse the economic determinants of the international dominance of the US dollar in terms of their sustainability and to examine the sources of potential erosion of the dollar's hegemony, both in relation to macroeconomic variables for the US economy and changes taking place in its environment, in particular the prospects for increased international use of other currencies, measures taken by emerging economies to reduce their dependence on the dollar, and the development of alternative methods of settling cross-border transactions. The hypothesis of the article is that in the short term, the dollar's position as the dominant international currency will remain unchallenged due to the relative stability of the fundamental and non-fundamental sources of the dollar's hegemony. The research methods applied include descriptive statistics, comparative analysis and literature review.

The analysis presented in the article demonstrates that in the short term, the dollar's position as the dominant international currency continues to be supported by both internal factors mentioned above as well as systemic factors, i.e. strong network externalities and the inertia of the international monetary system. A particularly pronounced source of the dollar's continuing hegemony is the lack of alternative international currencies that could achieve a scale of use similar to that of the dollar. This is due to the weakness of the dollar's main potential competitors, namely the euro and the renminbi. Furthermore, despite the increased use of other currencies in recent years, including the Australian dollar, the Canadian dollar and the New Zealand dollar, there are no sufficiently large and liquid markets for safe assets denominated in these currencies.

However, in the long term, the international role of the dollar may weaken. That said, internal factors related to the US economy and political system pose the greatest challenge. Undoubtedly, one such factor is the deepening fiscal imbalance in the United States and the associated growing burden of servicing public debt. The fiscal imbalance poses a particular threat to the international dominance of the dollar, as it raises concerns about the solvency of the United States and the risk of inflationary debt financing. In this context, the downgrading of the United States' credit rating by the three major rating agencies was symptomatic. Another internal factor potentially weakening the international position of the dollar is the erosion of the institutional sources of its dominance. This is the result of deepening political divisions, which are hampering the ability of successive US administrations to implement reforms. In addition, unpredictability in economic policy, particularly trade policy, has

become one of the factors undermining confidence in dollar assets, as it has shaken the image of the United States as an economically stable country. At the same time, relentless attacks on the US central bank and demands by the current administration for the Fed to lower interest rates, as well as calls to limit the Fed's independence and dismiss its chairman before the end of his term, pose a particular threat to the international dominance of the dollar, as they result in the loss of the dollar's fundamental attribute: the trust of foreign investors.

Moreover, there are also external factors that could potentially reduce the international role of the dollar in the long term. They are related both to objective changes in the global economy and to the motivation of many emerging economies to reduce their dependence on the dollar and its global role. One of the most important reasons for the intensification of efforts towards de--dollarisation in emerging economies has been the financial sanctions imposed on certain countries by the United States, which is a manifestation of treating the dollar as a kind of 'financial weapon' and an instrument of foreign policy. This is one of the reasons for the intensification of the trend towards fragmentation of the global economy, resulting in the emergence of a clear division into political and economic blocs. Despite the intensified efforts of emerging economies to reduce their dependence on the dollar and its role in the international monetary system, their effects have so far been very limited. It should be emphasised that the process of the dollar's internationalisation leading to its status as the dominant international currency was market-driven. Therefore, it is unlikely that this position could be significantly reduced through unilateral or even collective action by emerging economies. The anti-dollar policy pursued by these countries has no impact on the most important sources of the US currency's dominance.

Among the external factors that could potentially diminish the international role of the dollar, the role of technological progress and new technologies should also be noted. This relates in particular to the spread of private digital currencies, the development of alternative methods of settling cross--border payments, and the prospect of central banks introducing their own digital currencies. However, the potential impact of technological factors is still difficult to assess.

Keywords: international currency, international monetary system, dominant currency, official reserve assets, central bank