Niebotyczny przywilej dolara: rekonstrukcja i spór o system

AUTOR

Fundacja Dobre Państwo

STRESZCZENIE / ABSTRACT

Artykuł stanowi pogłębioną analizę zjawiska określanego mianem „niebotycznego przywileju" dolara amerykańskiego w globalnej gospodarce. Autor dekonstruuje mitologię narosłą wokół USD, wskazując na techniczne aspekty asymetrii infrastrukturalnej, które czynią z amerykańskiej waluty fundament światowego systemu płatniczego. Tekst szczegółowo omawia mechanizmy renty emisyjnej, premii za wygodę oraz rolę rynku długu USA jako bezpiecznej przystani. W opracowaniu znajdziemy również krytyczne spojrzenie na konkurencyjne projekty walutowe, w tym strukturalne słabości strefy euro oraz bariery stojące przed ambicjami bloku BRICS. Całość zamyka refleksja nad procesami dedolaryzacji i ewolucją w stronę policentrycznego ładu monetarnego, w którym istotną rolę mogą odegrać Specjalne Prawa Ciągnienia (SDR).

This article provides an in-depth analysis of the phenomenon known as the "exorbitant privilege" of the US dollar in the global economy. The author deconstructs the mythology surrounding the US dollar, pointing to the technical aspects of the infrastructural asymmetry that make the US currency the foundation of the global payments system. The text discusses in detail the mechanisms of seigniorage, the convenience premium, and the role of the US debt market as a safe haven. The study also critically examines competing currency projects, including the structural weaknesses of the eurozone and the barriers to the ambitions of the BRICS bloc. The article concludes with a reflection on dedollarization processes and the evolution toward a polycentric monetary order, in which Special Drawing Rights (SDRs) may play a significant role.

Artykuł analizuje pojęcie „nadzwyczajnego przywileju" dolara w kontekście globalnej ekonomii, dekonstruując je jako rentę sieciową wynikającą z dominującej roli dolara jako waluty rezerwowej i rozliczeniowej. Wbrew moralizatorskim interpretacjom, autor przedstawia to zjawisko jako systemową asymetrię, w której USA czerpią korzyści z

zaufania i płynności oferowanej przez ich walutę, ale ponoszą też koszty związane z utrzymaniem tej pozycji. Tezą artykułu jest, że dominacja dolara wynika nie tyle z siły militarnej czy moralnej emitenta, ile z braku realnej alternatywy, która mogłaby zaoferować porównywalną gęstość instytucjonalną i płynność. Analiza obejmuje kryzys finansowy z 2008 roku jako test odporności dolara oraz rozważania na temat potencjalnych konkurentów, takich jak euro, renminbi, SDR i waluta BRICS, wskazując na ich strukturalne ograniczenia. Artykuł kwestionuje też uproszczone dychotomie "USA zyskują, reszta traci" i postuluje rozważne, instytucjonalne podejście do dywersyfikacji walutowej, uwzględniające zarówno ryzyka, jak i korzyści związane z dominacją dolara.

SŁOWA KLUCZOWE

niebotyczny przywilej dolara | renta emisyjna | seniorat | premia za wygodę | płynność finansowa | bezpieczne aktywo | waluta rezerwowa | dedolaryzacja | infrastruktura płatnicza | rynek długu | lingua franca finansów | asymetria infrastrukturalna | BRICS | SDR | policentryzacja

Eichengreen: monopol emisyjny jako niebotyczny przywilej

W ekonomii międzynarodowej istnieją słowa klucze, które działają jak wytrychy do wyobraźni: otwierają drzwi do skarbca, ale jednocześnie każą podejrzewać, że zamek został sforsowany zbyt łatwo. „Nadzwyczajny przywilej” dolara należy właśnie do tej kategorii. Brzmi jak moralny osąd, podczas gdy w rzeczywistości jest techniczną nazwą asymetrii infrastrukturalnej: sytuacji, w której jedno państwo dostarcza światu walutę rezerwową i rozliczeniową, a reszta świata – z braku równie dobrej alternatywy – musi grać według jego reguł. Barry Eichengreen, w duchu ekonomicznego realizmu, a nie moralistyki, opisuje ten układ jako mechanizm systemowy. Dolar jest w nim czymś więcej niż pieniądzem: to uniwersalny język finansów, standard bezpieczeństwa i domyślne schronienie w czasach paniki. Ta rola generuje zyski, ale nakłada też obowiązki, co prowadzi nas do sedna sporu. W ostatnich latach coraz głośniej słychać bowiem kontrtezę: Stany Zjednoczone mają nie tylko „nadzwyczajny przywilej”, ale też „nadzwyczajny obowiązek” – ogromny koszt bycia globalnym dostawcą bezpieczeństwa finansowego.

Zanim jednak przejdziemy do polemiki, rozłóżmy sam „przywilej" na czynniki pierwsze. W pierwszym przybliżeniu składa się on z dwóch elementów. Pierwszy jest niemal namacalny: to renta emisyjna (seniorat), czyli zysk emitenta waluty wynikający z różnicy między kosztem jej wytworzenia a siłą nabywczą. Mówiąc prościej, koszt produkcji banknotu studolarowego wynosi zaledwie kilka centów, ale można za niego kupić realne dobra i usługi o wartości stu dolarów. Na tym poziomie przywilej przypomina alchemię, w której papier zamienia się w stal, ropę i pszenicę. Eichengreen słusznie jednak studzi emocje, wskazując, że choć renta emisyjna jest spektakularna, jej znaczenie w geopolitycznym bilansie bywa przeceniane. Prawdziwa potęga dolara kryje się gdzie indziej – w kosztach długu.

Drugi składnik jest zatem mniej obrazowy, ale znacznie ważniejszy: to niższy koszt finansowania długu, zarówno publicznego, jak i prywatnego, wynikający z globalnego apetytu na aktywa dolarowe. Inwestorzy na całym świecie pożądają zwłaszcza amerykańskich obligacji skarbowych. W nowoczesnym języku finansów zjawisko to określa się mianem „premii za wygodę". Oznacza to, że inwestor świadomie godzi się na niższą stopę zwrotu, ponieważ w zamian otrzymuje coś bezcennego: płynność, bezpieczeństwo i pewność, że w każdej chwili będzie mógł sprzedać posiadane aktywa. Otrzymuje też gwarancję, że w razie kryzysu nie zostanie sam na tonącym statku. To właśnie ta niefinansowa część zwrotu sprawia, że dolar działa jak naturalny monopol, oparty nie na przymusie, lecz na logice sieci: opłaca się być w systemie, w którym są wszyscy inni. Dane Banku Rozrachunków Międzynarodowych (BIS) to potwierdzają – dolar wciąż jest stroną w przytłaczającej większości transakcji walutowych na świecie.

W tym miejscu warto posłużyć się anegdotą, która w ekonomii bywa tym, czym kazus w prawie – ujawnia regułę, której teoria sama nie oświetli. Wyobraźmy sobie globalną giełdę towarową, na której handel toczy się bez przerwy. Zarząd dopuszcza wiele „żetonów rozliczeniowych", ale tylko jeden z nich jest akceptowany zawsze i przez wszystkich, a do tego można go natychmiast wymienić bez straty wartości. Z czasem ten żeton staje się czymś więcej niż środkiem płatniczym; staje się gwarantem stabilności całego rynku. Jego emitent nie musi krzyczeć

Renta emisyjna i płynność: fundamenty potęgi dolara

W tym miejscu dotykamy drugiego filaru rekonstrukcji Eichengreena, który w świecie biznesu budzi szczególny rezonans, bo uderza wprost w ryzyko reputacyjne i bilansowe: kryzys 2008 roku. Autor stawia tezę ostrą jak brzytwa, którą można ująć w formule: Stany Zjednoczone wznieciły pożar, a globalny system finansowy zmusił resztę świata do dostarczenia paliwa. Sens tego stwierdzenia nie leży w moralnym oskarżeniu, lecz w chłodnej analizie sprzężenia zwrotnego.

Globalna akumulacja rezerw w dolarze utrzymywała bowiem niskie stopy procentowe w USA, które – w połączeniu z błędami regulacyjnymi i polityką pieniężną – stały się idealną pożywką dla bańki kredytowej i inżynierii finansowej zamieniającej ryzykowne kredyty w pozornie bezpieczne papiery wartościowe. A jednak w chwili paniki, co kompromituje wszelkie naiwne intuicje, dolar nie został porzucony. Przeciwnie, stał się schronem. Ta „odporność w winie" jest jednym z najbardziej prowokujących fragmentów całej opowieści: system potrafi nagrodzić płynnością nawet tego, kto wywołał chorobę, jeśli tylko jego szpital jest największy w mieście.

Historia dolara, jeśli spojrzeć na nią nie jak na kronikę kursów walut, lecz jak na proces krzepnięcia globalnej infrastruktury, jest opowieścią o czymś fundamentalnym. Pokazuje, jak praktyka koordynacji działań w skali planety wymusza wspólny „język" rozrachunku, a następnie przekształca go w instytucję, która zaczyna żyć własnym życiem. W tej perspektywie waluta rezerwowa nie jest banknotem, lecz węzłem prawno-finansowym: zbiorem norm egzekwowalności i przewidywalności jurysdykcyjnej oraz – co kluczowe – wysoką jakością rynku długu. Dla świata biznesu jest to warunek spokojnego snu – gęstość i płynność, dzięki którym można w każdej chwili zamienić „aktywo" na „gotowość do działania" bez ponoszenia kosztów paniki. To dlatego dolar pozostaje nie tylko walutą, lecz „lingua franca" globalnych transakcji. Widać to nie w deklaracjach polityków, ale w twardych danych: dolar jest po jednej stronie przytłaczającej większości operacji walutowych, a jego dominacja na rynku FX była w 2022 roku niezmienna względem poprzedniej dekady, mimo całej retoryki o „końcu hegemonii".

Najlepiej tę logikę oddaje prosta anegdota. W portowym mieście kupcy mogą szczerze nienawidzić języka lokalnej administracji, ale jeśli tylko w tym języku wydaje się kluczowe dokumenty, rozstrzyga spory i działają sądy, to właśnie w nim będą podpisywać kontrakty. Międzynarodowa waluta jest takim językiem, tyle że zamiast gramatyki ma rynek długu, zamiast słownika – infrastrukturę płatniczą, a zamiast akademii językowej – bank centralny zdolny zalać system płynnością w godzinie próby. Tu właśnie Eichengreen uderza w sedno: wartość dolara nie opiera się na „złocie" ani „moralności", lecz na tym, że świat rozpoznaje w nim stabilność procedur i egzekwowalność obietnic.

Genealogia tego porządku ma swoje gwałtowne momenty, bo pieniądz światowy nie rodzi się w salonach dyplomatycznych, lecz na styku wojny, długu i instytucjonalnej wyobraźni. Współczesna nauka koryguje przy tym stary banał, jakoby dolar „powoli" zastępował funta dopiero po 1945 roku. Zmiana waluty rezerwowej bywa zjawiskiem skokowym, wywołanym szokiem geopolitycznym. Kiedy węzeł starego systemu pęka, świat gwałtownie przenosi się tam, gdzie jednocześnie znajduje płynność i wiarygodność. Biznes rozumie to instynktownie: płynność jest formą władzy nie dlatego,

że kogoś się do niej zmusza, lecz dlatego, że alternatywa jest kosztowna, a w kryzysie bywa śmiertelna.

Takie ujęcie pozwala zobaczyć kryzys 2008 roku jako próbę ogniową, która – z punktu widzenia logiki „niebotycznego przywileju" – powinna była zniszczyć dolara, a paradoksalnie wzmocniła jego funkcję bezpiecznej przystani. To moment, w którym wielu krytyków, zwłaszcza spoza Zachodu, dostrzega moralną obsceniczność systemu. Pożar wybuchł w domu podpalacza, lecz gdy ogień zajął sąsiedztwo, wszyscy uciekli do tego samego domu, bo tylko on miał betonowe ściany. W teorii jest to po prostu konsekwencja roli „bezpiecznego aktywa" (safe asset), czyli instrumentu, którego rynek jest na tyle głęboki, by wchłonąć globalny apetyt na bezpieczeństwo. W praktyce jest to fundament przewagi USA w kosztach finansowania. Przywilej nie polega na tym, że długu nie ma, lecz na tym, że jest on w walucie własnej i chętnie trzymany przez innych nawet wtedy, gdy zdrowy rozsądek nakazywałby wstyd.

Warto tu jednak wprowadzić nutę polemiczną, bo analiza Eichengreena nie może być nabożeństwem. Najsilniejsza współczesna kontrteza, popularna także w kręgach inwestycyjnych, brzmi: przywilej dolara jest przeszacowany, bo utrzymanie roli dostawcy bezpiecznego aktywa to również „obowiązek" i koszt. Stany Zjednoczone muszą nieustannie dostarczać światu podaży aktywów wolnych od ryzyka, a to sprzyja zadłużaniu, deficytom i narastaniu napięć politycznych w kraju emitenta. Ta teza ma swoją wagę, opisuje bowiem mechanizm, w którym emitent płaci „polityczną cenę" za globalną rolę swojej waluty, bo jego społeczeństwo niekoniecznie chce, by jego dobrobyt zależał od abstrakcyjnych zobowiązań wobec reszty świata. Trzeba jednak uderzyć w sedno: nawet jeśli przywilej ma swoją cenę, nie znika jego asymetryczna korzyść. Koszt jest rozłożony w czasie, korzyść jest natychmiastowa. Koszt bywa polityczny i wewnętrzny, korzyść jest finansowa i transgraniczna. Koszt jest sporny w debacie krajowej, korzyść jest bezsporna w bilansie międzynarodowym. To właśnie ta asymetria – między sporem a bezspornością – jest właściwą treścią pojęcia „niebotycznego przywileju".

Kryzys 2008: dolar jako globalna bezpieczna przystań

Prawdziwą naturę dolara najlepiej widać przez pryzmat jego konkurentów, a tu na pierwszy plan wysuwa się euro. W lapidarnej formule Barry'ego Eichengreena bywa ono nazywane „walutą bez państwa": ma bank centralny, lecz brakuje mu jednolitej suwerenności fiskalnej. Oznacza to brak jednego ośrodka władzy, który w sytuacji zagrożenia mógłby natychmiast i bezdyskusyjnie przenieść ryzyko w obrębie całego systemu. To nie jest wada kosmetyczna, lecz fundamentalna wada konstytucyjna, która ujawnia się pod presją.

W biznesie widać ją jak na dłoni. Euro jest doskonałą walutą na spokojne czasy, gwarantującą stabilność w warunkach normalnych. Jednak w ogniu kryzysu obnaża swój proceduralny paraliż, ponieważ kluczowe decyzje są wynikiem żmudnych negocjacji między państwami. Rynek zaś nie negocjuje – rynek dyskontuje przyszłość tu i teraz. Ta fundamentalna różnica między rytmem demokracji a rytmem paniki jest dla euro problemem strukturalnym, a nie retorycznym.

Dlatego właśnie w globalnych rezerwach walutowych udział euro rośnie powoli, nie zdobywając pozycji hegemona. Nawet gdy dolar traci ułamki procenta, zyski rozkładają się na wiele innych walut i na nieokreśloną kategorię „pozostałe". Jest to wyraźny sygnał dywersyfikacji, a nie wymiany na tronie. Dane MFW na rok 2025 również wskazują raczej na stabilizację i powolną rotację, a nie rewolucję, natomiast doniesienia analityczne zgodnie podkreślają właśnie stopniowy charakter „dedolaryzacji".

Fragmentacja fiskalna ogranicza konkurencyjność euro

Gdyby sprowadzić całą tę analizę do jednego zdania, brzmiałoby ono tak: osławiony „niebotyczny przywilej" dolara nie jest ani moralną zbrodnią, ani propagandowym trofeum. Jest po prostu nazwą renty sieciowej, czyli zysku, jaki czerpie się z faktu, że dana waluta staje się dla reszty świata jednocześnie uniwersalnym językiem rozliczeń, polisą ubezpieczeniową na wypadek kryzysu oraz ostatecznym systemem prawnym. Dopóki globalne finanse działają jako codzienna praktyka koordynacji – gdzie ludzie muszą sobie ufać, by się rozliczyć, zabezpieczyć i wyegzekwować długi – dolar pozostaje bezspornym tłem porozumienia. Dzieje się tak, dopóki żadna alternatywa nie zaoferuje tej samej gęstości instytucjonalnej. Dlatego zysk z samego druku pieniądza, choć medialnie nośny, jest tylko powierzchowną emanacją; istotą przywileju jest premia za płynność i zaufanie, która obniża koszt długu Ameryki i czyni jej deficyty znacznie bardziej znośnymi dla świata niż te same deficyty na peryferiach. W tej perspektywie kryzys 2008 roku nie był dowodem upadku systemu, lecz jego brutalnej odporności: nawet gdy pożar wybucha w samym centrum, paniczna ucieczka prowadzi prosto do niego, bo tylko tam istnieje rynek długu, który może służyć za schron.

Stąd płynie wniosek, który dla jednych jest bulwersujący, a dla praktyków biznesu – banalny. Dominacja dolara jest bardziej funkcją braku realnego substytutu niż nadzwyczajnej „siły charakteru" jego emitenta. Euro, jako „waluta bez państwa", pozostaje rywalem nie tyle przegranym, ile strukturalnie spowolnionym. W dobrych czasach bywa eleganckim instrumentem, lecz w godzinie próby musi przedzierać się przez gąszcz negocjacji fiskalnych, co rynek odczytuje jako niebezpieczne opóźnienie. Z kolei renminbi, „waluta z nadmiarem państwa", cierpi na

odwrotny problem: tam, gdzie strefie euro brakuje jednego centrum decyzyjnego, Chiny mają centrum zbyt ciężkie i nieprzewidywalne, by rynek mógł uwierzyć w swobodę przepływu kapitału i nienaruszalność reguł. W efekcie najbardziej prawdopodobny scenariusz to nie „detronizacja" dolara, lecz policentryzacja jego funkcji. Część płatności i fakturowania może z czasem ulec dywersyfikacji, podczas gdy rola globalnej rezerwy i „bezpiecznego aktywa" na długo pozostanie w domenie dolara.

W tym właśnie miejscu na scenę wchodzą BRICS oraz SDR jako dwa modele kuszących alternatyw. SDR, czyli specjalne prawa ciągnienia, to pokusa technokratyczna: elegancki konstrukt księgowy, który nie ma za sobą żadnej realnej wspólnoty rynkowej, przez co pozostaje narzędziem dla instytucji, a nie pieniądzem dla społeczeństwa. BRICS jest z kolei pokusą geopolityczną, czyli obietnicą „wyjścia" z dolarowej infrastruktury. Lecz o ile SDR pokazują, że bez rynku prywatnego nie ma mowy o pieniądzu globalnym, o tyle BRICS udowadniają, że bez wspólnoty ryzyka i wspólnego aktywa o skali porównywalnej z amerykańskimi obligacjami nie da się stworzyć nowej waluty rezerwowej. I tu właśnie rodzi się najczęstsze nieporozumienie: utożsamienie mglistej idei „waluty BRICS" z realnym, wdrażanym projektem. To wymaga weryfikacji, którą można przeprowadzić bez mitologii, trzymając się wyłącznie oficjalnych deklaracji.

Weryfikacja jest bezlitosna. Narracja o „walucie BRICS" krąży od lat jako hipoteza, element politycznego teatru, medialny skrót myślowy albo balon próbny wypuszczany przez poszczególnych graczy. Jednak w kluczowych momentach, gdy miało dojść do konkretów, oficjalne komunikaty konsekwentnie studziły zapał. Już przed szczytem w Johannesburgu w 2023 roku przedstawiciel RPA mówił wprost, że temat wspólnej waluty nie figuruje w agendzie i nigdy nie był przedmiotem formalnych prac bloku. W 2024 roku, gdy Rosja pod presją sankcji forsowała temat alternatywnych mechanizmów płatniczych, nacisk kładziono na rozliczenia w walutach narodowych i budowę infrastruktury, a nie na jeden nowy pieniądz. Jesienią 2024 roku Reuters relacjonował wypowiedź Putina, który stwierdził, że nie ma planu tworzenia nowego systemu, bo istniejące rozwiązania wystarczają do rozliczeń bilateralnych. Na początku 2025 roku ta sama agencja cytowała Kreml jednoznacznie: BRICS „nie planuje" wspólnej waluty, a dyskusje dotyczą platform inwestycyjnych, nie jednego pieniądza. Równie twarde jest stanowisko Indii, które w 2025 roku publicznie odrzuciły narrację o „dedolaryzacji" jako formalnym celu BRICS, akcentując technikę, nie rewolucję.

Co zatem realnie powstaje? Powstają – i to jest fakt o instytucjonalnej wadze – mechanizmy pozwalające obchodzić dolara w jego funkcji rozrachunkowej, ale nawet nie udające, że zastąpią go w funkcji rezerwowej. W dokumentach i analizach powracają te same wątki: wzrost udziału walut narodowych w handlu wewnątrz bloku, dążenie do stworzenia alternatywnych kanałów komunikacji finansowej oraz projekty o charakterze pilotażowym. We wspólnym oświadczeniu

ministrów finansów BRICS z lipca 2025 roku dominuje język „pilotażu", „raportowania postępów" i rozwijania inicjatyw w perspektywie kolejnych lat. Jest to typowa sygnatura projektów infrastrukturalnych, a nie aktu założycielskiego nowej waluty. Jednocześnie analizy podkreślają głębokie podziały interesów wewnątrz grupy i obawy, by projekt nie stał się otwarcie antyzachodni lub zdominowany przez Chiny, co uniemożliwia budowę prawdziwej wspólnoty ryzyka.

Z tego wszystkiego wyłania się wniosek precyzyjny, choć dla niektórych intelektualnie drażniący. „Koncepcja waluty BRICS" istnieje głównie jako retoryczne widmo i okresowo odświeżana hipoteza. To, co faktycznie dojrzewa, ma postać programu infrastrukturalnego: budowy „szyn" (rozliczenia w lokalnych walutach, alternatywne kanały, pilotaże), a nie jednego, wspólnego pociągu. Prawdziwym brakującym ogniwem waluty BRICS nie jest bowiem nazwa, logo czy technologia. Jest nim coś, czego nie da się pominąć bez popadania w fantazję: wspólny, głęboki i płynny rynek bezpiecznych aktywów, wspólna zdolność do absorbowania strat w kryzysie oraz mechanizm, który rozstrzyga, kto płaci, gdy cały ten eksperyment zaczyna tracić na wartości. Dopóki te warunki nie są spełnione, wspólna waluta pozostaje bardziej sloganową prowokacją niż realnym planem operacyjnym.

Kontrola kapitału hamuje rezerwową ekspansję renminbi

W dyskusji o przyszłości systemu walutowego BRICS pojawia się czasem koncepcja UNIT – projekt, który w mediach bywał sensacyjnie przedstawiany jako „waluta BRICS na blockchainie". W rzeczywistości jest to propozycja prywatnej firmy technologicznej, a nie program instytucjonalny któregokolwiek z państw bloku. Warto więc rozebrać go na czynniki pierwsze. Nie po to, by go zdyskredytować, lecz by precyzyjnie oddzielić inżynierski projekt od tego, co mogłoby realnie funkcjonować jako pieniądz międzynarodowy, i umiejscowić go w szerszym sporze o granice technologicznego naprawiania świata.

Geneza projektu jest kluczem do jego zrozumienia. UNIT pojawił się w 2023 roku w wypowiedziach Charlesa Hoskinsona, założyciela ekosystemu Cardano. Pomysł zakładał stworzenie cyfrowej jednostki rozrachunkowej, której wartość opierałaby się na koszyku towarów i walut państw BRICS, a cała infrastruktura działałaby na blockchainie Cardano. W zamyśle UNIT miał być neutralnym narzędziem do rozliczeń w handlu, pozwalającym ominąć dolara i tradycyjne systemy płatnicze. Już tutaj widać fundamentalną cechę projektu: nie był to projekt BRICS, lecz projekt dla BRICS. Nie zrodził się z uzgodnień banków centralnych, nie pojawił się w żadnym oficjalnym komunikacie. Był ofertą z zewnątrz, propozycją gotowej architektury pieniądza podanej państwom na tacy przez aktora technologicznego.

To rozróżnienie jest absolutnie kluczowe. W historii pieniądza prywatna inicjatywa może tworzyć infrastrukturę – giełdy, systemy płatnicze jak SWIFT – ale nie tworzy suwerennej waluty rezerwowej bez wyraźnej delegacji władzy monetarnej. UNIT od początku pozycjonował się więc poza sferą realnych decyzji. Był jak projekt mostu przedstawiony dwóm miastom, które nigdy nie rozmawiały o jego budowie.

Architektura UNIT łączyła trzy niezwykle pociągające idee. Po pierwsze, odejście od waluty narodowej na rzecz jednostki opartej na koszyku dóbr, co jest echem zarówno Specjalnych Praw Ciągnienia (SDR) MFW, jak i historycznych projektów pieniądza towarowego. Miało to zapewnić stabilność i odporność na polityczne manipulacje. Po drugie, użycie blockchainu Cardano jako szyn, po których poruszałyby się transakcje. Transparentność i niezmienność zapisu miały zastąpić zaufanie do jednej jurysdykcji zaufaniem do kodu. Po trzecie, retoryczna neutralność: UNIT nie byłby walutą Chin czy Rosji, lecz wspólnym, rzekomo apolitycznym narzędziem.

W tym miejscu projekt osiąga szczyt swojej intelektualnej atrakcyjności. Syntetyzuje bowiem trzy wielkie marzenia współczesnej wyobraźni ekonomicznej: pieniądz bez hegemona, technologię zamiast polityki oraz stabilność bez banku centralnego. Problem w tym, że każde z tych marzeń, rozpatrywane osobno, już wielokrotnie zderzało się z twardym murem instytucjonalnej rzeczywistości.

Fundamentalna sprzeczność projektu nie leży w technologii, lecz w braku suwerenności monetarnej. Pieniądz międzynarodowy to nie tylko nośnik wartości; to przede wszystkim zobowiązanie. Ktoś musi za nie odpowiadać. Ktoś musi gwarantować jego stabilność, zapewniać płynność w czasie kryzysu i być pożyczkodawcą ostatniej instancji. W przypadku UNIT nie istnieje żaden podmiot, który gwarantuje wymienialność w sytuacji paniki, absorbuje straty, gdy koszyk traci na wartości, czy rozstrzyga spory prawne. Blockchain nie rozwiązuje żadnego z tych problemów. Może być doskonałym notariuszem, ale nie jest strażą pożarną. W tym sensie UNIT powiela strukturalny problem SDR, ale w wersji

Płynność transakcyjna a stabilność waluty rezerwowej

Technologiczny wątek, który biznes uważa dziś za najbardziej prawdopodobny, dotyczy właśnie „szyn”: wielostronnych platform rozrachunku, rozwiązań typu CBDC, a więc cyfrowej waluty będącej bezpośrednim zobowiązaniem banku centralnego, oraz transgranicznych projektów opartych na DLT. Projekt mBridge, nadzorowany przez BIS, osiągnął w 2024 roku etap MVP, dając namacalny dowód, że rozrachunek może być niemal natychmiastowy i wielowalutowy. Pilotaże pokazały, że możliwe są transakcje PvP – rozrachunek typu „payment versus payment”, który

eliminuje fundamentalne ryzyko, że jedna strona zapłaci, a druga nie dostarczy waluty. Dla biznesu to realne obietnice: krótszy czas rozrachunku, niższe koszty i ograniczenie ryzyka operacyjnego. Jednocześnie jednak narastają napięcia polityczne wokół tych projektów, co samo w sobie jest pouczające: gdy technologia dotyka krwiobiegu międzynarodowego pieniądza, natychmiast wkracza geopolityka.

Inwestycje NDB: BRICS buduje własną infrastrukturę

Pozostają SDR-y, czyli ten rozdział opowieści, w którym Barry Eichengreen bywa najbardziej bezwzględny. Nazywa je wprost pieniądzem księgowym: narzędziem użytecznym w zamkniętym obiegu instytucji, lecz całkowicie bezsilnym wobec żywiołu prywatnego rynku. Formalnie SDR-y, czyli Specjalne Prawa Ciągnienia, są międzynarodowym aktywem rezerwowym MFW, którego wartość opiera się na koszyku walut. Ich funkcja ogranicza się jednak do sfery relacji między państwami a Funduszem. I tu na scenę wkracza argument, który jest w równym stopniu kulturoznawczy, co ekonomiczny: pieniądz nie jest rzeczą, lecz instytucją społeczną, która wymaga powszechnej praktyki uznania. SDR-y to pieniądz bez społeczeństwa pieniężnego; mają księgowość, nie mają kultury. Dlatego nie stanowią konkurencji dla dolara w tym wymiarze, w jakim jest on krwiobiegiem codziennej koordynacji gospodarczej świata. Dane MFW o rezerwach walutowych pokazują więc ewolucję, a nie rewolucję. Banki centralne nie dokonują przeskoku do SDR-ów, ponieważ te – nawet jako uzupełnienie rezerw – nie oferują biznesowi tego, co jest warunkiem życia: głębokiego, prywatnego rynku, płynności i natychmiastowej wymienialności w ogniu kryzysu.

Rozbieżne interesy BRICS blokują wspólną walutę

Bądźmy bezkompromisowi i wypowiedzmy tezę prowokacyjną, choć do bólu racjonalną: największym wrogiem dolara nie jest blok BRICS, euro ani renminbi. Jest nim amerykańska księgowość polityczna, czyli malejąca zdolność systemu USA do utrzymania wiarygodności fiskalnej w epoce brutalnej polaryzacji. To nie jest moralizatorstwo, lecz chłodny wniosek strukturalny. Waluta rezerwowa to nic innego jak kredyt zaufania udzielony emitentowi – a taki kredyt traci się nie przez siłę rywala, lecz przez własną dysfunkcję. I tu Eichengreen, w duchu zimnego realizmu, jest nie do obalenia: jeśli „niebotyczny przywilej” jest rentą czerpaną z instytucji, to jego warunkiem nie jest potęga militarna, lecz istnienie procedur, które pozwalają światu wierzyć, że emitent nie zamieni swojego długu w narzędzie autodestrukcji.

Jeśli przyjmiemy, co jest założeniem metodycznie uczciwym, że pieniądz światowy nie jest „rzeczą", lecz zinstytucjonalizowanym systemem wzajemnego uznania, którego siła tkwi w powtarzalności praktyk, to prognozowanie przyszłości dolara zmienia się z wróżbiarstwa w rekonstrukcję warunków możliwości. Pytanie nie brzmi: „jaki będzie kurs?", lecz: „co musiałoby się stać z rynkami, prawem i technologią, aby globalny język finansów mógł się zmienić bez komunikacyjnej zapaści?". W tej perspektywie słynna metafora „monopolu naturalnego" nabiera pełnego sensu. Monopol dolara nie wynikał z samej siły, lecz z faktu, że przez dekady koszty koordynacji w świecie wielu walut były wyższe niż korzyści płynące z jednej, wspólnej infrastruktury. Dopiero technologia, obniżając te koszty, otwiera realną drogę do demontażu monopolu. Stąd fundamentalna teza, której globalny biznes nie powie wprost, ale którą stosuje w zarządzaniu ryzykiem: najbardziej prawdopodobny nie jest upadek dolara, lecz stopniowe rozszczelnienie jego monopolu w płatnościach przy jednoczesnym utrzymaniu prymatu jako aktywa rezerwowego.

Dokładnie w tym punkcie rozchodzą się drogi nauki i biznesu, prowadząc do trzech skrajnych stanowisk. Pierwsze, apokaliptyczne, głosi, że dolar to historyczny artefakt, który wysadzą w powietrze trzy ładunki: rosnący dług publiczny USA, polityczny paraliż uniemożliwiający dyscyplinę fiskalną oraz „weaponizacja" dolara poprzez sankcje, zmuszająca resztę świata do budowy alternatyw. Drugie, konserwatywno-monopolistyczne, odpowiada, że dedolaryzacja to medialna bajka, bo nie istnieje żadne inne aktywo o porównywalnej skali, płynności i jakości. Dolar może być nielubiany, ale jest niezastąpiony, bo jego zastępstwo wymaga nie tylko woli, lecz zdolności do wchłonięcia globalnego popytu na bezpieczeństwo. Trzecia skrajność, najsubtelniejsia i intelektualnie najgroźniejsza, ubrana w elegancki formalizm, twierdzi, że wybór waluty rezerwowej to kwestia optymalizacji portfela – rynkowa decyzja bez politycznych konsekwencji. To wygodne dla tych, którzy chcą widzieć świat jako tabelę w Excelu, a nie pole konfliktu, gdzie prawo, przemoc i sankcje są częścią bilansu.

Eichengreen nie wpisuje się w żadną z tych skrajności, ale jego diagnoza nieuchronnie prowokuje do myślenia w takich kategoriach. Sama struktura przywileju jest bowiem skrajna: nigdzie indziej emitent waluty nie może w takiej skali finansować deficytów własnym pieniądzem, a świat traktuje ten dług jako „bezpieczną przystań", nawet gdy kry

Projekt UNIT: brak zaufania blokuje uznanie instytucji

Wszystko to prowadzi do pytania, które jest zarazem naukowe, praktyczne i drażliwe dla konformistów: co powinno robić państwo, a co biznes, gdy świat przechodzi od monopolu do policentryzmu, nie mając przy tym pewności, czy nowy system będzie stabilny? Odpowiedź w

duchu roztropności nie może polegać na romantycznym „zrywaniu kajdan dolara", ponieważ te kajdany są w dużej mierze naszym własnym uzależnieniem od płynności. Rozwiązania muszą być zatem instytucjonalne, czyli takie, które subtelnie modyfikują reguły gry, nie wywołując przy tym paniki na rynkach.

Państwa o ambicjach większej suwerenności finansowej muszą postawić na dywersyfikację, ale nie w sensie pustych deklaracji, lecz realnej zdolności do działania w kryzysie bez natychmiastowego importu dolara. Oznacza to żmudne budowanie wiarygodnych i przejrzystych prawnie rynków długu we własnej walucie, rozwijanie lokalnej infrastruktury transakcji repo i zabezpieczeń oraz – co mniej popularne – wzmacnianie niezależności instytucji pieniężnych. Rynki muszą bowiem wierzyć, że politycy nie zmienią reguł w połowie partii. Jeśli ktoś uważa to za „neoliberalny dogmat", niech przypomni sobie, że status waluty rezerwowej nie jest nagrodą za cnotę, lecz konsekwencją przewidywalności. Po stronie USA rozwiązanie nie jest geopolityczne, lecz księgowe w najszerszym sensie tego słowa: chodzi o odbudowę zdolności do generowania wiarygodnych ścieżek długu, które nie wyglądają jak improwizacja między jednymi a drugimi wyborami. Nadzwyczajny przywilej jest kredytem zaufania, a ten można przehulać, nawet mając największą armię świata. W tym sensie ostrzeżenie Eichengreena, że największym wrogiem dolara jest Waszyngton, a nie Pekin, jest jednym z najtrzeźwiejszych bon motów współczesnej ekonomii politycznej.

Po stronie biznesu – i tu dochodzimy do decyzji o bezpośrednich konsekwencjach – prognozowanie przyszłości dolara przekłada się na trzy klasy działań. Pierwsza to zarządzanie ryzykiem w świecie wielowalutowych szyn płatniczych: firmy będą musiały zabezpieczać nie tylko kurs, ale też ryzyko rozrachunku oraz ryzyko sankcyjne, czyli możliwość, że infrastruktura finansowa stanie się polem politycznego przymusu. Druga to świadomy wybór jurysdykcji i struktur prawnych kontraktów; skoro dolar to także system prawny, zmiana waluty bez zmiany prawa bywa iluzją, a nie strategią. Trzecia to inwestycja w interoperacyjność finansową, czyli w systemy skarbowe zdolne obsługiwać wiele walut, standardów i reżimów raportowania bez operacyjnego paraliżu. W świecie monopolu można było pozwolić sobie na lenistwo. W świecie policentrycznym lenistwo staje się ryzykiem egzystencjalnym.

System mBridge: technologie CBDC omijają dolara

|be_thought_of|Jeżeli dotąd traktowaliśmy „niebotyczny przywilej" jako techniczną nazwę dla asymetrii infrastrukturalnej, teraz musimy wykonać ruch, od którego uciekają teksty oportunistyczne: rozstrzygnąć, co dokładnie jest tu „przywilejem", a co jedynie retorycznym

światłem rzuconym na ten sam mechanizm. Nie chodzi bowiem o to, by utwierdzić czytelnika w prostej dychotomii „USA czerpią, reszta traci". Chodzi o to, by pokazać strukturę, w której zysk jednego węzła sieci może współistnieć z kosztami jej utrzymania. A także – co dla biznesu najważniejsze – by zrozumieć, że nie ma darmowych obiadów. Są tylko obiady z rachunkiem rozpisanym na wielu gości, gdzie część kwoty ma postać jawnych procentów, a reszta ukryta jest w warunkach dostępu do stołu.

Prawdziwa, merytoryczna polemika z Eichengreenem zaczyna się od podważenia samej intuicji „darmowego kredytu". Krytycy, zwłaszcza ci opierający się na teorii „bezpiecznego aktywa", mówią wprost: emitent waluty rezerwowej nie jest wyłącznie rentierem. Jest raczej globalnym ubezpieczycielem ostatniej instancji, którego bilans musi absorbować ryzyka całego świata. W tej optyce „exorbitant privilege" to nieprecyzyjna etykieta, bo pomija fakt, że popyt na amerykańskie obligacje to nie tylko źródło taniego finansowania. To także presja, by dostarczać coraz więcej długu jako surogatu bezpieczeństwa. Państwo-emitent, chcąc nie chcąc, staje się fabryką instrumentów, które świat traktuje jak kotwicę. Z tej perspektywy przywilej jest zarazem powinnością: kto ma dostarczać światu tlen, ten musi utrzymywać w ruchu sprężarki, nawet jeśli te rozgrzewają się do czerwoności.

Ta krytyka jest poważna i nie wolno jej spłaszczać. Rozpoznaje bowiem aporię, którą inny słownik nazwał już dawno temu: świat potrzebuje płynnych rezerw, ale ich dostarczanie przez jedno państwo rodzi napięcie między globalnym popytem a lokalną polityką, która musi ten dług legitymizować. Mówiąc językiem proceduralnym: globalna koordynacja żąda stabilności, a lokalna demokracja żąda sensu i sprawiedliwości. Nie zawsze da się te żądania pogodzić bezkosztowo. Ktoś bezlitosny dla Eichengreena powie więc: „przywilej" to zbyt gładkie słowo na coś, co jest raczej ambiwalentnym kontraktem między państwem-emitentem a resztą świata.

I tu właśnie trzeba wykonać kontrruch, bo obrona Eichengreena nie polega na negacji kosztów, lecz na przywróceniu proporcji. Po pierwsze, nawet jeśli emitent jest ubezpieczycielem, to ubezpieczyciel pobiera składkę, a jest nią właśnie możliwość tańszego i dłuższego finansowania się. Po drugie, koszty „obowiązku" są w dużej mierze wewnętrzne, podczas gdy korzyści „przywileju" mają charakter zewnętrzny i natychmiastowy: redukują koszt długu, podnoszą strategiczną elastyczność i czynią z waluty narzędzie wpływu. Po trzecie wreszcie, w praktyce kryzysowej mechanizm działa dokładnie tak, jak opisuje to Eichengreen. Nawet gdy źródło turbulencji jest w USA, kapitał ucieka do dolara, bo w świecie, gdzie bezpieczeństwo jest rzadkie, najpewniejszy schron staje się jeszcze cenniejszy, gdy wiatr się wzmaga. Jeśli ktoś uznaje to za skandal moralny, ma prawo. Ale jeśli chce to zrozumieć, musi porzucić moralizowanie na rzecz analizy funkcji.

Drugi biegun krytyki jest zarazem prostszy i bardziej gwałtowny, przez co chę

> Przyszłość dolara nie jest przesądzona, lecz kształtowana przez dynamikę globalnego zaufania i instytucjonalnej stabilności. Czy w erze policentryzmu walutowego uda się utrzymać koordynację bez dominującego hegemona, czy też czeka nas epoka walutowej wieży Babel? A może to właśnie nieuchronne napięcie między globalną koordynacją a lokalną polityką okaże się motorem innowacji, prowadząc do powstania nowych, bardziej sprawiedliwych i odpornych systemów finansowych?

Inspiracje

[1] **"Exorbitant privilege"** Barry Eichengreen

2011 | Oxford University Press

Barry Eichengreen jest amerykańskim ekonomistą i historykiem gospodarki. Jest profesorem ekonomii i nauk politycznych im. George'a C. Pardee i Helen N. Pardee na Uniwersytecie Kalifornijskim w Berkeley. Jego badania koncentrują się na międzynarodowym systemie monetarnym i finansowym oraz historii gospodarczej. Był starszym doradcą ds. polityki gospodarczej w MFW.

Barry Eichengreen *is an American economist and economic historian. He is the George C. Pardee and Helen N. Pardee Professor of Economics and Political Science at UC Berkeley. His research focuses on the international monetary and financial system, and economic history. He was a senior policy advisor to the IMF.*

University of California, Berkeley

Literatura uzupełniająca

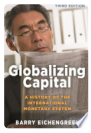
Książki

Autorzy przywoływani w artykule:

[1] **"Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression, 1919-1939"**

Barry Eichengreen

1992 | Oxford University Press, USA | ISBN: 9780198022916



[2] **"Globalizing Capital: A History of the International Monetary System"**

Barry Eichengreen

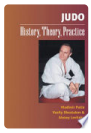
2019 | Princeton University Press | ISBN: 9780691194585

[3] **"Hall of Mirrors: The Great Depression, the Great Recession, and the Uses-And Misuses-Of History"**

Barry Eichengreen

2010 | Oxford University Press USA

Literatura pokrewna (Google Scholar):



[4] "Judo: History, Theory, Practice"

Vladimir Putin, Vasily Shestakov, Alexey Levitsky

2004 | North Atlantic Books | ISBN: 9781556434457



[5] "First Person: An Astonishingly Frank Self-Portrait by Russia's President Vladimir Putin"

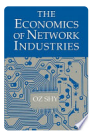
Vladimir Putin

2000 | PublicAffairs | ISBN: 9780786723270

[6] "The Oxford Handbook of the Economics of Networks"

Yann Bramoullé, Andrea Galeotti, Brian Rogers

2016 | Oxford University Press | ISBN: 9780190216825



[7] "The Economics of Network Industries"

Oz Shy

2001 | Cambridge University Press | ISBN: 9780521805001



[8] "Putinomics: Power and Money in Resurgent Russia"

Chris Miller

2021 | University of North Carolina Press | ISBN: 9781469663913

Artykuły naukowe

Autorzy przywoływani:

[1] "Convenience Yield, Inflation Expectations, and Public Debt Growth"

Julie Zhiyu Fu

2025

Google Scholar

[2] "Mineral Natural Resources in the Strategy for Development of the Russian Economy"

Vladimir Putin

1999 | Problems of Post-Communism

Google Scholar

[3] **"Russia's Economy under Putin: From Crony Capitalism to State Capitalism"**

Simeon Djankov

2015 | Policy Briefs PB15-18, Peterson Institute for International Economics

Google Scholar

Artykuły pokrewne (Google Scholar):

[4] **"The Stealth Erosion of Dollar Dominance: Active Diversifiers and the Rise of Nontraditional Reserve Currencies"**

Serkan Arslanalp, Barry Eichengreen, Chima Simpson-Bell

2022 | Journal of International Economics

Google Scholar

[5] **"Gold as International Reserves: A Barbarous Relic No More?"**

Serkan Arslanalp, Barry Eichengreen, Chima Simpson-Bell

2023 | IMF Working Papers

Google Scholar

[6] **"Our Underappreciated International Reserve System"**

Serkan Arslanalp, Barry Eichengreen, Chima Simpson-Bell

2025 | NBER Working Papers

Google Scholar

Tekst opracowany z udziałem sztucznej inteligencji.
Redakcja i kontrola merytoryczna: Fundacja Dobre Państwo.
APA ONE Publishing System
Fundacja Dobre Państwo © 2026
Article ID: 1c537c73-0bc9-4a6d-9151-fb13e072b0fc