Fides, Ratio et Patria. Studia Toruńskie 24/2026
ISSN 2392-1463; e-ISSN 2956-3267
s. 266–283

https://doi.org/10.56583/frp.3300

Dorota Żuchowska*
Akademia Kultury Społecznej i Medialnej w Toruniu – Akademia Nauk Stosowanych
https://orcid.org/0000-0002-4392-9544

Waluty typu „safe haven" wobec współczesnych wstrząsów geopolitycznych i geoekonomicznych w latach 2020–2026

Streszczenie

Artykuł podejmuje problematykę zmian mechanizmów rynkowych rządzących walutami typu *safe haven* w obliczu narastających wstrząsów geopolitycznych i geoekonomicznych ostatnich lat. Głównym celem badawczym jest analiza i porównanie reakcji tradycyjnej triady walutowej – dolara amerykańskiego (USD), franka szwajcarskiego (CHF) oraz jena japońskiego (JPY) – na zróżnicowane kryzysy z lat 2020–2026. W pracy zastosowano metodę opisowo-statystyczną.

Przeprowadzone badanie wykazało, że status bezpiecznej przystani nie jest cechą stałą, a reakcja inwestorów zależy od specyfiki i struktury samego wstrząsu. W warunkach globalnego szoku płynnościowego (pandemia COVID-19) tradycyjne mechanizmy obronne zadziałały synchronicznie. Jednakże wstrząsy o charakterze surowcowo-inflacyjnym, zapoczątkowane inwazją Rosji na Ukrainę w lutym 2022 roku i pogłębione przez eskalację konfliktów na Bliskim Wschodzie w kolejnych latach doprowadziły do trwałej degradacji jena japońskiego w roli waluty bezpiecznego schronienia. W tym samym czasie dolar amerykański i frank szwajcarski umocniły swoje pozycje.

Słowa kluczowe: waluty *safe haven*, wstrząsy geopolityczne, wstrząsy geoekonomiczne, dolar amerykański, frank szwajcarski, jen japoński

* **Dorota Żuchowska** – dr nauk ekonomicznych, profesor Akademii Kultury Społecznej i Medialnej w Toruniu na Wydziale Nauk Społecznych i Komunikacji Multimedialnej, absolwentka Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania Uniwersytetu Mikołaja Kopernika w Toruniu, wyróżniona w III edycji konkursu o Nagrodę Prezesa Narodowego Banku Polskiego na najlepszą pracę doktorską z zakresu nauk ekonomicznych, autorka licznych publikacji naukowych dotyczących problematyki międzynarodowych stosunków finansowych, polityki pieniężnej i kursowej, współredaktorka kilku monografii z zakresu polityki makroekonomicznej w warunkach niestabilności rynkowej.

Licencja CC BY-NC-ND 4.0

SAFE-HAVEN CURRENCIES AMID CONTEMPORARY GEOPOLITICAL AND GEOECONOMIC SHOCKS, 2020–2026

Summary

The paper addresses the issue of the changes of market mechanisms governing safe haven currencies in the face of escalating geopolitical and geoeconomic shocks in recent years. The primary research objective is to analyze and compare the reactions of the traditional currency triad – the US dollar (USD), the Swiss franc (CHF), and the Japanese yen (JPY) – to various crises between 2020 and 2026. The study employs a descriptive-statistical method.

The conducted research demonstrated that safe haven status is not a static characteristic, and investor reactions depend heavily on the specific nature and structure of the shock itself. Under conditions of a global liquidity shock (the COVID-19 pandemic), traditional defensive mechanisms functioned synchronously. However, commodity--inflationary shocks, initiated by Russia's invasion of Ukraine in February 2022 and further exacerbated by escalating conflicts in the Middle East in the subsequent years, led to a permanent degradation of the Japanese yen as a safe haven currency. Concurrently, the US dollar and the Swiss franc strengthened their positions.

Keywords: safe haven currencies, geopolitical shocks, geoeconomic shocks, US dollar, Swiss franc, Japanese yen

~ • ~

Wstęp

Współczesna architektura globalnego systemu finansowego podlega nieustannym testom warunków skrajnych, wywoływanych przez narastającą niestabilność geopolityczną i geoekonomiczną[1]. Tradycyjne paradygmaty rynkowe, zgodnie z którymi inwestorzy w obliczu kryzysów automatycznie kierowali kapitał w kierunku aktywów uchodzących za bezpieczne przystanie *(safe haven*), ulegają dynamicznym przeobrażeniom. Lata 2020–2026 dostarczyły serii zróżnicowanych, nakładających się na siebie wstrząsów: od unilateralnych decyzji geoekonomicznych i wojen handlowych, przez globalny kryzys pandemiczny (COVID-19), aż po powrót pełnoskalowych konfliktów konwencjonalnych (wojna w Ukrainie oraz eskalacja napięć na Bliskim Wschodzie), które wywołały wstrząsy podażowe w gospodarce światowej. Wydarzenia te zrewidowały dotychczasowe postrzeganie odporności czołowych walut rezerwowych: dolara amerykańskiego (USD), franka szwajcarskiego (CHF) oraz jena japońskiego (JPY).

[1] Dyskusja na temat narastającej rywalizacji geoekonomicznej oraz przemian w globalnym ładzie gospodarczym została kompleksowo ujęta w: IMF, *The Return of Geoeconomics*, „Finance and Development", June 2026, t. 63, nr 2, s. 5–45.

Celem artykułu jest analiza i ocena reakcji walut tradycyjnie uznawanych za bezpieczne przystanie na zróżnicowane szoki zewnętrzne w latach 2020–2026 oraz poszukiwanie odpowiedzi na pytanie: czy status waluty jako *safe haven* jest cechą stałą, czy jest zależny od specyfiki strukturalnej wstrząsu geopolitycznego? W procesie badawczym wykorzystano metodę analizy opisowej, analizy porównawczej oraz analizę danych empirycznych.

Problematyka walut *safe haven* i ich zachowania w warunkach zawirowań na rynkach globalnych była już wielokrotnie podejmowana w literaturze przedmiotu[2]. Jednak przeprowadzenie analizy empirycznej w horyzoncie czasowym obejmującym lata 2020–2026 jest w pełni uzasadnione z uwagi na fundamentalną zmianę dotychczasowych mechanizmów rynkowych. Wcześniejsze modele teoretyczne zakładały bowiem symetryczność i synchroniczność wzorców zachowań inwestorów w warunkach wzrostu awersji do ryzyka. Tymczasem szoki o charakterze surowcowo-inflacyjnym z lat 2022–2026 doprowadziły do bezprecedensowej dywergencji w zachowaniu tych aktywów, obnażając m.in. strukturalne słabości jena japońskiego w środowisku rosnących stóp procentowych na świecie[3]. Niniejsze opracowanie wypełnia istniejącą lukę badawczą, analizując odporność walut bezpiecznego schronienia w warunkach kryzysu o charakterze geopolitycznym i geoekonomicznym.

Strukturę artykułu podporządkowano realizacji celu badawczego. Po rozdziale wstępnym przedstawiono aspekty teoretyczne funkcjonowania walut *safe haven*, następnie na tle doświadczeń z okresu przed wybuchem pandemii COVID-19 dokonano specyfikacji zróżnicowanych wstrząsów geopolitycznych i geoekonomicznych, które dotknęły globalną gospodarkę w latach 2020-2026. Kolejny rozdział zawiera prezentację wyników analizy empirycznej wskaźników statystycznych oraz kursów realnych triady walut *safe haven*. Wnioski z przeprowadzonego badania empirycznego w konfrontacji z literaturą przedmiotu, zamieszczone

[2] zob. np. A. Ranaldo, P. Söderlind, *Safe Haven Currencies*, „Review of Finance" 2010, t. 14, nr 3, s. 385–407; D. Botman, I. de Carvalho Filho, W. R. Lam, *Te Curious Case of the Yen as a Safe Haven Currency: A Forensic Analysis*, „IMF Working Paper", November 2013, nr WP/13/228; D. Żuchowska, *Rola walut* safe haven *w warunkach niestabilności makroekonomicznej*, „Warmińsko-Mazurski Kwartalnik Naukowy. Nauki Społeczne" 2016, t. 17, nr 1, s. 99–114; I. Pszczółka, *Międzynarodowe waluty* safe haven *– bezpieczna przystań w czasie kryzysu*, „Optimum. Economic Studies" 2021, t. 103, nr 1, s. 81–90; M. Mrowiec, *Safe-haven currencies during financial market instability in the 21st century*, „Scientific Papers of Silesian University of Technology" 2024, nr 208, s. 385–398.

[3] Zjawisko dywergencji walut bezpiecznych przystani oraz załamania roli jena w środowisku wysokiej inflacji i stóp procentowych z lat 2022–2024 analizują m.in.: A. Melone, A. Stathopoulos, *Geopolitical Risk in Currency Markets*, „Fisher College of Business Working Paper", nr 2026-03-003, s. 1–80; M. Aquilina, M. Lombardi, A. Schrimpf, V. Sushko, *The market turbulence and carry trade unwind of August 2024*, „BIS Bulletin" 2024, nr 90, s. 1–8.; Z.-Z. Lee, Ch. W. Su, R. Tao, No Longer a Safe Haven Currency*? A Fresh Evidence of Japanese Yen under Uncertainty*, „Panoeconomicus" 2024, t. 71, nr 1, s. 119–134.

na końcu artykułu mogą posłużyć jako istotne argumenty w dyskusji na temat ewolucji współczesnego systemu walutowego oraz roli walut o statusie *safe haven*.

1. Determinanty i mechanizmy funkcjonowania walut *safe haven* – aspekty teoretyczne

W literaturze przedmiotu pojęcie aktywów typu *safe haven* (tzw. bezpiecznych przystani) odnosi się do instrumentów charakteryzujących się niskim ryzykiem oraz wysokim poziomem płynności. W ujęciu ekonometrycznym aktywa te definiuje się poprzez ich relację do szerszego portfela inwestycyjnego (referencyjnego). *Safe haven* to aktywo, które nie wykazuje korelacji lub wykazuje korelację ujemną z portfelem referencyjnym w okresach skrajnego stresu rynkowego lub kryzysu[4]. Wyraźnie rozróżnia się pomiędzy aktywem zabezpieczającym (*hedge*), które wykazuje ujemną lub zerową korelację z innym aktywem średnio w całym okresie badawczym, a aktywem *safe haven*, które pełni tę funkcję wyłącznie w warunkach załamania rynkowego. Według bardziej restrykcyjnego ujęcia aktywa *safe haven* nie tylko utrzymują wartość, ale generują dodatnie stopy zwrotu dokładnie wtedy, gdy rynki finansowe odnotowują gwałtowne straty[5].

Przenosząc te zależności na rynek walutowy, waluty typu *safe haven* można zdefiniować jako waluty państw, do których kapitał międzynarodowy przepływa w warunkach wzrostu globalnej niepewności, kryzysów płynnościowych, napięć geopolitycznych lub szoków stagflacyjnych. Inwestorzy nabywają te waluty w przekonaniu, że są one w stanie zachować swoją wartość realną oraz płynność w stosunku do innych walut w warunkach destabilizacji makroekonomicznej.

Popyt na waluty *safe haven* w warunkach kryzysowych opiera się na specyficznych cechach gospodarki emitenta, do których zalicza się:

- trwałą stabilność makroekonomiczną i polityczną związaną m.in. z niezależnością banku centralnego, stabilnym systemem politycznym oraz wysoką przewidywalnością prawa;
- dodatnią pozycję aktywów zagranicznych netto (pozycja wierzyciela międzynarodowego), która wiąże się z tym, że taki kraj nie jest uzależniony od finansowania zagranicznego. Nawet jeśli globalny rynek kredytowy się załamie, to kraj-wierzyciel nie stanie w obliczu ucieczki zagranicznego kapitału, która mogłaby doprowadzić do destabilizacji waluty (jak ma to miejsce w przypadku rynków wschodzących posiadających ujemną pozycję NIIP i duże zadłużenie

[4] D. G. Baur, B. M. Lucey, *Is Gold a Hedge or a Safe Haven? An Analysis of Stocks, Bonds and Gold*, „Financial Review" 2010, t. 45, nr 2, s. 217–229.

[5] R. N. McCauley, P. McGuire, *Dollar appreciation in 2008: safe haven, carry trades, dollar shortage and overhedging*, „BIS Quarterly Review", December 2009, s. 85–92; M. M. Habib, L. Stracca, *Getting cold feet? International safe haven currencies in the global financial cris*is, „Journal of International Money and Finance" 2012, t. 31, nr 7, s. 1736–1755.

w walutach obcych). Inwestorzy wiedzą, że bank centralny i system finansowy takiego kraju stoją na solidnych, niezależnych fundamentach;
– niskie lub ujemne stopy procentowe (sprzyjające finansowaniu transakcji spekulacyjnych);
– głęboki, wysoce płynny i wolny od restrykcji rynek finansowy[6].

O ile klasycznymi przykładami dodatniej pozycji inwestycyjnej netto i niskich stóp procentowych są Japonia (od dekad największy wierzyciel netto świata) oraz Szwajcaria, to dolar amerykański – waluta największego dłużnika świata – status waluty *safe haven* zawdzięcza największej na świecie głębokości i płynności rynku finansowego oraz przewadze strukturalnej na rynku walutowym – jako dominująca waluta rezerwowa banków centralnych oraz główny środek rozliczeniowy w handlu międzynarodowym.

Ireneusz Pszczółka oraz Maurizio Habib i in. wskazują, że czynniki, które determinują wykorzystanie waluty krajowej jako waluty międzynarodowej mają również decydujące znaczenie dla pozycji danej waluty jako *safe haven*. Należą do nich[7]:

1. Potencjał gospodarczy emitenta, czyli wielkość PKB, udział w handlu światowym oraz długoterminowe perspektywy wzrostu.
2. Zaufanie instytucjonalne i stabilność cen, czyli wysoka wiarygodność banku centralnego, przewidywalność polityki fiskalnej i pieniężnej oraz utrzymywanie niskiej inflacji. Zaufanie do emitenta redukuje ryzyko utraty realnej siły nabywczej aktywów.
3. Głębokość i płynność rynku finansowego, tzn. obecność szerokiego wachlarza bezpiecznych instrumentów dłużnych (np. płynnych obligacji skarbowych) wolnych od kontroli przepływu kapitału. Zapewnia to inwestorom możliwość natychmiastowego wejścia i wyjścia z pozycji bez wywoływania efektu cenowego.
4. Efekt zewnętrzny sieci (*network externalities*); Im częściej dana waluta jest stosowana w transakcjach globalnych, tym większa jest jej użyteczność dla kolejnych uczestników rynku. Zjawisko to kreuje bezwładność w międzynarodowym systemie walutowym – waluty utrzymują status *safe haven* nawet wtedy, gdy wskaźniki fundamentalne emitenta ulegają okresowemu pogorszeniu[8].

Do powyższych determinant dodaje się także historyczne zachowanie się tych walut w okresach niepewności występujących w gospodarce globalnej[9].

Kluczową rolę w ukształtowaniu statusu *safe haven* odgrywa interakcja dwóch strategii inwestycyjnych. Pierwsza z nich to strategia ochrony kapitału (*flight*

[6] D. Botman, I. de Carvalho Filho, W. R. Lam, *The Curious Case of the Yen*, s. 4.

[7] I. Pszczółka, *Międzynarodowe waluty* safe haven, s. 82–83; M. M. Habib, L. Stracca, F. Venditti, *The fundamentals of safe assets,* „Journal of International Money and Finance"2020, t. 102, nr 4, s. 16.

[8] E. Farhi, M. Maggiori, *A Model of the International Monetary System*, „Quarterly Journal of Economics" 2018, t. 133, nr 1, s. 327–330.

[9] M.M. Habib, L. Stracca, F. Venditti, *The fundamentals of safe assets*.

to quality / flight to safety), która wiąże się z faktem, że w warunkach kryzysu inwestorzy poszukują alokacji w aktywach emitowanych przez państwa o najniższym ryzyku niewypłacalności i najwyższej stabilności prawnej, co prowadzi do bezwzględnego wzrostu popytu na ich waluty. Natomiast druga strategia to mechanizm odwrócenia transakcji *carry trade*: w okresach koniunktury inwestorzy zadłużają się w walutach o niskich stopach procentowych (np. JPY, CHF), finansując zakup wysoko oprocentowanych aktywów na rynkach wschodzących[10]. Ta strategia może być skuteczna w warunkach stabilnego otoczenia międzynarodowego, jeśli – zgodnie z założeniami teoretycznymi – waluty krajów o wysokich stopach procentowych będą się umacniać. Jednak w okresach wzrostu zawirowań na światowych rynkach wiąże się ona z wysokim stopniem ryzyka[11].

Z posiadania statusu waluty *safe haven* wynikają zarówno korzyści ekonomiczne dla kraju lub obszaru gospodarczego emitenta waluty, jak i zagrożenia związane ze wzrostem stopnia wykorzystania tej waluty w obrocie międzynarodowym. Jako korzyści można wskazać przede wszystkim: wpływy z senioratu i niższe koszty obsługi długu publicznego, redukcję ryzyka kursowego dla podmiotów krajowych, a także rozwój krajowego sektora finansowego oraz wzrost międzynarodowego znaczenia centrów finansowych zlokalizowanych na terenie kraju lub obszaru emitenta waluty. Pojawiają się także korzyści związane z tzw. premią za bezpieczeństwo przy ocenie ryzyka inwestycyjnego, co przekłada się na wzrost prestiżu kraju emitenta. Jednak emisja walut uznawanych za *safe haven* może wiązać się również z zagrożeniami i kosztami wynikającymi z większej zmienności popytu na pieniądz. Najistotniejszym wyzwaniem dla władz monetarnych państwa, emitującego walutę *safe haven,* w warunkach wstrząsów geopolitycznych jest gwałtowny napływ kapitału dywersyfikacyjnego, prowadzący do przestrzelenia kursu walutowego (*exchange rate overshooting*). Silna aprecjacja waluty pogarsza konkurencyjność cenową rodzimego eksportu, wywołując presję deflacyjną i spowolnienie gospodarcze. Należy stwierdzić, że status *safe haven* danej waluty oznacza dla władz monetarnych liczne dylematy dotyczące prowadzonej polityki kursowej[12]. Ponadto wiąże się z przenoszeniem światowych zawirowań do gospodarki krajowej[13].

[10] R. N. McCauley, P. McGuire, *Dollar appreciation in 2008*, s. 86–88; Deutsche Bundesbank, *Exchange rates and financial stress*, „Monthly Report", July 2014, s. 15–28.

[11] Np. wybuch kryzysu geopolitycznego wymusza natychmiastowe zamykanie tych pozycji (tzw. *unwinding of carry trades*) i spłatę zobowiązań w walucie bazowej. Skutkuje to gwałtownym, technicznym wzrostem popytu na walutę bazową i jej aprecjacją, zob. szerzej: M. Aquilina, M. Lombardi, A. Schrimpf and V. Sushko, *The market turbulence*, s. 1–6.

[12] Władze monetarne mogą być nawet zmuszone do podjęcia interwencji na rynku walutowym w celu odwrócenia tendencji aprecjacyjnej mimo deklarowania wykorzystania systemu kursu płynnego niezależnego.

[13] Szerzej na temat dylematów polityki monetarnej oraz konieczności prowadzenia interwencji walutowych w warunkach presji aprecjacyjnej zob.: M. Amador, J. Bianchi, L. Bocola,

Współczesne szoki geopolityczne (konflikty zbrojne, wojny handlowe) ponownie stawiają banki centralne emitentów walut bezpiecznych (takich jak USD, CHF, JPY) przed koniecznością równoważenia globalnego popytu na ich walutę z potrzebą utrzymania stabilności rodzimej gospodarki.

2. Specyfika szoków zewnętrznych w gospodarce światowej w latach 2020–2026 na tle wcześniejszych doświadczeń walut *safe haven*

Horyzont czasowy przyjęty do analizy wynika z tego, że wraz z wybuchem kryzysu pandemicznego w 2020 roku zdecydowanie zmienił się także charakter szoków zewnętrznych występujących w gospodarce globalnej. Ma to szczególne znaczenie dla analizy reakcji walut bezpiecznego schronienia na wstrząsy zewnętrzne.

Na początku XXI wieku waluty z tradycyjnej triady *safe haven* narażone były zarówno na załamania rynku (największe stanowiły: globalny kryzys finansowy w latach 2008–2010 oraz kryzys zadłużeniowy w strefie euro w 2011 roku), jak też na szoki wywołane decyzjami politycznymi, np. 24 czerwca 2016 roku ogłoszenie wyników referendum w sprawie Brexitu, a wreszcie na szoki geopolityczne i militarne – takie jak zamach z 11 września 2001 roku, czy aneksja Krymu przez Rosję w 2014 roku. W latach 2018–2019 mieliśmy także do czynienia z występowaniem szoków związanych z prowadzoną przez USA i Chiny wojną handlową.

W konsekwencji tych wstrząsów wystąpiły zróżnicowane reakcje walut o statusie *safe haven*. Okresy wysokiej awersji do ryzyka charakteryzowały się zwykle aprecjacją dolara amerykańskiego. Podczas kryzysu globalnego w okresie największego umocnienia USD – od sierpnia 2008 roku do stycznia 2009 roku – mieliśmy do czynienia z jego deprecjacją nominalną wobec jena oraz franka szwajcarskiego. Natomiast aprecjacja jena wynikała przede wszystkim z zamykania transakcji typu *carry trade*, a także ze wzrostu awersji do ryzyka i postrzegania jena jako waluty ucieczki zarówno z gospodarek wschodzących, jak i – w niektórych okresach – od dolara amerykańskiego i borykającego się z kryzysem euro[14]. Frank szwajcarski pozostawał w trendzie aprecjacyjnym od II połowy 2007 roku, czyli od momentu wystąpienia pierwszych symptomów kryzysu finansowego aż do sierpnia 2011 roku, a dodatkowo jego pozycja jako waluty *safe haven* została wzmocniona w trakcie kryzysu zadłużeniowego w Europie. Natomiast w reakcji

F. Perri, *Exchange Rate Policies at the Zero Lower Bound,* „The Review of Economic Studies" 2020, t. 87, nr 4, s. 1605–1645,

[14] Szczegółową analizę empiryczną kształtowanie się kursów walut *safe haven* w okresie eskalacji napięć w międzynarodowym systemie walutowym w czasie globalnego kryzysu finansowego oraz kryzysu zadłużeniowego w strefie euro można znaleźć w: D. Żuchowska, *Rola walut* safe haven, s. 107–112.

na decyzję Wielkiej Brytanii o Brexicie gwałtownym spadkom kursu funta brytyjskiego towarzyszyło umacnianie się franka szwajcarskiego i jena japońskiego, a także – jako waluty drugiego wyboru – dolara amerykańskiego. Wstrząsy o charakterze geopolitycznym i monetarnym również skutkowały umocnieniem się pozycji USD, CHF oraz JPY[15].

Natomiast okres po 2020 roku charakteryzował się niespotykanym od dekad dużym natężeniem wstrząsów makroekonomicznych o charakterze geopolitycznym oraz geoekonomicznym, ale też zupełnie nowymi ograniczeniami wynikającymi kryzysu pandemicznego. Szoki te można pogrupować według następujących kategorii:

1. szoki egzogeniczne – wybuch pandemii COVID-19 w marcu 2020 roku;
2. szoki geopolityczne i militarne – inwazja Rosji na Ukrainę 24 lutego 2022 roku; w latach 2023–2026 eskalacja konfliktów militarnych na Bliskim Wschodzie;
3. szoki makroekonomiczne i monetarne – 2021–2023 kryzys inflacyjny, cykl podwyżek stóp procentowych, marzec 2023 – kryzys bankowy w USA;
4. szoki geoekonomiczne – sankcje ekonomiczne wobec Rosji po ataku na Ukrainę, 2024 –2026 nowa fala wojen handlowych.

W tabeli 1. przedstawiono krótką charakterystykę powyższych zdarzeń wraz z głównymi mechanizmami ich wpływu na rynki oraz najważniejszymi skutkami dla walut *safe haven*.

Tabela 1. Specyfika szoków zewnętrznych w gospodarce światowej w latach 2020–2026

Charakter szoku	Kluczowe epizody	Mechanizm transmisji na rynki	Reakcja rynku walutowego
Szok egzogeniczny o charakterze podażowo-popytowym	Wybuch pandemii COVID-19 w marcu 2020 roku oraz lockdowny o charakterze lokalnym i krajowym, które objęły łącznie ponad połowę ludności świata.	Skokowe zamrożenie aktywności jednocześnie po stronie podaży produktów i usług, jak i popytu na usługi; Efekt domina w globalnych łańcuchach dostaw; Gwałtowna ucieczka inwestorów do pieniądza gotówkowego i najbardziej płynnych aktywów.	Zdecydowana dominacja dolara jako waluty rozliczeniowej, wzmożona zmienność na rynku walutowym.

[15] Nawet po zamachu na WTC osłabienie dolara amerykańskiego było jedynie przejściową reakcją inwestorów.

Szoki geopolityczne o charakterze militarnym	Inwazja Rosji na Ukrainę 24 lutego 2022 roku; Eskalacja konfliktów militarnych na Bliskim Wschodzie w latach 2023–2026 (m.in. wojna w Strefie Gazy, operacje na Morzu Czerwonym, eskalacja napięć w Cieśninie Ormuz).	Zaburzenia łańcuchów dostaw; Skoki cen surowców i energii; Wzrost ryzyka geopolitycznego; Wykorzystanie eksportu węglowodorów i surowców krytycznych jako broni politycznej; Nagły skok inflacji kosztowej i załamanie bilansów obrotów bieżących u importerów.	Zjawisko flight to safety oraz flight to liquidity; Wzrost popytu na złoto (rekordowe zakupy banków centralnych) oraz wzrost pozycji dolara jako safe haven; Rosnąca pozycja franka szwajcarskiego po wybuchu wojny na Ukrainie; Japonia jako importer energii poniosła ogromne koszty.
Szoki makroekonomiczne	2021–2023 kryzys inflacyjny i najgwałtowniejszy cykl podwyżek stóp procentowych przez Fed/EBC od 40 lat; marzec 2023: kryzys bankowy w USA i Szwajcarii (upadek Silicon Valley Bank, przejęcie Credit Suisse przez UBS).	Drastyczna zmiana dyskonta stóp procentowych (carry trade), presja na bilanse instytucji finansowych.	Silny USD (z uwagi na wysokie stopy Fed); Osłabienie JPY przez ujemne stopy Banku Japonii.
Szoki geoekonomiczne	Marzec 2022 wprowadzenie sankcji wobec Rosji (w tym zamrożenie rezerw walutowych Federacji Rosyjskiej przez kraje grupy G-7); 2024–2026 nowa fala wojen handlowych, nakładanie ceł, fragmentacja globalnego handlu i deglobalizacja, wzrost tendencji protekcjonistycznych w wiodących gospodarkach świata.	Wzrost niepewności polityki handlowej, przebudowa łańcuchów dostaw.	Przesunięcie strumieni kapitałowych w stronę złota oraz stabilnych walut o nadwyżkach handlowych.

Źródło: Opracowanie własne.

O ile w latach 2020–2022 na rynkach dominowało przeświadczenie o krótkotrwałości wstrząsów (np. inflacji popandemicznej), to wraz z przedłużającym się konfliktem zbrojnym na Ukrainie oraz po eskalacji konfliktów na Bliskim Wschodzie od 2023 roku mamy do czynienia z narastającą niestabilnością globalną, która stwarza nowe wyzwania oraz wiąże się z wyjątkowo wysokim stopniem niepewności dla wszystkich podmiotów funkcjonujących w systemie gospodarki światowej[16]. Na zagrożenia o charakterze militarnym nakładają się także decyzje geoekonomiczne, czyli wykorzystywanie instrumentów gospodarczych (ceł,

[16] Szerzej na temat wyzwań gospodarczych związanych z narastającą niestabilnością czytaj w: *Działania dostosowawcze w gospodarce światowej w odpowiedzi na globalne wyzwania w warunkach niestabilności*, red. M. Dziembała, I. Pawlas, Katowice 2024, s. 7–27.

sankcji, technologii, źródeł energii) do osiągania celów geopolitycznych[17]. Jak wykazano w tabeli 1. szoki o różnym charakterze przekładają się zarówno na funkcjonowanie gospodarki światowej, jak i na sytuację na rynku walutowym, a tym samym na zachowanie walut typu *safe haven*.

3. Funkcjonowanie walut *safe haven* w warunkach niestabilności globalnej w latach 2020–2026 – analiza empiryczna

Analiza empiryczna opiera się na badaniu wskaźników takich jak: udział danej waluty w oficjalnych rezerwach walutowych (pozwalający ocenić międzynarodową rolę waluty w ujęciu oficjalnym) oraz udział w obrotach rynków walutowych (wskazujący czy rynek prywatny w praktyce handlowej traktuje daną walutę jako bezpieczny i płynny nośnik wartości). Obejmuje także analizę kursu realnego (REER), która umożliwia badanie długookresowych dostosowań kursu, wynikających z dysparytetu inflacji oraz zróżnicowanej dynamiki stóp procentowych.

Tabela 2. Udziały poszczególnych walut w oficjalnych rezerwach dewizowych 2020–2026 (w %, stan na koniec kwartału)

Okres	USD	EUR	JPY	GBP	CAD	CNY	AUD	CHF	Inne
2020–Q1	62,32	19,33	6,07	4,44	1,83	2,04	1,65	0,14	2,18
2020–Q2	61,88	19,48	5,73	4,52	1,96	2,10	1,82	0,14	2,37
2020–Q3	61,01	19,87	5,82	4,60	2,07	2,19	1,88	0,16	2,40
2020–Q4	59,53	20,56	6,04	4,76	2,12	2,32	1,98	0,16	2,52
2021–Q1	60,06	19,76	5,83	4,75	2,20	2,52	2,00	0,16	2,72
2021–Q2	59,85	19,84	5,55	4,76	2,33	2,65	1,99	0,19	2,84
2021–Q3	59,87	19,78	5,64	4,74	2,27	2,71	1,96	0,19	2,85
2021–Q4	59,40	19,82	5,50	4,88	2,43	2,85	2,01	0,16	2,95
2022–Q1	59,42	19,18	5,61	4,91	2,56	2,85	2,07	0,24	3,18
2022–Q2	60,00	19,00	5,37	4,89	2,60	2,78	2,06	0,23	3,07
2022–Q3	60,43	18,85	5,12	4,75	2,58	2,61	2,19	0,22	3,24
2022–Q4	58,95	19,73	5,44	5,04	2,49	2,55	2,24	0,22	3,34

[17] Jak wskazuje J. Lipsky, obecna era geoekonomii jest bardziej skomplikowana i niebezpieczna. Jak podkreśla, dla jednego z głównych globalnych graczy – Stanów Zjednoczonych to trzy ostatnie dekady były wyjątkiem, a wcześniej geoekonomia była normą. Szerzej na ten temat czytaj w: J. Lipsky, *Geoeconomics, rediscovered*, w: IMF, *The Return of Geoeconomics*, s. 26–30. Natomiast J. Frieden wskazuje, że dzisiejsze rządy mają dobre powody do stosowania barier celnych czy sankcji do osiągniecia celów politycznych, ale pociąga to za sobą również duże koszty i warto rozważyć kompromisy. Czytaj więcej w: J. Frieden, *The cost of geoeconomic coercion*, w: IMF, *The Return of Geoeconomics*, s. 31–33.

2023–Q1	60,12	18,75	5,38	4,63	2,35	2,61	1,92	0,26	3,98
2023–Q2	59,82	18,92	5,48	4,70	2,47	2,47	1,90	0,19	4,05
2023–Q3	59,69	18,90	5,22	4,83	2,42	2,44	1,97	0,19	4,35
2023–Q4	58,98	19,21	5,44	4,79	2,51	2,34	2,09	0,20	4,44
2024–Q1	59,51	18,87	5,46	4,82	2,50	2,14	2,11	0,20	4,39
2024–Q2	58,86	18,82	5,52	4,78	2,66	2,08	2,19	0,20	4,90
2024–Q3	57,84	19,15	5,65	4,85	2,76	2,12	2,24	0,20	5,18
2024–Q4	58,41	18,91	5,64	4,60	2,84	2,07	2,04	0,22	5,28
2025–Q1	58,38	19,11	5,76	4,61	2,64	1,96	1,99	0,23	5,31
2025–Q2	56,94	20,26	5,67	4,72	2,63	1,98	2,06	0,22	5,52
2025–Q3	56,60	20,49	5,81	4,51	2,67	1,95	2,06	0,22	5,69
2025–Q4	56,42	20,38	5,84	4,41	2,50	1,95	2,02	0,23	6,25
2026–Q1	57,13	20,03	5,44	4,40	2,48	1,99	2,11	0,24	6,18

*Źródło***:** Opracowanie własne na podstawie danych MFW https://data.imf.org/en (31.08.2026).

Należy także podkreślić, że w międzynarodowym systemie walutowym w okresie 2020–2026, a zwłaszcza po agresji Rosji na Ukrainę oraz wprowadzeniu sankcji wobec Rosji jednym z najbardziej widocznych trendów było zwiększanie udziału złota w rezerwach banków centralnych[18]. Natomiast w tabeli 2. przedstawione zostały udziały poszczególnych walut w oficjalnych rezerwach walutowych. W przypadku dolara amerykańskiego w okresie analizy mieliśmy do czynienia ze spadkiem z 62,32% w I kwartale 2020 roku do 57,13% w I kwartale 2026 roku, czyli o ponad 5 pkt. proc. Jen japoński zmniejszył swoje udziały z poziomu 6,07% w I kwartale 2020 roku do 5,44% w I kwartale 2026 roku. Natomiast frank szwajcarski znacznie umocnił swój udział z poziomu 0,14 % w I kwartale 2020 roku do 0,24 % w I kwartale 2026 roku. Wyraźnie widoczny jest także stabilny udział euro i funta brytyjskiego w oficjalnych rezerwach walutowych oraz wzrost udziału dolara kanadyjskiego i dolara australijskiego. Juan chiński po okresie znacznego wzrostu udziałów po wybuchu kryzysu pandemicznego, a następnie wojny na Ukrainie, kiedy to osiągnął poziom 2,85 % w I i II kwartale 2022 roku, w kolejnych kwartałach zmagał się z sukcesywnym spadkiem jego roli w oficjalnych rezerwach dewizowych, aż do poziomu 1,99%, czyli niższego niż przed wybuchem pandemii COVID-19. Można również zaobserwować najbardziej dynamiczny

18 Skokowy wzrost zakupu złota jako składnika rezerw banków centralnych miał miejsce w latach 2022–2024, a w czołówce banków akumulujących kruszec znalazły się: Ludowy Bank Chin, Centralny Bank Turcji, Narodowy Bank Polski oraz Bank Rezerw Indii. Dane za Word Gold Council, https://www.gold.org/goldhub/data/gold-demand-by-country [dostęp: 31.08.2026] oraz MFW https://data.imf.org/en [dostęp: 3.09.2026].

wzrost udziału innych walut z 2,18% w okresie przedpandemicznym do 6,18% w I kwartale 2026 roku. Wiąże się to z faktem dywersyfikacji rezerw walutowych w obliczu zjawisk destabilizujących gospodarkę globalną w latach 2020–2026.

Tabela 3. Udziały poszczególnych walut w obrotach rynków walutowych (w %*, średnie obrony dzienne z kwietnia 2010, 2013, 2016, 2019, 2022, 2025)

Rok	USD	EUR	JPY	GBP	CHF	Inne waluty
2010	84,9	39,0	19,0	12,9	6,3	37,9
2013	87,0	33,4	23,0	11,8	5,2	39,6
2016	87,6	31,4	21,6	12,8	4,8	41,8
2019	88,3	32,3	16,8	12,8	5,0	44,8
2022	88,4	30,6	16,7	12,9	5,2	46,2
2025	98,9	28,9	16,8	10,2	6,4	38,8

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Bank of International Sellements (BIS) (różne lata).

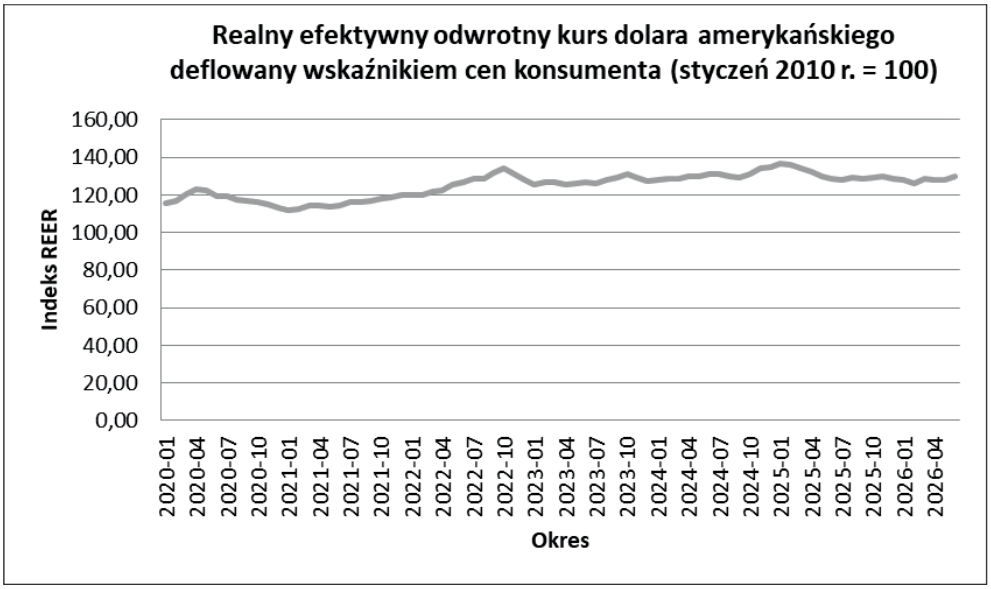
* Ponieważ w każdej transakcji zaangażowane są dwie waluty, suma udziałów procentowych poszczególnych walut wynosi 200% zamiast 100%.

W tabeli 3. zostały przedstawione zmiany w procentowym udziale walut w obrotach rynków walutowych w dłuższym niż założony w analizie horyzoncie czasowym (ze względu na fakt, że dane te publikowanie są przez BIS co trzy lata na podstawie danych przekazywanych przez banki centralne). Wyraźnie uwidocznił się trend wzrostowy udziału dolara w tych transakcjach – w 2025 roku o 14 pkt proc. w porównaniu do 2010 roku, a o ponad 10 pkt. proc. w porównaniu do przedpandemicznego 2019 roku. Oznacza to osiągnięcie przez dolara amerykańskiego niekwestionowanej pozycji na rynku walutowym. Umocnieniu dolara towarzyszył systematyczny spadek udziału euro w transakcjach na rynku walutowym. Natomiast jen japoński po okresie wzrostu utrzymującym się do 2016 roku, kiedy to osiągnął swój rekordowy poziom 21,6%, w 2019 roku odnotował spadek do poziomu 16,8% i w kolejnych latach utrzymywał się na tym stabilnym poziomie. Frank szwajcarski najniższy udział 4,8% odnotował w 2016 roku, co oznaczało spadek o 2,1 pkt. proc. w stosunku do pozycji po kryzysie globalnym w kwietniu 2010 roku, natomiast później zaczął odbudowywać swoją pozycję do 5,0% w 2019 roku, a następnie po wybuchu pandemii COVID-19, a potem na skutek wojny na Ukrainie oraz wobec innych zawirowań geopolitycznych i geoekonomicznych w 2025 roku odnotował najwyższy poziom w analizowanym okresie, tj. 6,4%.

Obok udziału w oficjalnych rezerwach walutowych oraz obrotach na rynkach walutowych przejawem zainteresowania uczestników międzynarodowych rynków finansowych walutą danego kraju jest jej realna aprecjacja lub deprecjacja. W tym

opracowaniu jako miarę realnego kursu walutowego zastosowano REER – realny odwrotny efektywny kurs walutowy deflowany wskaźnikiem cen konsumenta (który mierzy średnią bilateralnych realnych kursów walutowych dla wielu krajów – partnerów handlowych[19]) dostępny w statystykach Międzynarodowego Funduszu Walutowego.

Wykres 1. Realny efektywny odwrotny kurs dolara amerykańskiego deflowany wskaźnikiem cen konsumenta w okresie od stycznia 2020 r. do czerwca 2026 r.



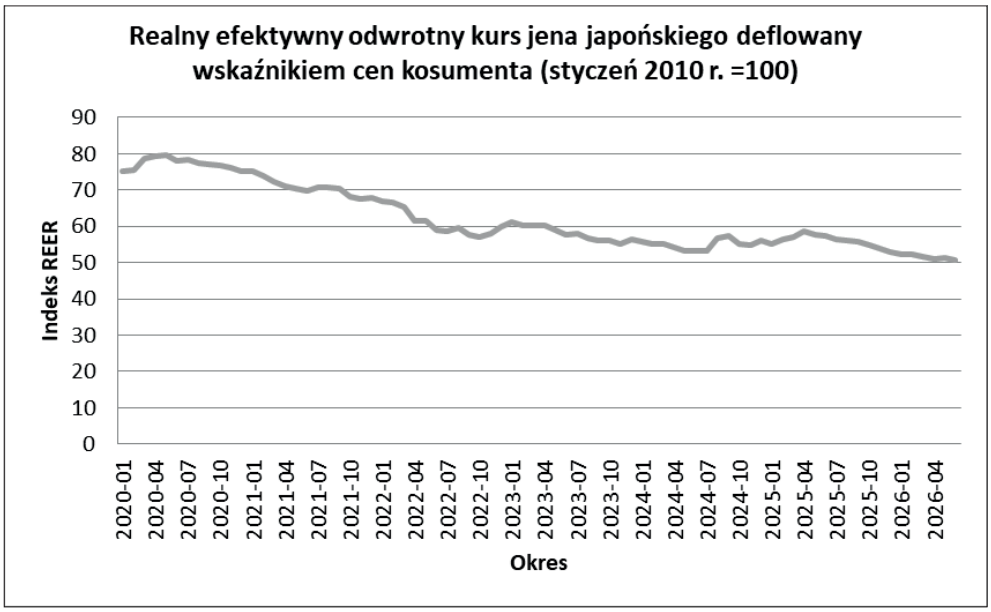
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych MFW.

W analizowanym okresie 2020–2026 – jak pokazano na wykresie 1. – wartość REER dolara amerykańskiego wykazuje wyraźny trend wzrostowy. Wskaźnik REER wzrósł z poziomu ok. 115,57 w styczniu 2020 roku do blisko 129,66 w połowie 2026 roku. Na początku 2020 roku widoczny był skokowy wzrost z poziomu 115,57 w styczniu do 120,61 na koniec marca i 124,04 w kwietniu 2020 roku, co było konsekwencją wybuchu pandemii COVID-19 i ucieczki inwestorów w kierunku aktywów bezpiecznych. Po ustabilizowaniu się sytuacji epidemiologicznej oraz po obniżeniu stóp procentowych przez FED w II połowie 2020 roku i na początku 2021 roku nastąpiła silna realna deprecjacja dolara – kurs powrócił do poziomu sprzed kryzysu pandemicznego, osiągając minimum na poziomie 112,11 w styczniu 2021 roku. W okresie kryzysu inflacyjnego i po wybuchu wojny na Ukrainie dolar pozostawał w trendzie aprecjacyjnym do października 2022 roku

[19] L. Catão, *Why Real Exchange Rate*, „Finance and Development", September 2007, s. 47.

(osiągając max. poziom 134,19), a następnie do października 2024 roku ustabilizował się na wysokim poziomie w przedziale od 125 do 131 pkt. W tym okresie napięć na Bliskim Wschodzie i trwającej wojny na Ukrainie stopy procentowe w USA mimo niewielkich korekt utrzymywały się na rekordowo wysokim poziomie. Zaś po zmianach politycznych USA od listopada 2024 roku mieliśmy do czynienia z aprecjacją realną dolara, który najwyższy poziom 136,94 osiągnął w styczniu 2025 roku. Miało to związek z dużą niepewnością polityczną i eskalacją globalnych ceł. Dopiero od czerwca 2025 roku stabilizacja inflacji i prowadzenie przez FED łagodniejszej polityki pieniężnej doprowadziły do osłabienia REER do poziomu poniżej 130 pkt. (tj. ok. 128–129 pkt.), na którym dolar ustabilizował się do końca okresu analizy, tj. do czerwca 2026 roku. Oznacza to utrwaloną silną pozycję dolara z powodu utrzymującego się ryzyka geopolitycznego[20].

Wykres 2. Realny efektywny odwrotny kurs jena japońskiego deflowany wskaźnikiem cen konsumenta w okresie od 1.01.2020 r. do 31.08.2026 r.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych MFW.

Jeżeli chodzi o kształtowanie się REER jena japońskiego (zobacz wykres 2.) w okresie niestabilności w gospodarce globalnej, to na początku 2020 roku mieliśmy do czynienia ze znacznym umocnieniem się tej waluty z poziomu 75,19

[20] Więcej na temat przyczyn rosnącej wartości dolara pisze S. Bales, *US dolar: between safe-haven currency and political uncertainty*, „Focus on Ecnomics", WfW Resarch, nr 536, 20 February 2026, s. 1–4.

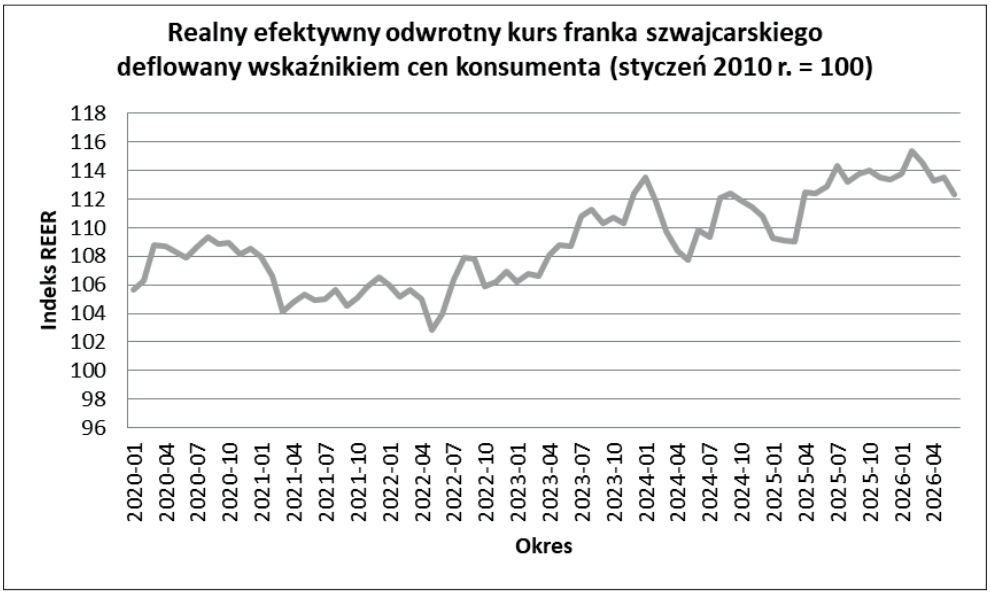
w styczniu 2020 roku do maksymalnego poziomu w analizowanym okresie, tj. 79,75 w maju 2020 roku. Aprecjacja jena odzwierciedla potężny wzrost popytu na tę walutę w warunkach paraliżu globalnych łańcuchów dostaw i zamrożenia gospodarek po wybuchu pandemii COVID-19. Pierwsza faza pandemii wywołała panikę i odwrót od ryzyka (tzw. *flight to safety*). W miesiącach ożywienia związanego z „odmrażaniem gospodarek" w II połowie 2020 roku kapitał zaczął powracać na rynki wschodzące. Jednocześnie rozluźnienie polityki monetarnej przez banki centralne w tym okresie nasiliło globalną presję inflacyjną, co przełożyło się także na realną deprecjację jena do poziomu 67,57 w listopadzie 2021 roku i – po nieznacznej korekcie w grudniu tego roku – na spadek w kolejnych miesiącach. Od momentu agresji Rosji na Ukrainę w lutym 2022 roku nastąpiło drastyczne pogłębienie trendu spadkowego realnego kursu jena[21]. Ogromny szok podażowy na rynkach surowców (głównie gazu ziemnego, ropy i zbóż) związany z konfliktem zbrojnym spowodował, że kraje dotknięte kryzysem energetycznym i bliskością konfliktu doświadczyły gwałtownego pogorszenia tzw. *terms of trade* (relacji cen eksportu do importu) oraz skoku inflacji. Przełożyło się to na głęboką realną deprecjację walut gospodarek najbardziej eksponowanych na ten kryzys, w tym Japonii jako importera energii. Trend realnego osłabienia jena utrzymywał się do grudnia 2022 roku, kiedy to osiągnął poziom 59,81. W tym okresie wyraźnie widoczny był odwrót kapitałów od jena japońskiego tradycyjnie postrzeganego jako bezpieczna przystań w warunkach kryzysowych – zamiast napływu kapitału, nastąpiła ucieczka do dolara (świadczy o tym deprecjacja nominalna jena w stosunku do dolara). Aż do lipca 2024 roku wystąpiła pewna stabilizacja REER w granicach od ok. 53 pkt. do ok. 61 pkt., ponieważ w sytuacji dysparytetu stóp procentowych pomiędzy Japonią a Stanami Zjednoczonymi popyt na pożyczki w jenach wzrastał w celach spekulacyjnych zakupów w innych aktywach (strategia *carry trade*). W sierpniu 2024 roku, po interwencjach walutowych i decyzji Banku Japonii o ostrożnym podnoszeniu stóp procentowych, mieliśmy do czynienia z turbulencjami rynku i wycofaniem się inwestorów z transakcji *carry trade*[22]. Po przejściowym odbiciu i stabilizacji kursu realnego jena (do poziomu 58,80 w kwietniu 2024 roku) wynikającym z rekordowych interwencji walutowych (skup jena) Bank Japonii ostatecznie porzucił politykę ujemnych stóp procentowych. Jednak nie zatrzymało to trendu deprecjacyjnego jena i mimo wzrostu w 2026 roku stóp procentowych do poziomu 1% globalne czynniki geoekonomiczne (w tym powrót ceł w USA) oraz nowe napięcia na Bliskim Wschodzie uderzyły w japońskie *terms of trade*. Jen przestał reagować

[21] Więcej na temat przyczyn utraty przez jena statusu waluty *safe haven* po wybuchu wojny na Ukrainie czytaj w: Z.-Z. Lee, Ch. W. Su., R. Tao, *No Longer a Safe Haven Currency?*, s. 119–129.

[22] Szczegółowo tę fazę zakłóceń na rynku japońskim analizują M. Aquilina, M. Lombardi, A. Schrimpf, V. Sushko, *The market turbulence*.

umocnieniem na zjawiska kryzysowe, a jego wartość realna ukształtowała się na ekstremalnie niskim poziomie 50,67 w czerwcu 2026 roku. Stracił on na wartości także nominalnie wobec dolara (ok. 155–160 jenów w 2026 roku).

Wykres 3. Realny efektywny odwrotny kurs franka szwajcarskiego deflowany wskaźnikiem cen konsumenta w okresie od 1.01.2020 r. do 31.08.2026 r.



Źródło: Opracowanie własne na postawie danych MFW.

W przeciwieństwie do jena japońskiego w analizowanym okresie frank szwajcarski systematycznie umacniał się nominalnie wobec dolara. Także w ujęciu realnym – co pokazano na wykresie 3. – nastąpiła jego aprecjacja z poziomu 105,67 w styczniu 2020 roku do 112,32 w czerwcu 2026 roku). Wybuch pandemii COVID-19 wiązał się z silną aprecjacją franka i interwencjami Szwajcarskiego Banku Narodowego (SNB) w celu utrzymania konkurencyjności gospodarki. W sierpniu 2020 roku REER osiągnął poziom 109,35, a następnie w okresie wzrostu inflacji na świecie, kiedy to w Szwajcarii wskaźnik ten pozostawał na niskim poziomie, realny kurs franka, który uwzględnia różnice cen, odnotował przejściowy spadek do minimum w analizowanym okresie na poziomie 102,81 w maju 2022 roku. W konsekwencji trwającego konfliktu zbrojnego na Ukrainie oraz szoku energetycznego w połowie 2022 roku nastąpiła zmiana polityki monetarnej SNB, który przestał interweniować w celu osłabienia franka i zaczął podnosić stopy procentowe oraz wyprzedawać rezerwy walutowe, co doprowadziło do wyraźnej aprecjacji realnej i nominalnej i ukształtowaniu się w styczniu

2024 roku REER na poziomie 113,50. Po kilkumiesięcznym okresie osłabienia realnego kursu franka wiosną 2024 roku w reakcji na obniżki stóp procentowych przez SNB, w obliczu powrotu ceł w handlu międzynarodowym oraz rosnących napięć politycznych, frank szwajcarski pozostał walutą bezpieczną dla inwestorów i w okresie od czerwca 2024 roku do czerwca 2026 roku REER ustabilizował w przedziale od 112–115 pkt. (zaś rekordowy poziom 115,39 osiągnął w lutym 2026 roku po wybuchu konfliktu pomiędzy Iranem a Stanami Zjednoczonymi).

Przeprowadzona analiza empiryczna pokazała, że w okresie niestabilności w gospodarce światowej w latach 2020–2026 realny kurs dolara amerykańskiego wyraźnie się umocnił, zwiększyły się także udziały tej waluty w transakcjach na rynku walutowym, zmalały natomiast jego udziały w rezerwach dewizowych banków centralnych. Mieliśmy także do czynienia ze znaczącym osłabieniem kursu realnego i nominalnego jena japońskiego, który po wybuchu pandemii COVID-19 utrzymał wcześniejszą pozycję jako *safe haven*, natomiast utracił ją po wybuchu wojny na Ukrainie. Udział jena w obrotach na rynkach walutowych w okresie 2019–2025 pozostał stabilny, natomiast zmniejszyła się rola tej waluty w rezerwach dewizowych banków centralnych. Natomiast frank szwajcarski obronił swój status waluty bezpiecznego schronienia zarówno w okresie kryzysu pandemicznego, jak i po wybuchu wojny na Ukrainie (czyli w dużej bliskości geograficznej), a także w czasie eskalacji wstrząsów o charakterze geopolitycznym i geoekonomicznym. W okresie 2019–2025 wzrosły także udziały waluty szwajcarskiej w obrotach rynków walutowych i – w przeciwieństwie do dolara i jena – wzrosły również jego udziały w rezerwach walutowych banków centralnych.

Podsumowanie

Sytuacja na światowych rynkach, zmagających się od 2020 roku z wstrząsami o różnej etiologii, pokazała, że status *safe haven* nie jest historycznie przypisany do danej waluty i nie jest też cechą stałą, ale jest zależny od specyfiki zakłóceń na rynkach światowych. Na postawie przeprowadzonej analizy możemy wnioskować, że wstrząsy o charakterze surowcowo-inflacyjnym degradują status *safe haven* walut krajów silnie uzależnionych od importu energii (czego przykładem jest jen japoński), podczas gdy szoki płynnościowe i geoekonomiczne jednoznacznie umacniają pozycję dolara amerykańskiego jako globalnego emitenta płynności oraz franka szwajcarskiego jako waluty gospodarki opartej na sektorach o niskiej energochłonności, tradycyjnie neutralnej i bezpiecznej w sytuacji kryzysów czy konfliktów militarnych. Frank szwajcarski okazał się w warunkach globalnej niestabilności w latach 2020–2026 jedyną walutą *safe haven* – alternatywą dla dolara amerykańskiego.

Bibliografia

References

Amador M., Bianchi J., Bocola L., Perri F., *Exchange Rate Policies at the Zero Lower Bound,* „The Review of Economic Studies" 2020, t. 87, nr 4.

Aquilina M., Lombardi M., Schrimpf A., Sushko V., *The market turbulence and carry trade unwind of August 2024*, „BIS Bulletin" 2024, nr 90.

Bales S., *US dolar: between safe-haven currency and political uncertainty*, „Focus on Ecnomics", WfW Resarch, nr 536, 20 February 2026.

Baur D. G., Lucey B. M., *Is Gold a Hedge or a Safe Haven? An Analysis of Stocks, Bonds and Gold*, „Financial Review" 2010, t. 45, nr 2.

Botman D., de Carvalho Filho I., Lam W. R., *The Curious Case of the Yen as a Safe Haven Currency: A Forensic Analysis*, „IMF Working Paper", November 2013, nr WP/13/228.

Catão L., *Why Real Exchange Rate*, „Finance and Development", September 2007.

Deutsche Bundesbank, *Exchange rates and financial stress*, „Monthly Report", July 2014.

Działania dostosowawcze w gospodarce światowej w odpowiedzi na globalne wyzwania w warunkach niestabilności, red. M. Dziembała, I. Pawlas, Katowice 2024.

Eichengreen B., Mehl A., Chitu L., *Mars or Mercury? The Geopolitics of International Currency Choice*, „Economic Policy" 2019, t. 34, nr 98.

Farhi E., Maggiori M., *A Model of the International Monetary System*, „Quarterly Journal of Economics" 2018, t. 133, nr 1.

Habib M. M., Stracca L., Venditti F., *The fundamentals of safe assets*, „Journal of International Money and Finance" 2020, t. 102, nr 4.

Habib M. M., Stracca L., *Getting cold feet? International safe haven currencies in the global financial cris*is, „Journal of International Money and Finance" 2012, t. 31, nr 7.

IMF, *The Return of Geoeconomics*, „Finance and Development", June 2026, t. 63, nr 2.

Lee Z.-Z., Su Ch. W., Tao R., *No Longer a Safe Haven Currency? A Fresh Evidence of Japanese Yen under Uncertainty*, „Panoeconomicus" 2024, t. 71, nr 1.

McCauley R. N., McGuire P., *Dollar appreciation in 2008: safe haven, carry trades, dollar shortage and overhedging*, „BIS Quarterly Review", December 2009.

Melone A., Stathopoulos A., *Geopolitical Risk in Currency Markets,* „Fisher College of Business Working Paper", No. 2026–03–003.

Mrowiec M., *Safe-haven currencies during financial market instability in the 21st century*, „Scientific Papers of Silesian University of Technology" 2024, nr 202.

Pszczółka I., *Międzynarodowe waluty* safe haven *– bezpieczna przystań w czasie kryzysu*, „Optimum. Economic Studies" 2021, t. 103, nr 1.

Ranaldo A., Söderlind P., *Safe Haven Currencies*, „Review of Finance" 2010, t. 14, nr 3.

Żuchowska D., *Rola walut* safe haven *w warunkach niestabilności makroekonomicznej*, „Warmińsko-Mazurski Kwartalnik Naukowy. Nauki Społeczne" 2016, t. 17, nr 1.