



Början till slutet för dollarns dominans?

Förutsättningar för och hot mot
USA:s finansiella dominans

Andreas Johnson, Tobias Junerfält

Andreas Johnson, Tobias Junerfält

Början till slutet för dollarns dominans?

Förutsättningar för och hot mot USA:s finansiella dominans

Titel	Början till slutet för dollarns dominans? – Förutsättningar för och hot mot USA:s finansiella dominans
Title	The beginning of the end for the dominance of the dollar? – Conditions for and threats to US financial dominance
Rapportnr	FOI-R--5432--SE
Månad	Februari
Utgivningsår	2023
Antal sidor	68
ISSN	1650-1942
Uppdragsgivare	Försvarsmakten
Forskningsområde	Försvarsekonomi
FoT-område	Underrättelse- och säkerhetstjänst
Projektnr	E12232
Godkänd av	Johannes Malminen
Ansvarig avdelning	Försvarsanalys

Bild: iStock (Getty Images)

Detta verk är skyddat enligt lagen (1960:729) om upphovsrätt till litterära och konstnärliga verk, vilket bl.a. innebär att citering är tillåten i enlighet med vad som anges i 22 § i nämnd lag. För att använda verket på ett sätt som inte medges direkt av svensk lag krävs särskild överenskommelse.

This work is protected by the Swedish Act on Copyright in Literary and Artistic Works (1960:729). Citation is permitted in accordance with article 22 in said act. Any form of use that goes beyond what is permitted by Swedish copyright law, requires the written permission of FOI.

Sammanfattning

Rapporten syftar till att belysa bakgrunden till USA:s och dollarns dominans inom internationell finans, hur denna dominans tar sig uttryck samt vilka hot som finns.

USA:s finansiella dominans tar sig uttryck i dollarns status, landets låntagarförmåga och kreditgivarstatus, de amerikanska finansmarknadernas roll inom internationella finansiella nätverk, samt USA:s inflytande över internationella finansiella institutioner. USA:s styrkeposition kan till stor del förklaras av ekonomins storlek, finansmarknadernas omfattning och utvecklingsgrad, samt hur landet genom sin stormaktsstatus lyckades forma internationella finansiella institutioner som IMF och Världsbanken.

På sikt finns utmaningar mot USA:s finansiella dominans. De huvudsakliga konkurrenterna till USA och dollarns maktställning är i nuläget Kina och euroområdet. Paradoxalt nog kan USA:s eget agerande utgöra ett hot mot dollarn ifall aktiv användning av finansiella påtryckningsmedel mot andra länder resulterar i motreaktioner, bland annat genom att parallella finansiella system etableras, vilket underlättas av en pågående finansiell teknisk utveckling. Ifall USA:s hantering av underskotten i statsbudgeten och handelsbalansen havererar utgör det också ett hot mot USA:s möjlighet att upprätthålla sin internationella finansiella dominans. Den eventuella framväxten av en multipolär finansiell världsordning kan ha långtgående effekter för både USA och övriga världen.

Nyckelord: geoekonomi, valutor, finansiella marknader, finansiell makt, USA, dollarn, Kina, euroområdet.

Summary

The aim of this report is to shed light on the background to the dominant position of the US and the dollar within international finance, what form this dominance takes, and existing threats.

US financial dominance manifests itself through the status of the dollar, the ability to both lend and borrow extensively, the centrality of US financial markets in international financial networks, and US influence over international financial institutions. The US position of strength can largely be explained by economic size, the extent and sophistication of US financial markets, and how global power status allowed the US to shape financial institutions such as the IMF and the World Bank.

There are long term challenges to US financial dominance. The main contenders are China and the eurozone. The US' own actions can pose a threat if the use of financial policy instruments against foreign countries results in these countries establishing parallel financial systems, facilitated by financial technological development. Failure of the US to manage its budget deficit and current account deficit also poses a threat to maintaining financial dominance. The possible rise of a multipolar financial world order could have far-reaching effects for the US and the rest of the world.

Keywords: Geoeconomics, currency, financial markets, financial power, US, dollar, China, eurozone.

Innehåll

Förkortningar.....	7
1 Inledning.....	9
1.1 Syfte och frågeställningar.....	10
1.2 Disposition.....	10
1.3 Metod.....	11
1.4 Data och källor.....	13
1.5 Avgränsningar och centrala begrepp.....	14
2 Framväxten av USA:s globala finansiella dominans.....	16
2.1 Dollarns väg till makten.....	16
2.1.1 Historik över dollarns internationalisering.....	16
2.1.2 Förutsättningar för dollarns konkurrenskraft.....	19
2.2 USA:s finansiella dominans i dag.....	24
2.2.1 Innehav av en dominerande internationell valuta.....	24
2.2.2 Inflytande över internationella finansiella institutioner.....	31
2.2.3 Sammanfattning.....	33
3 Hot mot USA:s globala finansiella dominans.....	34
3.1 Externa aktörer och konkurrerande valutor.....	34
3.1.1 Kina.....	35
3.1.2 Euroområdet.....	39
3.1.3 Övriga aktörer.....	41
3.2 USA:s eget agerande och motreaktioner.....	44
3.2.1 Ny teknik och parallella finansiella system.....	45
3.3 Ekonomiska förhållanden i USA.....	49
3.4 Mot en multipolär finansiell världsordning?.....	50
3.4.1 Nätverkseffekter kontra multipolaritet.....	51
3.4.2 USA i en multipolär finansiell världsordning.....	52
3.4.3 Omvärlden i en multipolär finansiell världsordning.....	53

4	Sammanfattning och diskussion	55
4.1	Sammanfattning.....	55
4.2	Diskussion.....	58
4.3	Förslag till fortsatta studier	59
	Referenser	61

Förkortningar

ADB	Asiatiska utvecklingsbanken (<i>Asian Development Bank</i>)
AUD	Australisk dollar (<i>Australian Dollar</i>)
BIS	Bank of International Settlements
BNP	Bruttonationalprodukt
BRI	Ett bälte, en väg (<i>Belt and Road Initiative</i>)
BRICS	Brasilien, Ryssland, Indien, Kina och Sydafrika (<i>Brazil, Russia, India, China and South Africa</i>)
CAD	Kanadensisk dollar (<i>Canadian dollar</i>)
CBDC	Digital centralbanksvaluta (<i>Central Bank Digital Currency</i>)
CIPS	Cross-Border Interbank Payment System
CNY	Kinesisk yuan/renminbi
CRA	Contingent Reserve Arrangement
ECB	Europeiska centralbanken
EU	Europeiska unionen
EUR	Euro
Fed	USA:s centralbank (<i>Federal Reserve System</i>)
GBP	Brittiskt pund (<i>Great Britain Pound sterling</i>)
IBRD	Internationella banken för återuppbyggnad och utveckling (<i>International Bank for Reconstruction and Development</i>)
ICSID	Internationella centret för biläggande av investeringstvister (<i>International Centre for Settlement of Investment Disputes</i>)
IDA	Internationella utvecklingsfonden (<i>International Development Association</i>)
IFC	Internationella finansieringsbolaget (<i>International Finance Corporation</i>)
IMF	Internationella valutafonden (<i>International Monetary Fund</i>)
JPY	Japansk yen
MIGA	Multilaterala fonden för investeringsgarantier (<i>Multilateral Investment Guarantee Agency</i>)
NDB	New Development Bank

PBC	Kinas centralbank (<i>People's Bank of China</i>)
SDR	Särskilda dragningsrätter (<i>Special Drawing Rights</i>)
SPFS	System for Transfer of Financial Messages (<i>Sistema Peredachi Finansovyykh Soobscheniy</i>)
SWIFT	Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication
UPI	Unified Payments Interface
USD	Amerikansk dollar (<i>United States Dollar</i>)
WTO	Världshandelsorganisationen (<i>World Trade Organization</i>)

1 Inledning

USA har en stark ställning inom det globala finansiella systemet, och den amerikanska dollarn (USD) har stjärnstatus bland världens valutor. Dollarn är den överlägset mest använda valutan vid internationella transaktioner och står för omkring 60 procent av centralbankernas globala valutareserver.¹ Dollarns status ger flera ekonomiska fördelar. Framförallt underlättas finansieringen av USA:s underskott i statsbudgeten och statsskulden tack vare att den amerikanska staten, till skillnad från många andra stater, kan låna pengar i den egna valutan och därmed betala en betydligt lägre ränta än vad man annars hade kunnat göra.² Att USA kan fortsätta finansiera sitt budgetunderskott gör i sin tur att landet kan upprätthålla en omfattande försvarsbudget, vilket är en förutsättning för USA:s globala säkerhetspolitiska inflytande.

Förutom ekonomiska fördelar gör det finansiella inflytandet även att USA har en unikt hög förmåga att använda sig av finansiella påtryckningsmedel, såsom att frysa tillgångar eller stoppa möjligheten att genomföra dollarbetalningar, för att påverka andra staters agerande.³ Ett exempel på detta är Suezkrisen 1956.⁴ I närtid finns även exempel i form av åtgärder som genomförts mot Ryssland som en följd av invasionen av Ukraina i februari 2022.⁵ Stater med mindre betydelsefulla valutor och mindre finansiellt inflytande har jämfört med USA även sämre förutsättningar att utnyttja finansiella påtryckningsmedel.⁶

USA:s finansiella dominans och dollarns ställning och framtid har därför en avgörande betydelse för den säkerhetspolitiska och geopolitiska utvecklingen i stora delar av världen. En historisk genomgång visar att de valutor och stater som har

¹ IMF (2022a). *Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER)*, Internationella valutafonden.

² Eichengreen, B. (2011). *Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar*, Oxford University Press, s. 4.

³ Åtgärderna är exempel på finansiell statskonst (eng: *financial statecraft*) som är en del av det bredare begreppet geoekonomi och avser en stats användning av finansiella regleringar, policyer, instrument eller inflytande över internationella finansiella institutioner för att nå utrikespolitiska mål. För en diskussion samt definition av begreppet finansiell statskonst, se exempelvis Armijo, L. E., Tirone, D. C. och Chey, H.-K. (2020). "The Monetary and Financial Powers of States: Theory, Dataset, and Observations on the Trajectory of American Dominance", *New Political Economy*, 25 (2), s. 174-194. För en diskussion och definition av geoekonomi samt en litteraturgenomgång, se även Bonnier, E. och Wikman, P. (2021). "Hur kan geoekonomisk rivalitet analyseras utifrån en strategisk ansats?", FOI-R--5214--SE, Stockholm: FOI.

⁴ Se exempelvis Kirshner, J. (1995). *Currency and Coercion: The Political Economy of International Monetary Power*, Princeton University Press, s. 64-82.

⁵ Se exempelvis Oxenstierna, S. och Wannheden, E. (2022). *The Russian economy and military expenditure in light of the war in Ukraine and economic sanctions*, FOI Memo 8023, Stockholm: FOI.

⁶ Norrlöf, C. (2022). "Will Economic Statecraft Threaten Western Currency Dominance? Sanctions, Geopolitics, and the Global Monetary Order", Atlantic Council, s. 3.

stort inflytande över globala finansiella marknader och det internationella finansiella systemet skiftar över tiden. Typexemplet är det brittiska pundet som efter en glansperiod kring förra sekelskiftet gradvis förlorade sin attraktionskraft.⁷ Det har länge diskuterats huruvida dollarn står inför en liknande utveckling.

I nuläget pågår stora geopolitiska förändringar där framförallt Kina, men även andra länder, strävar efter att öka sitt inflytande över global ekonomi och politik, vilket kan hota USA:s och dollarns dominans och skulle kunna få stora konsekvenser. Teknisk utveckling i form av nya betalningslösningar och digitala valutor ändrar spelreglerna och gör det lättare för länder som Kina, Indien och Ryssland att minska sin dollaranvändning och sårbarhet mot USA:s inflytande.⁸ USA:s eget användande av finansiella påtryckningsmedel riskerar dessutom att accelerera denna utveckling. Ju mer framgångsrikt USA är i att påverka andra länder, desto starkare incitament skapas för dessa att genomföra motåtgärder och bygga upp parallella finansiella system. Om denna utveckling fortsätter kan det resultera i en ny typ av finansiell världsordning, med långtgående effekter för både USA och övriga världen.

1.1 Syfte och frågeställningar

Syftet med rapporten är att ge en översikt över hur USA:s dominerande ställning inom internationell finans etablerades, vilka förutsättningar som var av betydelse samt hur dominansen tar sig uttryck. Syftet med rapporten är vidare att diskutera de olika hot som finns mot USA:s globala finansiella dominans.

För att uppnå syftet ämnar rapporten svara på följande övergripande frågeställningar:

1. Vilka faktorer förklarar USA:s globala finansiella dominans och hur tar sig denna dominans uttryck?
2. Vilka hot finns mot USA:s globala finansiella dominans och dollarns internationella ställning?

1.2 Disposition

Rapporten har två huvudsakliga delar. Kapitel 2 redogör för framväxten av USA:s globala finansiella dominans. Kapitlet inleds med en genomgång av hur och varför dollarn etablerade sig som världsvaluta. Därefter presenteras hur USA:s globala finansiella dominans på olika sätt tar sig uttryck i dag, samt kopplingen till dollarns

⁷ Se exempelvis Eichengreen, B., Mehl, A. och Chitu, L. (2018). *How Global Currencies Work: Past, Present and Future*, Princeton University Press.

⁸ För exempel på hur Ryssland försökt minska sitt dollarberoende, se Johnson, A. och Oxenstierna, S. (2022). *Sanktioner mot Ryssland*, FOI Memo 7819, Stockholm: FOI, s. 7.

internationella konkurrenskraft. Kapitel 3 beskriver olika hot mot USA:s finansiella dominans. Kapitlet inleds med en genomgång av externa aktörer och konkurrerande valutor. Därefter diskuteras USA:s eget agerande, hur det ger upphov till motreaktioner, samt kopplingen till ny teknik och framväxten av parallella finansiella system. Det tredje området som beskrivs är ekonomiska förhållanden i USA. Kapitlet avslutas med en diskussion kring framväxten av en multipolär finansiell världsordning, samt vad det kan komma att innebära för USA och övriga världen. Kapitel 4 sammanfattar och diskuterar huvuddragen i rapporten, med en särskild diskussion kring faktorer bakom en valutas internationella konkurrenskraft. Därutöver presenteras förslag på vidare forskning.

1.3 Metod

Rapporten är i huvudsak av kvalitativ karaktär. Innehållet utgörs till övervägande del av en litteraturgenomgång, givet att det ämne som avhandlas är omfattande och har varit föremål för internationell diskussion i decennier. Rapportens ambition är därmed att ge en översikt över vad som diskuteras i litteratur relaterat till frågeställningarna, snarare än att bryta ny mark på området.

Nedan följer en mer detaljerad metodologisk redogörelse för kapitel 2 och kapitel 3.

Framväxten av USA:s globala finansiella dominans

I kapitel 2 tillämpas ett par teoretiska ramverk som har bäring på utformningen av resten av rapporten. Det finns därför skäl att inledningsvis kort presentera dessa ramverk.

Avsnitt 2.1.2 belyser avgörande faktorer bakom dollarns internationella konkurrenskraft. Avsnittet tar sin utgångspunkt i Benjamin J. Cohens (hädanefter Cohen) teorier kring internationell valutakonkurrens. Cohen pekar ut fem faktorer som särskilt betydelsefulla för en valutas konkurrenskraft och dess potential till internationalisering: ekonomisk storlek (eng: *economic size*), finansiell utveckling (eng: *financial development*), effektiv styrning (eng: *effective governance*), utrikespolitiska band (eng: *foreign policy ties*) och militär förmåga (eng: *military reach*).⁹

Faktorerna beskrivs ingående i avsnitt 2.1.2. I den här rapporten sorteras dock militär förmåga under utrikespolitiska band av avgränsningsskäl. Avsnitt 2.1.2 kompletteras även med teorier och utsagor från andra källor med mer specifikt fokus på USA och dollarn.

Avsnitt 2.2 ger en överblick över hur USA:s finansiella dominans tar sig uttryck i dag. Begreppet ”finansiell dominans” är avgörande för rapportens fokus. En premiss för rapporten är att USA har en dominant ställning inom internationell

⁹ Cohen, B. J. (2019). *Currency Statecraft: Monetary Rivalry and Geopolitical Ambition*, The University of Chicago Press, s. 15-17.

finans, samt att denna ställning medför makt. Begreppet finansiell dominans är emellertid brett och svårdefinierat. I den här rapporten görs en förenklad ansats genom att framförallt belysa vad Leslie Elliott Armijo, Daniel C. Tirone samt Hyoung-kyu Chey (hädanefter Armijo et al.) beskriver som fyra dimensioner av finansiell makt.¹⁰

Utformningen av avsnitt 2.2 och dess innehåll är därmed inspirerat av Armijo et al., som beskriver konkreta medel och förmågor av avgörande betydelse för en stats finansiella maktkapacitet (eng: *financial power capability*) och i förlängningen möjlighet att använda finansiella påtryckningsmedel. Finansiell maktkapacitet kan ses som ett samlingsbegrepp för hur en stat med hjälp av landets olika finansiella tillgångar och egenskaper har möjlighet att påverka andra staters agerande.¹¹

Armijo et al. lyfter fyra olika dimensioner av, eller uttryck för, finansiell makt: kreditgivarstatus (eng: *creditor capability*), internationell finansiell nätverksförmåga (eng: *market centrality and network power*), innehav av en dominerande internationell valuta (eng: *dominant currency status*), samt inflytande över internationella finansiella institutioner (eng: *governance capabilities*).¹²

Dimensionerna beskrivs ingående i avsnitt 2.2 nedan. I den här rapporten görs dock en egen rangordning av Armijo et als. dimensioner, baserat på en samlad bedömning givet övrigt källmaterial som ligger till grund för rapporten. Särskild betoning har därmed lagts på innehav av en dominerande internationell valuta och inflytande över internationella finansiella institutioner. Därutöver tillkommer ett par ytterligare dimensioner av finansiell makt, i form av låntagarförmåga och strukturell makt, vilka även ingår i Armijo et als. fyra dimensioner men presenteras fristående i den här rapporten.¹³ I avsnittet hämtas även exempel från ytterligare källor för att illustrera hur de olika dimensionerna av finansiell makt kan ta sig uttryck, med särskilt fokus på USA.

I redogörelsen för hur USA:s finansiella dominans tar sig uttryck i dag argumenteras även för kopplingen mellan dollarns status och USA:s finansiella dominans i bredare bemärkelse, i form av diskussion kring hur Cohens faktorer bakom en valutas internationella konkurrenskraft hänger ihop med de dimensioner av finansiell makt som presenteras, baserat på Armijo et als. teorier.¹⁴

Hot mot USA:s globala finansiella dominans

Kapitel 3 ger, genom en litteraturgenomgång, en översikt över de huvudsakliga hoten mot USA:s globala finansiella dominans.

¹⁰ Armijo, L. E. et al. (2020), s. 175.

¹¹ Ibid, s. 175-176.

¹² Ibid, s. 175-179.

¹³ Ibid.

¹⁴ Cohen, B. J. (2019), s. 15-17; Armijo, L. E. et al. (2020), s. 175-179.

Utformningen av avsnitt 3.1, som handlar om externa aktörer och konkurrerande valutor, är inspirerat av Cohens faktorer bakom en valutas internationella konkurrenskraft.¹⁵ Armijo et als. redogörelse för olika dimensioner av finansiell makt har bäring på resterande avsnitt i kapitel 3. Avsnitt 3.2 om USA:s eget agerande och motreaktioner, avsnitt 3.3 om ekonomiska förhållanden i USA, samt avsnitt 3.4 som diskuterar framväxten av en multipolär finansiell världsordning, har alla koppling till hur USA:s finansiella dominans tar sig uttryck, inte minst i form av dollarns status och USA:s inflytande över internationella finansiella institutioner.¹⁶

1.4 Data och källor

Rapporten använder sig av öppna data och öppna källor.

Den data som har använts för att ta fram grafer är hämtad från Internationella valutafonden (eng: *International Monetary Fund*, IMF) samt Bank of International Settlements (BIS).

Den litteratur som refereras till utgörs av monografier och artiklar inom ämnen som internationell politisk ekonomi samt ekonomisk historia. En betydande andel av monografierna inriktar sig mer specifikt på valutor.

Två källor har fått en särskilt framträdande roll i rapporten. Benjamin J. Cohen presenterar i sitt verk *Currency Statecraft: Monetary Rivalry and Geopolitical Ambition*, utgivet år 2019, ett antal faktorer som utgör stöd för den här rapporten vid diskussion kring varför dollarn etablerade sig som dominerande valuta internationellt, samt i vilken utsträckning andra valutor har förutsättningar att konkurrera med dollarn.¹⁷ Cohen är en amerikansk professor inom internationell politisk ekonomi som har vikt en stor del av sitt yrkesverksamma liv åt att analysera betydelsen av valutor för internationell politik. Cohens olika verk refereras återkommande till även i andra källor som används i rapporten, vilket kan utgöra både en styrka, i bemärkelsen att citeringarna indikerar att Cohens teorier accepteras av andra akademiker och författare med liknande fokusområden, och en svaghet, i den mån det samtidigt indikerar att källurvalet präglas av viss ensidighet.

Leslie Elliott Armijo, Daniel C. Tirone och Hyoung-kyu Cheys artikel, *The Monetary and Financial Powers of States: Theory, Dataset, and Observations on the Trajectory of American Dominance*, publicerad år 2020, utgör en central referens vid beskrivningen av hur USA:s finansiella dominans tar sig uttryck i dag.¹⁸ Den här källan används i första hand för att ge struktur åt rapporten, då Armijo et al. på ett tydligt sätt beskriver kopplingar mellan finansiella resurser och

¹⁵ Cohen, B. J. (2019), s. 15-17.

¹⁶ Armijo, L. E. et al. (2020), s. 176-179.

¹⁷ Cohen, B. J. (2019).

¹⁸ Armijo, L. E. et al. (2020).

finansiell makt, snarare än på artikelförfattarnas respektive akademiska historia och fokusområde. Det bör betonas att användningen av den här typen av teoretiskt ramverk ger en förenklad bild, men att huvudsyftet är att på ett strukturerat sätt kunna presentera några aspekter av hur USA:s dominanta ställning inom internationell finans tar sig uttryck.

Det finns ytterligare källor som refereras till återkommande, inte minst olika verk av den amerikanska ekonomen och historikern Barry Eichengreen. Dessa källor är dock inte lika avgörande för rapportens struktur och inramning som Cohen och Armijo et al.¹⁹

1.5 Avgränsningar och centrala begrepp

Avgränsningar

Fokus vad gäller hoten mot USA:s globala finansiella dominans ligger på faktorer som faller inom den finansiella och ekonomiska sfären. Därmed har andra typer av hot mot USA:s möjligheter att upprätthålla sin internationella finansiella inställning, exempelvis inhemska sociala och politiska förhållanden i USA, avgränsats bort. Betydelsen av militär förmåga för att skapa förutsättningar för finansiell makt beskrivs med några historiska exempel men har i övrigt avgränsats bort.

Centrala begrepp

Givet rapportens fokus finns det skäl att initialt definiera två centrala begrepp relaterat till valutor: "valutareserver" respektive "reservvaluta". En valutareserver är en stats, ofta i form av centralbankens, tillgångar i utländska valutor eller andra reservtillgångar såsom guld. En reservvaluta är en utländsk valuta som ingår i centralbankens valutareserver. Reservvalutor tjänar olika syften, men inte minst används de för internationell handel. Köp och försäljning av reservvalutor kan även användas för att påverka den egna valutans växelkurs. Reservvalutor hålls i olika former i valutareserver, ofta i form av utländska statsobligationer och konstanter.

Ett annat centralt begrepp som används återkommande i rapporten är "internationell finans". Det här begreppet har ingen tydlig definition, men används i den här rapporten som ett samlingsbegrepp för delvis olika komponenter av det internationella finansiella systemet som har bäring på hur såväl statliga som privata aktörer interagerar med varandra, i termer av valutasystem, finansmarknader, och finansiella institutioner.

Ett ytterligare återkommande begrepp i rapporten är "multipolär" (även "multipolaritet"). Begreppet multipolär används brett, inte minst inom studieområdet internationella relationer, men kan syfta på delvis olika saker. I den

¹⁹ Cohen, B. J. (2019); Armijo, L. E. et al. (2020).

här rapporten används begreppet för att beskriva system eller ordningar som präglas av ett flertal maktcentra, med andra ord system eller ordningar där makten inte är centrerad till en enskild aktör. Med en ”multipolär finansiell världsordning” avses i den här rapporten därmed ett system med flera konkurrerande reservvalutor, internationella finansiella institutioner och finansiella centra.

Övriga begrepp och facktermer förklaras löpande i texten.

2 Framväxten av USA:s globala finansiella dominans

I det här kapitlet beskrivs och diskuteras bakgrunden till USA:s globala finansiella dominans, med särskilt fokus på dollarn. Dessutom presenteras och diskuteras hur USA:s finansiella dominans tar sig uttryck i dag, samt vilken koppling det har till valutans internationella konkurrenskraft.

2.1 Dollarns väg till makten

I det här avsnittet ges en översiktlig redogörelse för den historiska bakgrunden till dollarns internationalisering, följt av en beskrivning av bakomliggande faktorer.

2.1.1 Historik över dollarns internationalisering

Innan dollarn blev den internationellt dominerande reservvalutan innehade det brittiska pundet denna roll. USA övertog Storbritanniens position som världens största ekonomi redan år 1872, men det dröjde flera decennier innan dollarn konkurrerade ut pundet.²⁰ Mot slutet av 1800-talet höll många länder i världen, inte minst Storbritannien och USA, sina valutors värde knutna till guld, enligt den så kallade guldstandarden eller guldmyntfoten.²¹ Ett av skälen till att guldmyntfoten fick så bred spridning var att andra länder anpassade sig till Storbritannien, vid den tiden den ledande nationen inom internationell handel och finans.²²

Det var endast gradvis som dollarn kom att ersätta pundet som dominerande reservvaluta. Det kan noteras att USA:s centralbank (eng: *Federal Reserve System*, Fed) etablerades först 1913, bland annat i syfte att kunna stävja instabilitet på de amerikanska finansmarknaderna samt bidra med likviditet vid behov. Ett ytterligare syfte med Fed var dock att främja dollarns internationella spridning samt minska amerikanskt finansiellt beroende gentemot Storbritannien och pundet.²³

Ett skede av betydelse för att dollarn så småningom skulle överta pundets internationella roll var första världskriget. Storbritanniens deltagande i kriget medförde mer omfattande konsekvenser för landets ekonomi och finanser än vad det gjorde för USA. I samband med kriget skedde även ett skifte vad gäller USA:s utlands-

²⁰ Wheatley, A. (2013a). "The origins and use of currency power" i Wheatley, A. (red.) (2013). *The power of currencies and currencies of power*, The International Institute for Strategic Studies, s. 37.

²¹ Eichengreen, B. et al. (2018), s. 20-21.

²² Eichengreen, B. (2019). *Globalizing Capital: A History of the International Monetary System*, 3:e uppl., Princeton University Press, s. 16.

²³ Ibid, s. 32-33.

skuld; amerikanska lån till utlandet var numera mer omfattande, på aggregerad nivå, än inkommande lån från andra länder. Dessutom var USA numera en omfattande långgivare till Storbritannien.²⁴

Därutöver upphävde flertalet länder, däribland Storbritannien, guldmyntfoten under eller efter första världskriget i samband med minskningen av deras guld-tillgångar, medan USA fortsatt knöt dollarns värde till guld. Det innebar bland annat att pundets växelkurs mot dollarn försvagades, åtminstone temporärt, även om Storbritannien under andra halvan av 1920-talet återetablerade en variant av guldmyntfoten.²⁵

Från att tidigare inte innehaft internationell reservvalutastatus, utgjorde dollarn i mitten av 1920-talet mer än hälften av globala valutareserver.²⁶ I samband med den stora depressionen 1929, och den likvidering av valutareserver, inte minst dollarreserver, som den ekonomiska krisen innebar internationellt, återtog pundet under 1930-talet en stark ställning i termer av globala reservvalutainnehav. I detta skede var dock pundets roll huvudsakligen kopplad till länderna i Brittiska imperiet, samtidigt som den internationella användningen av dollarn ökade alltmer.²⁷ År 1931 övergav Storbritannien slutgiltigt systemet med guldmyntfot, medan USA gjorde detsamma först 1933.²⁸

Ett annat viktigt skede som banade vägen för att dollarn ersatte pundet som dominerande reservvaluta var införandet av Bretton Woods-systemet 1944. Bretton Woods innebar att dollarns centrala position i det globala monetära systemet institutionaliserades.²⁹ Andra länders valutor knöts med fasta växelkurser till dollarn, vars värde i sin tur var knutet till guld. Detta kombinerades med en garanti från USA om ett fast inlösenpris av dollarn i guld. Växelkurserna upprätthölls sedan genom att länderna vid behov justerade växelkursen för den egna valutan genom köp respektive försäljning av dollartillgångar. Dollarns roll som reservvaluta var därmed central. IMF, en institution som grundades i samband med införandet av Bretton Woods-systemet, hade en central roll avseende att se till att systemet med fasta växelkurser upprätthölls.³⁰

Utöver att det fanns ett egenintresse för USA att forma det internationella finansiella systemet till sin egen fördel, var ett uttalat syfte med Bretton Woods-systemet att hindra enskilda länder från att skriva ned värdet på sina valutor för att stärka den egna exportindustrins internationella konkurrenskraft. I förlängningen syftade

²⁴ Eichengreen, B. et al. (2018), s. 34-35.

²⁵ Ibid.

²⁶ Wheatley, A. (2013a), s. 37.

²⁷ Eichengreen, B. (2011), s. 37; Eichengreen, B. et al. (2018), s. 50-57, 91-93.

²⁸ Eichengreen, B. (2019), s. 44, 80.

²⁹ Wheatley, A. (2013a), s. 37.

³⁰ Kirshner, J. (1995), s. 156.

det här till att motverka den instabilitet som präglade det internationella valuta-systemet under 1930-talet.³¹

Under återuppbyggnaden av Europa efter andra världskriget importerades dessutom stora mängder kapital- och konsumtionsvaror till Europa från USA, vilka krävde betalning i dollar. Delar av importen finansierades genom dollarlån, vilket bidrog till att konsolidera dollarns position ytterligare.³²

Även om pundet genom Bretton Woods-systemet knöts till dollarn, skedde det faktiska skiftet från pund till dollar först ett tiotal år efter krigsslutet. Fördröjningen orsakades dels av begränsad tillgång till amerikanskt guld och dollartillgångar, dels av att ett trettiofem länders samt brittiska kolonier fortsatt höll växelkurserna knutna till pundet.³³ Dock berodde pundets fortsatta betydelse som framstående reservvaluta efter andra världskriget kanske framförallt på ackumulerat innehav hos brittiska allierade till följd av kriget, snarare än en medveten strategi från världens centralbanker.³⁴

Det fanns även skäl för de länder som fortsatt hade betydande pundinnehav att kollektivt iakttä försiktighet med att sälja av pund alltför snabbt, givet bland annat dess betydelse för stabiliteten i det internationella finansiella systemet och tillgången till likvida medel, samt risker för kapitalförluster. Pundets användning vid internationella transaktioner var dessutom omfattande.³⁵

Vidare gjorde Storbritanniens regering ansträngningar, genom bland annat kapitalkontroller och geopolitiskt inflytande, för att motverka försäljning av pund. Trots detta minskade de internationella pundtillgångarna parallellt med att flera devalveringar, det vill säga nedskrivningar av pundets växelkurs, genomfördes under decennierna efter andra världskriget.³⁶

Under tidigt 1970-tal kollapsade Bretton Woods-systemet. 1971 upphävde USA, under dåvarande president Richard Nixon, garantin om ett fast inlösenpris av dollarn i guld. 1973 övergavs även de fasta växelkurserna till dollarn.³⁷ Även efter Bretton Woods-systemets kollaps, och den finansiella instabilitet som dollarns temporärt försvagade växelkurs medförde, förblev dock dollarns position stark. Den fick till och med en utökad global roll tack vare avsaknaden av konkurrerande reservvalutor med samma förutsättningar och av jämförbar betydelse.³⁸ Även om USA:s möjligheter att utöva formellt inflytande över andra länder minskade genom att Bretton Woods-systemet upphävdes, var dollarns position som

³¹ Kirshner, J. (1995), s. 156.

³² Rajendran, G. (2013). "Financial blockades: reserve currencies as instruments of coercion" i Wheatley, A. (red.) (2013), s. 90.

³³ Wheatley, A. (2013a), s. 37-38.

³⁴ Eichengreen, B. et al. (2018), s. 156-157.

³⁵ Ibid, s. 151-152.

³⁶ Ibid, s. 156-157.

³⁷ Eichengreen, B. (2011), s. 60-62.

³⁸ Rajendran, G. (2013), s. 90-92.

dominerande internationell valuta vid det här laget så pass etablerad att omvärldens informella beroende gentemot USA och dollarn kvarstod.³⁹

Vidare spreds dollarns användning till privata banker i samband med att Bretton Woods-systemet, med dess fasta växelkurser, upplöstes och diverse kapitalkontroller togs bort. Därutöver ökade finansiella innovationer likviditeten av dollartillgångar i form av finansiella instrument kopplade till valutor och räntor.⁴⁰ Med finansiella instrument avses olika typer av värdepapper, exempelvis obligationer eller aktier, som handlas på finansiella marknader.

Att många utvecklingsländer började tillåta friare kapitalflöden från slutet av 1980-talet och början av 1990-talet bidrog ytterligare till dollarns spridning. Sammantaget bidrog dessa förändringar, med flera, till att dollarns internationella roll stärktes och att USA etablerade sin globala finansiella dominans.⁴¹

2.1.2 Förutsättningar för dollarns konkurrenskraft

Det här avsnittet beskriver Cohens faktorer för valutors internationella konkurrenskraft: ekonomisk storlek, finansiell utveckling, effektiv styrning, samt utrikespolitiska band.⁴² Därutöver ges några exempel från andra källor på hur USA och dollarn kan anses uppfylla dessa faktorer. Tabell 1 nedan ger en övergripande sammanfattning av Cohens faktorer och vad de innebär.

I sammanhanget kan det vara värt att nämna att Cohen rangordnar valutor baserat på hur brett de används internationellt. Bland de valutor Cohen klassar som toppvalutor (eng: *top-tier club*) innehar dollarn förstaplatsen, följt av euron och yenen. Övriga toppvalutor är kanadensisk dollar, australisk dollar samt schweizerfranc. Cohen klassar inte renminbi som en toppvaluta ännu.⁴³

³⁹ Kirshner, J. (1995), s. 157-158.

⁴⁰ Rajendran, G. (2013), s. 90-92.

⁴¹ Ibid.

⁴² Cohen, B. J. (2019), s. 15-17.

⁴³ Ibid, s. 95.

Tabell 1. Sammanfattning av Cohens faktorer bakom en valutas internationella konkurrenskraft.⁴⁴

Ekonomisk storlek	• Transaktionsnätverk där valutan används
Finansiell utveckling	• Likvid valuta med låg volatilitet ◦ Förutsätter djupa, breda och resilienta finansmarknader
Effektiv styrning	• Politisk stabilitet • Skydd för äganderätt • Upprätthållande av rättsstatliga principer ◦ Kontraktsefterlevnad • Låg och stabil inflation
Utrikespolitiska band	• Transaktionella band (klientelism) • Kulturell samhörighet • Historiska band <i>Militär förmåga</i> • Trygghet för investerare ◦ Maktprojicering ◦ Säkerhetsgarantier/militära allianser

Ekonomisk storlek

Storleken på ett lands ekonomi samt dess betydelse för global handel är en viktig faktor bakom en valutas internationella konkurrenskraft. För att en valuta ska accepteras av nya investerare, exempelvis utländska centralbanker och företag, behöver den medföra tillgång till ett brett transaktionsnätverk, det vill säga att det finns en betydande mängd aktörer som är villiga att använda sig av, exempelvis handla med, valutan. Historiskt sett har de valutor som uppnått internationell stjärnstatus varit uppbackade av stora ekonomier med en ledande position inom global handel.⁴⁵

Vad gäller betydelsen av USA:s ekonomi för dollarns internationella konkurrenskraft konstaterades det ovan att USA etablerade sig som världens största ekonomi redan innan 1800-talets slut, medan dollarn fortfarande var av sekundär betydelse internationellt.⁴⁶ Dollarns internationalisering föregicks därmed av att den amerikanska ekonomin växt tillräckligt mycket för att få global betydelse.

⁴⁴ Cohen, B. J. (2019), s. 15-17.

⁴⁵ Ibid, s. 15.

⁴⁶ Wheatley, A. (2013a), s. 37.

Marknadsmässiga val kan ha varit avgörande för att göra dollarn till världsvaluta, som en reflektion av USA:s stora, dynamiska och öppna ekonomi samt USA:s omfattande import från övriga världen.⁴⁷ Att amerikanska exportvaror var centrala i återuppbyggnaden av Europa efter andra världskriget är ett konkret exempel på betydelsen av storleken på USA:s ekonomi för spridningen av dollarn under perioden då den först etablerade sig som världsvaluta.⁴⁸

Finansiell utveckling

Ett lands finansiella utveckling är ytterligare en viktig faktor för en valutas internationella konkurrenskraft. Landets bank- och kapitalmarknader behöver vara välutvecklade samt präglas av öppenhet. En valuta behöver vara likvid för att vara konkurrenskraftig. Detta innebär att det behöver vara enkelt att köpa och sälja valutan, det vill säga att det finns ett stort antal köp- och säljorder. Valutan bör även präglas av låg volatilitet för att vara konkurrenskraftig; med andra ord behöver den ha ett förutsägbart värde.⁴⁹

För att en valuta ska vara både likvid och ha låg volatilitet krävs en välutvecklad och öppen finanssektor, med låga transaktionskostnader. Finansmarknaderna behöver därmed uppfylla tre huvudsakliga kriterier: djup, bredd och resiliens.⁵⁰

En finansmarknad är djup då enskilda tillgångspriser inte stiger eller faller radikalt av att det inkommer stora marknadsorder. Finansmarknaden har bredd ifall skillnaden mellan köp- och säljkurser är liten, vilket förutsätter att det råder konkurrensutsatt handel av tillräcklig omfattning. Slutligen är finansmarknaden att betrakta som resiliens om marknadspriserna återhämtar sig snabbt efter att det har inkommit sälj- eller köporder som är av en omfattning utöver det normala.⁵¹

Den finansiella utvecklingen i USA var en viktig faktor bakom dollarns internationella spridning. Det amerikanska finansiella systemets och dess kapitalmarknaders ur internationellt hänseende unika likviditet och djup var en aspekt av att marknadsmässiga val kan ha varit avgörande för att bana väg för dollarns status som världsvaluta.⁵²

Vikten av USA:s djupa och likvida finansmarknader för dollarns internationella konkurrenskraft då som nu kan exemplifieras med att utländska centralbanker såväl som andra investerare litar på att de kan sälja amerikanska statsobligationer och statsskuldväxlar för stora belopp utan att priserna påverkas avsevärt.⁵³

⁴⁷ Sobel, M. (2021). "Threats to King Dollar?", *The International Economy*, Spring 2021, s. 24.

⁴⁸ Rajendran, G. (2013), s. 90-92.

⁴⁹ Cohen, B. J. (2019), s. 16.

⁵⁰ Ibid.

⁵¹ Ibid.

⁵² Sobel, M. (2021), s. 24.

⁵³ Wheatley, A. (2013a), s. 24.

Statsobligationer och statsskuldväxlar är värdepapper (även kallade skuldpaper eller skuldvärdepapper) som en stat ger ut för att finansiera sina lånebehov.

Det faktum att dollarn kom att dominera internationell finans efter andra världskriget var samtidigt en reflektion inte bara av USA:s framgångar, utan även av andra länders misslyckanden, passivitet eller motvilja vad gäller internationaliseringen av sina valutor. Det fanns under efterkrigstiden inte några andra länder än USA med samma öppenhet och med finansmarknader som var tillräckligt djupa och likvida. Med andra ord fanns inga andra länder vars finansmarknader erbjöd utländska investerare tillräckligt många tillgångar i landets valuta att handla med.⁵⁴

Dessutom begränsade potentiella utmanare under delar av 1900-talets andra hälft, i form av Tyskland och Japan, tillgången till sina finansmarknader och strävade aktivt efter att förhindra internationalisering av D-marken respektive yenen. I Tysklands fall handlade det om att motverka risken för inflation, givet landets historiska erfarenheter av hyperinflation. Japan ville å andra sidan kunna ha kontroll över sin industripolitik.⁵⁵

Effektiv styrning

Effektiv styrning är en tredje faktor bakom en valutas konkurrenskraft. Det är ett brett begrepp, vilket inkluderar politisk stabilitet, skydd för äganderätt samt respekt för rättsstatliga principer. Staten som ger ut valutan behöver med andra ord bland annat kunna utlova kontraktsefterlevnad på landets finansiella marknader för att valutan ska ha internationell konkurrenskraft. Effektiv styrning inkluderar även förmågan att under längre perioder upprätthålla förhållandevis låg och stabil inflation, vilket är kopplat till att valutans köpkraft behöver vara någorlunda förutsägbar.⁵⁶

Det finns skäl att tro att USA och dollarns framgångssaga till del har berott på effektiv styrning. USA:s robusta institutioner, landets starka skydd av äganderätten, samt att Fed har hög trovärdighet kan pekas ut som ytterligare skäl till att dollarn nådde positionen som världsledande valuta genom marknadsmässiga val.⁵⁷

Investerares förtroende för USA och dollarn har byggts upp gradvis under flera decennier. Detta förtroende har skapats genom framväxten av regler och institutioner som syftar till att motverka marknadsmanipulation, genom upprättandet av opartiska domstolar som säkerställer kontraktsefterlevnad, samt genom att respekten för äganderätten upprätthålls.⁵⁸

⁵⁴ Eichengreen, B. (2019), s. 134, 215.

⁵⁵ Ibid.

⁵⁶ Cohen, B. J. (2019), s. 17.

⁵⁷ Sobel, M. (2021), s. 24-25.

⁵⁸ Wheatley, A. (2013a), s. 24.

Även dollarns flytande växelkurs samt USA:s öppna ekonomi och kapitalbalans har utgjort framgångsfaktorer.⁵⁹ Flytande växelkurs innebär, något förenklat, att valutan inte är bunden till andra valutor och att växelkursen avgörs av utbud och efterfrågan på valutamarknaden. Kapitalbalansen är, också förenklat uttryckt, skillnaden mellan ett lands ränteinkomster och ränteutgifter. En öppen kapitalbalans innebär att det råder fritt flöde av kapital in och ut ur landet. Det är med andra ord en fördel för dollarns internationella konkurrenskraft att USA:s valutapolitik innebär att dollarn kan handlas med internationellt samt att växelkursen är marknadsstyrd.⁶⁰

Utrikespolitiska band

Utrikespolitiska band är en fjärde faktor som påverkar valutapreferenser. Det gäller inte minst för statliga aktörer. Geopolitiska hänsyn kan ha avgörande betydelse för att andra stater väljer att använda ett ledande lands valuta. Det kan finnas olika typer och grader av utrikespolitiska band som gör det mer eller mindre naturligt att acceptera det ledande landets valuta.⁶¹

Banden kan vara av transaktionell karaktär, exempelvis i form av klientelism, vilket avser ett förhållande som innebär utbyte av någon form av varor eller tjänster mot politiskt stöd. Banden kan också vara baserade på kulturell samhörighet, det vill säga att staterna exempelvis ingår i samma språksfär eller förespråkar liknande normer och värderingar. Det kan också finnas mer eller mindre djupgående historiska band mellan länderna.⁶²

En faktor som kan sägas hänga ihop med utrikespolitiska band och som kan vara betydelsefull för en valutas internationella konkurrenskraft är landets militära förmåga. Militär förmåga är av betydelse i den mån det påverkar hur trygga investeringarna i valutan upplevs vara, det vill säga ifall landet upplevs vara en särskilt säker plats att placera sina tillgångar i, eller ifall staten som ger ut valutan kan förväntas skydda investerare utomlands.⁶³

Ett land kan med hjälp av sin militära förmåga även projicera makt utomlands, och därigenom attrahera de investerare som upplever att landet bidrar till fred och stabilitet. Dessutom kan konkreta säkerhetsgarantier och militära allianser påverka statliga aktörers valutapreferenser.⁶⁴

Det finns exempel på hur USA:s stormaktsstatus och militära kapacitet bidrog till att dollarn uppnådde internationell dominans. Inte minst lyckades USA på 1940-talet forma Bretton Woods-systemet samt betydelsefulla internationella finansiella

⁵⁹ Sobel, M. (2021), s. 24.

⁶⁰ Singh, H. V. (2013). "Global trade and global currencies" i Wheatley, A. (red.) (2013), s. 112.

⁶¹ Cohen, B. J. (2019), s. 16.

⁶² Ibid.

⁶³ Ibid.

⁶⁴ Ibid.

institutioner som IMF och Världsbanken. USA lyckades med hjälp av sina utrikespolitiska band framgångsrikt befästa dollarns position inom dessa institutioner samt dollarns användning bland allierade stater.⁶⁵ Säkerhetsgarantier i form av amerikansk militär närvaro var även avgörande när de oljeproducerande Gulfstaterna började prissätta olja i dollar efter Bretton Woods-systemets kollaps 1971.⁶⁶

2.2 USA:s finansiella dominans i dag

I det här avsnittet presenteras och diskuteras olika aspekter av USA:s finansiella dominans, samt hur det är relaterat till dollarns status.

2.2.1 Innehav av en dominerande internationell valuta

I litteratur inom internationell finans och relaterade ämnesområden återkommer valutans betydelse för en stats förmåga att etablera och utöva finansiellt inflytande utomlands. Likaså har dollarn ofta en central roll i redogörelser för hur USA på olika sätt dominerar internationell finans, oaktat ifall denna dominans i sammanhanget anses vara av godo eller av ondo.⁶⁷

En internationell valuta är en valuta som aktivt används i utlandet, av såväl privata som statliga aktörer. Den fyller de tre funktioner som definierar pengar, nämligen värdebevarare, betalningsmedel, samt räkneenhet.⁶⁸ Nedan ges inledningsvis några exempel på hur dollarn på olika sätt dominerar den internationella finansvärlden med avseende på dessa funktioner.

Dollarns olika funktioner

Att dollarn är den överlägset viktigaste valutan i globala valutareserver visar på dess internationella roll som värdebevarare. Dollartillgångar som hålls i valutareserver kan dock även fungera som betalningsmedel för internationella transaktioner. Första kvartalet 2022 utgjorde dollarns andel strax under 60 procent, medan euron hamnade på andraplats med en andel på 20 procent, se figur 1. Det bör dock belysas att dollarns andel av globala reservvalutainnehav har sjunkit de senaste decennierna. Runt millennieskiftet låg andelen på strax över 70 procent, det vill

⁶⁵ Eichengreen, B. (2011), s. 134.

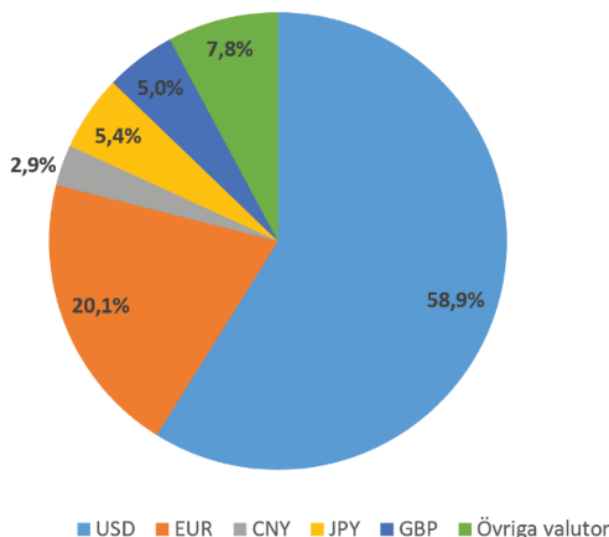
⁶⁶ Norrlöf, C. (2014). "Dollar hegemony: A power analysis", *Review of International Political Economy*, 21 (5), s. 1059.

⁶⁷ Se exempelvis Cohen, B. J. (2019); Norrlöf, C. (2022). "Will Economic Statecraft Threaten Western Currency Dominance? Sanctions, Geopolitics, and the Global Monetary Order", Atlantic Council; Armijo, L. E. et al. (2020); Schwartz, H. M. (2019). "American hegemony: intellectual property rights, dollar centrality, and infrastructural power", *Review of International Political Economy*, 26 (3), s. 490-519; och Varoufakis, Y. (2011). *The Global Minotaur: America, Europe and the Future of the Global Economy*, Zed Books.

⁶⁸ Armijo, L. E. et al. (2020), s. 178.

säga mer än 10 procentenheter högre än år 2022. Samtidigt har mindre reservvalutor som pund, renminbi, samt kanadensisk och australisk dollar, ökat något andelsmässigt.⁶⁹

Globala valutareserver, 2022



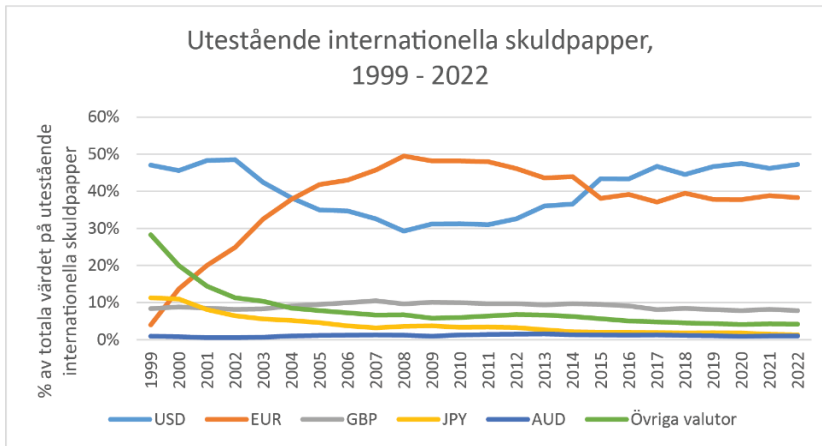
Figur 1. Fördelning av globala valutareserver, uppdelat på de fem största valutorna var för sig samt övriga valutor aggregerat, första kvartalet 2022. Källa: IMF⁷⁰. EUR = euro, CNY = renminbi, JPY = yen, GBP = pund.

Dollarns roll som värdebevarare framgår också av att närmare hälften av alla utestående internationella skuldpaper år 2022 var utgivna i dollar, se figur 2. Det bör noteras att även euron har en betydande roll i detta avseende. Utestående internationella skuldpaper i renminbi, som här sorteras under övriga valutor, understiger en procent av det totala värdet för samtliga valutor, även om den relativa tillväxten för renminbi har varit markant sedan mitten av 2000-talet.⁷¹

⁶⁹ IMF (2022a).

⁷⁰ Ibid.

⁷¹ BIS (2022a). *Debt securities statistics: Table C3*, Bank of International Settlements.



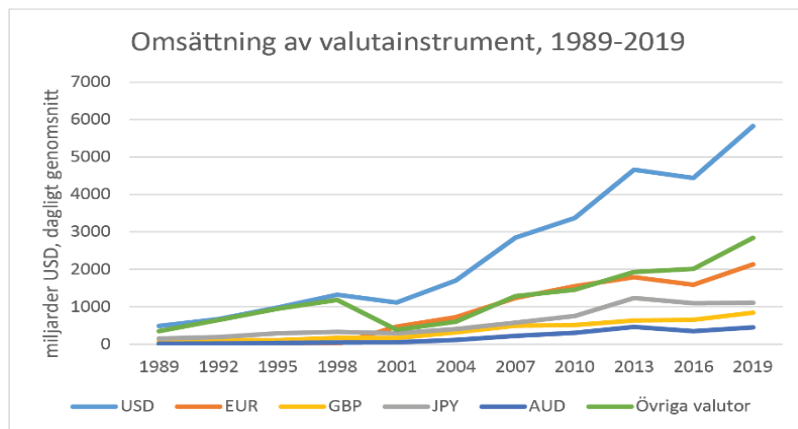
Figur 2. Utestående internationella skuldpaper, uppdelat på de fem största valutorna var för sig samt övriga valutor aggregerat, första kvartalet 1999 – första kvartalet 2022.

Källa: BIS⁷². AUD = Australisk dollar.

Även för handeln med valutainstrument har dollarn en helt avgörande roll, se figur 3. Valutainstrument är finansiella instrument som handlas på valutamarknader. Valutainstrument inkluderar huvudsakligen avistaaffärer (även kallat *spot*), terminsaffärer (även kallat *outright*), FX-swappar, valutaswappar samt valutaoptioner.⁷³ I de fall valutainstrumenten fungerar som investeringar är det funktionen värdebevarare som dollarn uppfyller, medan det i andra fall snarare är funktionen räkneenhet som är relevant att belysa.

⁷² BIS (2022a).

⁷³ BIS (2019). *Triennial Central Bank Survey: Foreign exchange turnover in April 2019*, Bank of International Settlements, s. 9.



Figur 3: Omsättning av valutainstrument, uppdelat på de fem största valutorna var för sig samt övriga valutor aggregerat, 1989–2019. Källa: BIS⁷⁴.

Det är tydligt att dollarns roll som internationellt betalningsmedel överstiger USA:s betydelse för global handel; en uppskattning är att ungefär 40 procent av internationell handel genomförs i dollar, samtidigt som USA:s andel av global handel utgör ungefär 10 procent.⁷⁵

Det kan också nämnas att betalningsmeddelanden rörande transaktioner i dollar utgör närmare hälften av det totala antalet meddelanden inom betalningsnätverket SWIFT⁷⁶. Andelen har dessutom ökat det senaste decenniet.⁷⁷

Förutom den stora betydelsen för internationell handel och internationella betalningar används dollar även som inhemskt betalningsmedel och räkneenhet i ett antal länder. Vissa länder, exempelvis Panama, Ecuador och El Salvador, saknar i princip en egen nationell valuta. I dessa länder fungerar dollarn i praktiken som den officiella valutan. Det finns även ett betydande antal länder som har en egen valuta, men där växelkursen i olika utsträckning är knuten till dollarn. I denna grupp ingår stater som Bahrain, Libanon och Saudiarabien.⁷⁸

⁷⁴ BIS (2022b). *Derivatives statistics: Table D11.3*, Bank of International Settlements.

⁷⁵ Georgiadis, G., Le Mezo, H., Mehl, A. och Tille, C. (2021). "Fundamentals vs. policies: can the US dollar's dominance in global trade be dented?", Working Paper Series No. 2574, Europeiska centralbanken, s. 3.

⁷⁶ SWIFT är en akronym för Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication. SWIFT är ett globalt telekommunikationsnätverk för finansiella transaktioner. SWIFT möjliggör för de institutioner som är anslutna till nätverket att uppmärksamma varandra på kommande transaktioner, men genomför inte transfereringarna i sig. Källa: SWIFT (2023). *Swift history*, Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication.

⁷⁷ BIS (2020). *CPMI quantitative review of correspondent banking data: End 2020 Data*, Bank of International Settlements.

⁷⁸ IMF (2022b). *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2021*, Internationella valutafonden.

Att inneha en dominerande internationell valuta kan ses som en dimension av en stats finansiella makt.⁷⁹ Nedan beskrivs olika aspekter av USA:s finansiella dominans, i termer av låntagarförmåga, kreditgivarstatus, internationell finansiell nätverksförmåga och strukturell makt, samt kopplingen till dollarns status.

Låntagarförmåga

Innehav av en dominerande internationell valuta medför inte minst större handelsfrihet för landets politiska beslutsfattare, i och med att landets låntagarförmåga stärks av att utländska aktörer godtar landets valuta. Det här innebär ökad flexibilitet för staten att fortsätta låna från utlandet utan att behöva minska sitt underskott i bytesbalansen. I förlängningen innebär det större möjligheter för staten att nyttja sina ekonomiska resurser för utrikespolitiska mål.⁸⁰

Dollarns status har medfört att USA åtnjuter de ovan beskrivna fördelarna, i termer av låntagarförmåga och medföljande flexibilitet vad gäller resursutnyttjande, under flera decennier.⁸¹ Dollarns position som den dominerande internationella reservvalutan innebär att utländska banker och företag är villiga att betala det som krävs för att få tag på dollartillgångar, inklusive både ren valuta och diverse värdepapper, såsom statsobligationer och statsskuldväxlar. Värdepapper i dollar förväntas vara räntebärande och är dessutom användbara i internationell handel.⁸²

De upplevda fördelarna med värdepapper i dollar innebär också att utländska banker och företag är villiga att ställa ut lån i dollar till USA till lägre räntor än normalt, oavsett om USA har ett överskott i sin bytesbalans eller inte. Beroende på räntenivån kan det här ge USA möjligheten att få högre avkastning på sina investeringar i utlandet än de behöver betala tillbaka på sina utländska lån. I förlängningen innebär det i så fall att USA kan upprätthålla en negativ handelsbalans, det vill säga att importen överstiger exporten, utan att utlandsskulden ökar.⁸³

De mer eller mindre unika fördelar dollarn medför kallas ibland för USA:s ”omåttliga privilegium” (eng: *exorbitant privilege*), myntat av den franska finansministern Valéry Giscard d’Estaing på 1960-talet.⁸⁴ Länder vars valuta saknar den status som dollarn har hos utländska investerare behöver låna i andra valutor än sin egen när de lånar från utlandet. En risk som detta medför är att en eventuell försvagning av den lokala valutan gentemot den utländska valutan resulterar i att lånet blir dyrare att betala tillbaka. För att förebygga den risken behöver den egna centralbanken höja räntorna för att skydda valutans växelkurs.⁸⁵ Den här problematiken kan illustreras med ett nutida exempel. Banker i flera länder i

⁷⁹ Armijo, L. E. et al. (2020), s. 178.

⁸⁰ Ibid.

⁸¹ Ibid.

⁸² Eichengreen, B. (2011), s. 4.

⁸³ Ibid.

⁸⁴ Ibid.

⁸⁵ Ibid, s. 167-168.

Baltikum och Östeuropa har erbjudit bostadslån i utländsk valuta, vilket riskerar att skapa finansiell instabilitet om de lokala valutorna försvagas och därigenom skapar svårigheter för hushållen att klara av sin lånefinansiering.⁸⁶

Dollarns internationella status medför att Fed kan ha mindre fokus på dollarns växelkurs och istället lägga energi på att nå sina mål för inflation och arbetsmarknad. Vid likviditetskriser kan Fed trycka nya pengar till amerikanska banker och företag med skulder i dollar. Den förmågan saknas när skulderna är utgivna i utländsk valuta.⁸⁷

Kreditgivarstatus

Status som kreditgivare, det vill säga en aktör som har kapaciteten att låna ut pengar, kan ses som ytterligare en dimension av en stats finansiella makt. Denna status uppnås då ett land har ett långvarigt överskott i sin bytesbalans, vilket medför ett motsvarande underskott i kapitalbalansen. Detta medför i förlängningen ökad möjlighet till kapitalexport för såväl privata som statliga aktörer i landet, i form av bland annat investeringar utomlands och lån till utlandet.⁸⁸

En stat med en dominerande internationell valuta behöver dock inte nödvändigtvis ha ett bytesbalansöverskott för att etablera status som kreditgivare. USA är ett exempel på en stat med status som kreditgivare trots ett långvarigt bytesbalansunderskott, just på grund av innehavet av en dominerande internationell valuta. USA kan skapa utländskt efterfrågad kredit genom att trycka dollar.⁸⁹ För att koppla tillbaka till Cohens faktorer bakom en valutas internationella konkurrenskraft går det därför att se hur ett land med sådant som en ledande ekonomi, välutvecklade finansmarknader och starka utrikespolitiska band i förlängningen har möjlighet att etablera sig som en trovärdig kreditgivare trots frågetecken kring bytesbalansen.⁹⁰

Kreditgivning kan utgöra en maktresurs i mellanstatliga förhållanden, genom att kredittagare kan bli sårbara mot politiskt inflytande från sina kreditgivare. Ett exempel är hur kinesiska och indiska investeringar i Afrika i förlängningen ger investerarna tillgång till värdefulla naturresurser.⁹¹

Internationell finansiell nätverksförmåga

En ytterligare dimension av en stats finansiella makt är dess finansmarknaders position inom internationella finansiella nätverk, med andra ord i vilken utsträck-

⁸⁶ ECB (2010). *Financial Stability Review: June 2010*, Europeiska centralbanken, s. 162.

⁸⁷ Eichengreen, B. (2011), s. 167-168.

⁸⁸ Armijo, L. E. et al. (2020), s. 176.

⁸⁹ Ibid.

⁹⁰ Cohen, B. J. (2019), s. 15-17.

⁹¹ Kumar, S. och Stanzel, A. (2016). "India and China: A scramble for Africa?", European Council on Foreign Relations, 29 juli 2016.

ning finansmarknaderna förmår attrahera utländska investerare. Ju mer de inhemska finansmarknaderna fungerar som ett nav för internationella transaktioner, desto starkare är landets internationella finansiella nätverksförmåga. USA:s internationella finansiella nätverksförmåga är att betrakta som stark.⁹² USA:s finansmarknaders position inom internationell finans illustreras på olika sätt i redogörelsen för dollarns olika funktioner ovan.

Vidare förknippas en hög grad av internationell finansiell nätverksförmåga med att marknaderna präglas av friktionsfria transaktioner och upprätthållande av kontrakt, såväl som att marknaderna har stor omsättning.⁹³ Det här kopplar an till Cohens faktorer bakom en valutas internationella konkurrenskraft. Tre av de faktorer som Cohen lyfter är ekonomisk storlek, finansiell utveckling och effektiv styrning. För att en valuta ska åtnjuta internationell konkurrenskraft behöver landet som ger ut valutan ha en omfattande nationell ekonomi, och därmed ge tillgång till ett brett transaktionsnätverk, samt ha välutvecklade finansiella marknader som präglas av effektiv styrning i form av bland annat skydd för äganderätt samt rättsstatliga principer.⁹⁴

Med andra ord finns det tydliga paralleller mellan vad Cohen anger som förutsättningar för en valutas internationella konkurrenskraft och vad som krävs för att finansmarknaderna ska få en framträdande position inom internationella finansiella nätverk. I båda fall krävs sofistikerade och omfattande finansmarknader vars styrning upplevs ge skydd åt utländska investerare.⁹⁵ Dollarns internationella konkurrenskraft och USA:s finansmarknaders förmåga att fungera som ett nav för utländska investerare kan därmed betraktas som två sidor av samma mynt.

En stat med internationell finansiell nätverksförmåga kan även ha fördelar när det kommer till att utöva makt över utländska aktörer. USA kan exempelvis driva igenom finansiella sanktioner mot utländska aktörer, såväl statliga som privata, genom att utnyttja deras beroende av amerikanska finansmarknader. USA kan bland annat uppmåna till bojkott av särskilda aktörer, frysa deras tillgångar inom amerikansk banksektor, samt förvägra dem åtkomst till amerikanska finansmarknader.⁹⁶

Strukturell makt

Vidare kan en stat även få ökad strukturell makt, det vill säga makt att påverka andra aktörers agerande genom att utforma strukturer och mellanstatliga förhållanden till sin egen fördel, som följd av sitt innehav av en dominerande internationell valuta.⁹⁷ Ett relevant exempel att lyfta vad gäller USA är Kinas omfattande

⁹² Armijo, L. E. et al. (2020), s. 177.

⁹³ Ibid.

⁹⁴ Cohen, B. J. (2019), s. 15-17.

⁹⁵ Cohen, B. J. (2019), s. 15-17; Armijo, L. E. et al. (2020), s. 177.

⁹⁶ Armijo, L. E. et al. (2020), s. 177.

⁹⁷ Ibid, s. 176.

innehav av amerikanska statsskuldpaper. I teorin kan detta innehav utgöra en hävstång för Kina att använda vid en geopolitisk konflikt med USA, genom att Kina kan hota med att sälja av sitt innehav för att destabilisera den amerikanska finansmarknaden och dollarn. Samtidigt skulle ett sådant agerande slå tillbaka mot Kina, i och med att en försvagad dollarkurs medför ett minskat värde på Kinas dollartillgångar. Dessutom skulle en försvagad dollarkurs även drabba Kinas exportindustri, som till stor del är beroende av amerikansk import.⁹⁸ Med andra ord kan man lika väl se det som att det är USA, inte Kina, som sitter på makten i sammanhanget.

Även internationell finansiell nätverksförmåga kan ge ett land strukturell makt, exemplifierat genom att utländska finansiella aktörer som banker, såväl som reglerande organ inom internationell finans, anpassar sig efter USA:s finansiella regleringar.⁹⁹ Ett ytterligare uttryck för USA och dollarns strukturella makt är att investerare i finansiella kristider tenderar att söka sig till dollartillgångar, vilka upplevs vara säkra investeringar. Så var exempelvis fallet under finanskrisen 2008.¹⁰⁰

2.2.2 Inflytande över internationella finansiella institutioner

En stats inflytande över internationella ekonomiska och monetära institutioner som sätter spelreglerna inom den finansiella sfären är också en dimension av finansiell makt. Exempelvis tenderar regelverk inom etablerade institutioner som IMF och Världsbanken att gynna de länder som var inflytelserika vid tiden för institutionernas inrättande. Utöver IMF och Världsbanken finns även informella aktörer och processer med inflytande över internationell finansiell reglering, inte minst G7 och G20.¹⁰¹ G7 och G20 är grupperingar eller fora, som inkluderar flertalet av världens största ekonomier, inom ramen för vilka det hålls regelbundna toppmöten för diskussion av globala ekonomiska frågor.¹⁰²

Det finns likheter mellan vad som krävs för inflytande över internationella finansiella institutioner och vad som krävs för en valutas internationella konkurrenskraft. Cohen menar enligt ovan att utrikespolitiska band är en viktig faktor bakom en valutas internationella konkurrenskraft. Utvecklingen av mer eller mindre institutionaliserat samröre med andra länder, vare sig det har sitt ursprung i ekonomiskt, militärt eller någon annan typ av samarbete, skapar alltså förutsättningar för ett land att främja den egna valutans internationella spridning.¹⁰³

⁹⁸ Eichengreen, B. (2011), s. 135, 159-160.

⁹⁹ Armijo, L. E. et al. (2020), s. 177.

¹⁰⁰ Eichengreen, B. et al. (2018), s. 170-171.

¹⁰¹ Armijo, L. E. et al. (2020), s. 178.

¹⁰² Utrikespolitiska institutet (2023a). *Landguiden – Svåra ord – G7*; Utrikespolitiska institutet (2023b). *Landguiden – Svåra ord – G20*.

¹⁰³ Cohen, B. J. (2019), s. 15-17.

Likaså skapar utrikespolitiska band förutsättningar för att utöva inflytande över internationella finansiella institutioner; en stat kan gå samman med andra stater för att driva igenom finansiella regleringar med internationell påverkan. Som lyfts ovan lyckades USA genom sin stormaktsstatus exempelvis forma internationella finansiella institutioner som IMF och Världsbanken på 1940-talet.¹⁰⁴ USA lyckades även få Gulfstaterna att prissätta oljan i dollar i början av 1970-talet.¹⁰⁵

Det går även att se växelverkan mellan valutainternationalisering och internationellt inflytande. Inflytande över internationella institutioner inom den finansiella sfären kan skapa bättre förutsättningar för den egna valutans internationella spridning, vilket i sin tur kan ge ökade möjligheter att genom den finansiella makt valutan medför utöva inflytande över internationella finansiella institutioner. Bland annat är större valutor, inte minst dollarn, starkt förankrade i diverse betalningssystem och finansiella institutioner, vilket exempelvis ger staten som ger ut valutan ökad möjlighet att genomdriva finansiella sanktioner mot andra stater.¹⁰⁶

USA är det land som har enskilt störst röstandel inom IMF och flertalet av Världsbankens olika organisationer.¹⁰⁷ Detta reflekterar delvis USA:s ställning inom världsekonomin. Dock kan det argumenteras för att USA:s inflytande över IMF och Världsbanken överstiger nivån på USA:s finansiella bidrag till organisationerna, och att USA fortsatt har de facto vetorätt över större beslut genom storleken på sina röstandelar.¹⁰⁸

Dessutom har både IMF och Världsbanken säte i Washington, D.C., vilket bland annat underlättar för nätverkande mellan anställda på IMF och Världsbanken, amerikanska myndighetsföreträdare samt yrkesverksamma inom USA:s privata finanssektor.¹⁰⁹

USA är som stat även delaktigt i, samt har inflytande över, flera andra internationella institutioner. Inte minst inkluderar det G7 och G20, men även FN och de organisationer som ingår i FN-systemet (utöver IMF och Världsbanken), OECD, med flera. Dessa institutioner utgör samarbetsföremål för ekonomiska frågor

¹⁰⁴ Eichengreen, B. (2011), s. 134.

¹⁰⁵ Norrlöf, C. (2014), s. 1059.

¹⁰⁶ Norrlöf, C. (2022), s. 3.

¹⁰⁷ USA hade 17,4 procent av totala röster inom IMF år 2022. Inom Världsbanksgruppens fem organisationer hade USA följande röstandelar år 2022: 15,6 procent inom Internationella banken för återuppbyggnad och utveckling (IBRD), 18,7 procent inom Internationella finansieringsbolaget (IFC), 9,9 procent inom Internationella utvecklingsfonden (IDA), 14,8 procent inom Multilaterala fonden för investeringsgarantier (MIGA), samt 1 av 158 röster i Internationella centret för biläggande av investeringstvister (ICSID) administrativa råd. Källa: IMF (2022c). *IMF Members' Quotas and Voting Power, and IMF Board of Governors*, Internationella valutafonden; Världsbanken (2022a). *Voting Powers*.; ICSID (2022). *Database of ICSID Member States*.

¹⁰⁸ Armijo, L. E. et al. (2020), s. 185.

¹⁰⁹ Ibid.

i bred bemärkelse såväl som för andra politikområden, där även finansiella frågor ingår.

2.2.3 Sammanfattning

Det argumenteras ovan för hur dollarn på olika sätt hänger ihop med USA:s finansiella dominans. Dollarns status hör tydligt ihop med USA:s låntagarförmåga, kreditgivarstatus, internationella finansiella nätverksförmåga, strukturella makt, samt inflytande över internationella finansiella institutioner.¹¹⁰ Om Cohens faktorer bakom en valutas internationella konkurrenskraft, nämligen ekonomisk storlek, finansiell utveckling, effektiv styrning samt utrikespolitiska band, uppfylls förefaller det därmed finnas goda förutsättningar för en stat att utveckla de olika aspekter av finansiell makt som pekas ut ovan.¹¹¹ Samma faktorer som skapar förutsättningar för valutainternationalisering skapar med andra ord även förutsättningar för att staten ska kunna besitta och utöva finansiell makt.

Det bör dock även noteras att det finns kopplingar mellan de olika aspekterna av finansiell makt som lyfts ovan. Historiskt sett går det att se hur kreditexport, det vill säga att låna ut pengar till utlandet, var starkt bidragande till utvecklingen av finansiella centra som Amsterdam, London och New York. De inledde med andra ord sin bana med åtminstone en grundläggande status som kreditgivare. Andra aspekter av finansiell makt, såsom innehavet av en dominerande internationell valuta och inflytande över internationella finansiella institutioner, etablerades i efterhand.¹¹²

Dessutom kan, något paradoxalt, statusen som kreditgivare i förlängningen undermineras av de övriga aspekterna av finansiell makt. Ett exempel är Storbritannien, som under andra halvan av 1800-talet var den ledande finansiella stormakten. Överskottet i Storbritanniens bytesbalans undergrävdes dock av att de brittiska finansiella nätverken expanderade och av att pundet växte sig starkt internationellt, vilket medförde ett ökat inflöde av kapital i landet. I förlängningen försämrade det här Storbritanniens status som kreditgivare.¹¹³

¹¹⁰ Armijo, L. E. et al. (2020), s. 175-179.

¹¹¹ Cohen, B. J. (2019), s. 15-17.

¹¹² Armijo, L. E. et al. (2020), s. 186-187.

¹¹³ Ibid, s. 187.

3 Hot mot USA:s globala finansiella dominans

Det är inget nytt att dollarns ställning som ledande reservvaluta upplevs vara hotad. Ända sedan 1960-talet har det återkommande gjorts förutsägelser om dollarns stundande kollaps.¹¹⁴ Det här kapitlet beskriver de hot mot USA:s globala finansiella dominans som identifierats i litteraturgenomgången och inleds med en beskrivning av konkurrerande aktörer, i huvudsak Kina och euroområdet, med fokus på förutsättningar för valutakonkurrens.

Sedan görs en genomgång av betydelsen av USA:s eget agerande för möjliga motreaktioner och etableringen av parallella finansiella system, samt kopplingen till finansiell teknisk utveckling i form av bland annat digitala valutor. Därefter diskuteras hur inhemska amerikanska ekonomiska förhållanden kan utgöra ett hot mot USA:s möjlighet att upprätthålla finansiell dominans. Kapitlet avslutas med en redogörelse för teorier som talar för och emot framväxten av en multipolär finansiell världsordning samt vad det skulle kunna innebära, både för USA och för övriga världen.

3.1 Externa aktörer och konkurrerande valutor

Cohen tillhandahåller en terminologi som är användbar för att strukturera en diskussion om valutakonkurrens. Terminologin baseras på en livscykel för valutors internationalisering, där en valuta vid ett givet tillfälle kan befinna sig i en av tre faser: uppgång (eng: *youth*), mognad (eng: *maturity*) och nedgång (eng: *decline*). Cohens livscykelterminologi ger inte möjlighet att bestämma exakt när en valuta kan anses gå in i en ny fas; positionen i livscykeln beror på den generella omfattningen av valutans internationella användning. I uppgångsfasen börjar valutan accepteras utanför landets gränser och den internationella användningen ökar. I mognadsfasen har valutan internationaliserats. I nedgångsfasen har valutans attraktionskraft börjat försvagas och den internationella användningen minskar. Cohen menar att renminbin i nuläget befinner sig i uppgångsfasen, dollarn i mognadsfasen medan det brittiska pundet gick in i nedgångsfasen under mellankrigstiden.¹¹⁵

¹¹⁴ Helleiner, E. och Kirshner, J. (2009). "The Future of the Dollar: Whither the Key Currency?" i Helleiner, E. och Kirshner, J. (red.) (2009). *The Future of the Dollar*, Cornell University Press, s. 1.

¹¹⁵ Cohen, B. J. (2019), s. 7-8, 46, 76-80, 95-96, 138.

Mer intressant än de tre faserna som sådana är hur staten som ger ut valutan väljer att agera. En stat kan i varje enskild fas välja mellan att aktivt stödja valutans internationalisering, aktivt motverka internationaliseringen eller förhålla sig passiv. Cohen ger historiska exempel på staters agerande. Exempelvis försökte Västtysklands centralbank aktivt motverka internationalisering av D-marken fram till början av 1980-talet. Agerandet drevs av rädsla för att ökad internationell användning av D-marken skulle kunna försämra centralbankens kontroll över penningpolitiken.¹¹⁶

3.1.1 Kina

Trots att Kina gjort ansträngningar för att främja sin valuta, aktivt stöttat valutans internationalisering enligt Cohens terminologi, spelar renminbin jämfört med dollarn ännu en blygsam roll för global ekonomi.¹¹⁷ Renminbin har visserligen ökat sin andel av globala valutareserver, men år 2021 låg andelen strax under 3 procent.¹¹⁸ Andelen av globala transaktioner som genomfördes i renminbi var 2,1 procent i oktober 2022.¹¹⁹ Renminbins små andelar av globala valutareserver och transaktioner i nuläget är dock i sig inte avgörande för valutans framtida potential. Det finns faktorer som tyder på ökad renminbianvändning på sikt, men samtidigt finns även stora reformbehov, inte minst i form av fortsatt avreglering av Kinas finansmarknader, för att skapa förutsättningar för att på allvar kunna utmana dollarn.

Ekonomisk storlek

Den kinesiska ekonomins storlek som en följd av de senaste decenniernas kraftiga ekonomiska expansion parallellt med en ökning av Kinas internationella transaktioner talar till renminbins fördel.¹²⁰ Samtidigt har Kinas ekonomiska tillväxt bromsat in rejält de senaste åren, även innan covid-19-pandemin.¹²¹ År 2021 motsvarade storleken på Kinas export ungefär fyra femtedelar av USA:s export, medan Kinas bruttonationalprodukt (BNP) var ungefär tre fjärdedelar så stor som USA:s.¹²² I köpkraftsjusterade termer, där man vid jämförelser eftersträvar att ta hänsyn till skillnader i prisnivåer i respektive land, överstiger Kinas BNP dock numera USA:s.¹²³ Däremot speglar den internationella användningen av renminbin i nuläget vare sig den kinesiska ekonomins storlek eller Kinas handel. Dessutom har optimismen kring Kinas framtida ekonomiska tillväxt minskat som

¹¹⁶ Cohen, B. J. (2019), s. 46, 69-70.

¹¹⁷ Ibid, s. 46.

¹¹⁸ IMF (2022a).

¹¹⁹ SWIFT (2022). *RMB Tracker*.

¹²⁰ Eichengreen, B. (2021). "Gold, The Dollar, and What Comes Next", *The International Economy*, Summer 2021, s. 35.

¹²¹ Världsbanken (2022b). *GDP growth (annual %) – China*.

¹²² IMF (2022d). *Direction of Trade Statistics*, Internationella valutafonden; Världsbanken (2022c). *GDP (current US\$)*.

¹²³ Världsbanken (2023). *GDP, PPP (current international \$)*.

en följd av hanteringen av covid-19-pandemin, osäkerhet kring det finansiella reformarbetet, den höga skuldsättningen samt den ökande geopolitiska konkurrensen med USA. Vissa bedömare menar att Kinas långsiktiga tillväxtmöjligheter allvarligt försämrats, vilket kommer att försvåra Kinas ambitioner som stormakt.¹²⁴

Finansiell utveckling

Kinas finansiella system är det fjärde mest omfattande i världen, efter USA, euroområdet och Japan, vilket dock i huvudsak speglar den kinesiska ekonomins storlek. Sett till finansiellt djup ligger Kina fortfarande långt efter såväl avancerade ekonomier som ett flertal tillväxtekonomier.¹²⁵ Aktie-, valuta- och obligationsmarknaderna präglas trots avregleringar och reformer fortfarande av bristande djup, bredd och resiliens. Det råder också brist på högkvalitativa finansiella instrument, vilket minskar attraktionskraften för utländska centralbanker att hålla renminbi som reservvaluta, i och med att reservvalutor ofta hålls i form av stats-skuld.¹²⁶ Samtidigt är den statliga interventionen i det finansiella systemet fortfarande omfattande.¹²⁷

Det finns ytterligare svagheter i Kinas finansiella system. Ett exempel är bankernas utlåning. En betydande andel av lånen inom fastighetssektorn utgörs av lån där låntagarna inte fullgjort betalning av ränta eller amortering, eller både och (eng: *non-performing loans*). Dessutom är renminbin inte fullt konverterbar, det vill säga att den inte enkelt kan köpas och säljas på en internationell marknad under få eller inga restriktioner. Ytterligare svagheter inkluderar restriktioner kring kapitalbalansen och bristfällig förmåga att upprätthålla finansiella avtal. Därutöver är Kinas centralbank (eng: *People's Bank of China*, PBC) inte självständig.¹²⁸ Vidare bidrar omvärldens bristande insyn i Kinas finansiella system samt begränsningar av utländskt ägande av obligationer och aktier till att motverka en ökad användning av renminbin internationellt.¹²⁹

En förutsättning för att utländska centralbanker och institutionella investerare ska vara beredda att hålla betydande renminbitillgångar är en omfattande avreglering av Kinas finansmarknader för att lösa de problem som nämnts ovan. Finansiella reformer har genomförts under de senaste årtiondena och har fortsatt under senare år.¹³⁰ Exempelvis tilläts utländska centralbanker från och med 2015 handla på Kinas valutamarknader.¹³¹ PBCs överenskommelse att sluta swapavtal med ett

¹²⁴ Sharma, R. (2022). "China's economy will not overtake the US until 2060, if ever", *Financial Times*, 24 oktober 2022.

¹²⁵ Eichengreen, B. et al. (2018), s. 186-187.

¹²⁶ Cohen, B. J. (2019), s. 157.

¹²⁷ Yiping, H. och Tingting, G. (2019). "Assessing China's financial reform: changing roles of the repressive financial policies", *Cato Journal* 39 (1), Cato Institute, s. 65-85.

¹²⁸ Sobel, M. (2021), s. 25.

¹²⁹ Rogoff, K. (2019). "Digital Currency Headache", *The International Economy*, Fall 2019, s. 40.

¹³⁰ En översikt över reformerna av Kinas finansmarknader ges av Yiping, H. och Tingting, G. (2019).

¹³¹ Eichengreen, B. et al. (2018), s. 184-185.

antal utländska centralbanker kan ses som en del av ansträngningarna att internationalisera renminbin, men även för att minska beroendet av USA och dollarn samt höja den egna förmågan att påverka andra stater.¹³² Ett swapavtal innebär att två centralbanker sluter avtal om att stå redo att byta sin egen valuta mot motpartens valuta. Avtalet aktiveras då en av parterna begär det. Den centralbank som aktiverar avtalet blir i praktiken låntagare och den andra centralbanken långgivare. Låntagaren använder valutan för att hantera sina finansiella behov.¹³³

Reformerna av det finansiella systemet har dock ofta varit gradvisa och försiktiga givet att partistatens kontroll över systemet, samt social och politisk stabilitet, ses som viktiga förutsättningar för regimöverlevnad.¹³⁴ Det råder dock osäkerhet kring Kinas fortsatta finansiella reformer. Ett troligt scenario är att avregleringen kommer att fortsätta, men i långsam takt. Det innebär i så fall att det kommer att ta lång tid innan Kinas finansmarknader utvecklats tillräckligt mycket för att på allvar bidra till renminbins förutsättningar att kunna utmana dollarn.

Effektiv styrning

Kinas regim, i form av det kinesiska kommunistpartiet, betraktas med skepsis av utländska finansiella investerare. Bristen på begränsningar av den exekutiva maktens godtycklighet väcker tvivel om förutsättningarna för att utveckla djupa och likvida finansmarknader som präglas av respekt för kreditgivares rättigheter.¹³⁵

Ökad maktdelning, i form av exempelvis ökat mandat för den Nationella folkkongressen, det vill säga Kinas lagstiftande församling, samt en regelbaserad byråkrati som präglas av transparens kan vara förutsättningar för att Kinas politiska styre inte ska utgöra ett hinder för de kinesiska finansmarknadernas attraktionskraft hos utländska investerare.¹³⁶

Kinas mycket centraliserade styre ger samtidigt regimen större möjligheter att driva igenom strategiska beslut och reformer, jämfört med exempelvis USA vars politiska system präglas av maktdelning.¹³⁷ Möjligheter till skyndsamt reformarbete ska dock vägas mot brister vad gäller transparens, möjlighet till ansvarsutkrävande och respekt för äganderätten.

Utrikespolitiska band

I nuläget är Kinas röstandel inom IMF och Världsbankens olika organisationer inte jämförbar med varken USA:s eller euroområdet. Baserat på andel av rösterna är

¹³² McDowell, D. (2019). "The (Ineffective) Financial Statecraft of China's Bilateral Swap Agreements", *Development and Change*, 50 (1), s. 122-143.

¹³³ Ibid, s. 124.

¹³⁴ Wheatley, A. (2013b). "Conclusion" i Wheatley, A. (red.) (2013), s. 148.

¹³⁵ Eichengreen, B. (2012). "The Renminbi Challenge", *Project Syndicate*, 9 oktober 2012.

¹³⁶ Ibid.

¹³⁷ Cohen, B. J. (2019), s. 156.

Kina i dag IMF:s tredje största medlemsland med strax över 6 procent av rösterna, och inom Världsbanksgruppen mellan 2 och 6 procent.¹³⁸ Kinas andel av IMF-rösterna ökade dock som ett resultat av en reform av röstandelarna år 2010, även om ökningen i sig inte påverkade USA:s de facto vetorätt.¹³⁹

Ett tydligt exempel på hur Kina strävar efter att etablera utrikespolitiska band inom den finansiella sfären är infrastruktursatsningen tillika det ekonomiska utvecklingsprojektet ”Ett bälte, en väg” (eng: *Belt and Road Initiative*, BRI). BRI lanserades 2013 med avsikt att bygga nya eller utvidga existerande infrastruktur- och handelskorridorer mellan Kina och Östasien, Europa samt Afrika. Ett syfte som har påtalats med BRI är att öka Kinas politiska inflytande samt fördjupa de ekonomiska kopplingarna till deltagande stater, bland annat genom ökad handel samt omfattande utlåning till infrastrukturinvesteringar.¹⁴⁰

I vilken utsträckning BRI bidragit till Kinas finansiella inflytande är svårt att avgöra. Kinas BRI-investeringar kan exempelvis från ett europeiskt perspektiv vara användbara för finansiering av projekt som annars inte hade genomförts, men samtidigt har Kinas agerande fått kritik för att så split mellan europeiska länder och för att underminera europeiska normer kring arbetsmarknadsförhållanden och regler för konkurrens och upphandling.¹⁴¹

Det finns dock exempel på hur Kina framgångsrikt har ökat sitt finansiella inflytande utomlands. Exempelvis har Kinas handel och utlåning i Latinamerika medfört att kinesiska fartyg numera utgör de näst mest frekventa användarna av Panamakanalen, efter USA.¹⁴²

Vissa aspekter av Kinas agerande i omvärlden är inte nödvändigtvis gynnsamma för landets förutsättningar att öka sitt internationella finansiella inflytande och renminbins attraktionskraft. Beskyllningar om nykolonialism kopplat till kinesiska investeringar, handel och bistånd i Afrika, eller importerade kinesiska lågprisvaror som slår ut lokal industri i Latinamerika är exempel på sådant som kan göra utländska investerare tveksamma till renminbi som reservvaluta.¹⁴³ Likaså kan Kinas diverse territorialkonflikter förhindra att omvärlden anammar renminbin, av rent politiska skäl.¹⁴⁴ Samtidigt utgör Kinas aggressiva utrikespolitik en grundbult för hur kommunistpartiet legitimerar sitt inhemska maktinnehav.¹⁴⁵

¹³⁸ IMF (2022c); Världsbanken (2022a).

¹³⁹ Wang, J. (2018). ”China-IMF Collaboration: Toward the Leadership in Global Monetary Governance”, *Chinese Political Science Review*, 2018 (3), s. 62-80.

¹⁴⁰ Pardo, R. P. (2018). ”Europe’s Financial Security and Chinese Economic Statecraft: The Case of the Belt and Road Initiative”, *Asia Europe Journal*, 16 (1), s. 237-250.

¹⁴¹ Ibid.

¹⁴² Pavoni, S. (2018). ”The US, China, and the Battle for Latin America”. *The Banker*, 1 maj 2018.

¹⁴³ Wheatley, A. (2013c). ”The pretenders to the dollar’s crown” i Wheatley, A. (red.) (2013), s. 64-65.

¹⁴⁴ Chen, X. och Cheung, Y.-W. (2011). ”Renminbi Going Global”, *China & World Economy*, 19 (2), s. 16.

¹⁴⁵ Cohen, B. J. (2019), s. 159.

3.1.2 Euroområdet

Euron lanserades som valuta år 1999 och såg i början av 2000-talet ut att kunna utvecklas till en betydande dollarkonkurrent.¹⁴⁶ Ett av huvudmålen med lanseringen av euron var att skapa en valuta som skulle kunna konkurrera med dollarn.¹⁴⁷ Att euroområdets finansmarknader jämfört med de tidigare marknaderna för respektive europeisk valuta innebar ett betydligt större djup och likviditet, gjorde att euron redan i utgångsläget blev mer attraktiv som reservvaluta än sina nationella föregångare. Eurons användning i internationell handel och transaktioner med skuldvärdepapper ökade snabbt. År 2004 utfärdades fler internationella skuldvärdepapper i euro än i dollar. Av dessa skäl blev euron även alltmer attraktiv som reservvaluta.¹⁴⁸

Det här innebar dock inte att dollarns attraktionskraft allvarligt försvagades.¹⁴⁹ Dessutom flydde investerare under finanskrisen 2008 i stor utsträckning till dollarn. Eurokrisen 2009–2010, föranledd av växande statsskulder i vissa euroländer, bidrog starkt till att lägga sordin på eurons initiala framgångssaga.¹⁵⁰

Den geopolitiska ambition som vanligtvis ligger bakom medvetet arbete för att internationalisera en valuta saknas i nuläget vad gäller euron, även om det inte heller finns ett uttalat motstånd mot eurons internationella spridning.¹⁵¹ Trots de bakslag som beskrivs ovan samt avsaknaden av aktivt stöd för att främja internationalisering är euron dock fortfarande den näst största internationella reservvalutan, om än med tydlig regional förankring. Euron utgjorde cirka 20 procent av globala valutareserver i början av 2022.¹⁵²

Ekonomisk storlek

En faktor som talar för att euron kan stärka sin roll som internationell reservvaluta är att euroområdets export är större än USA:s. År 2021 var exporten från euroområdet nästan dubbelt så stor.¹⁵³ Dock har europeiska tillväxtsiffror, särskilt i södra Europa, under en längre period varit låga. Euroområdets samlade BNP utgjorde år 2021 ungefär två tredjedelar av USA:s.¹⁵⁴

Även den demografiska utvecklingen i Europa, i form av en åldrande befolkning och vad det innebär i termer av dämpad ekonomisk tillväxt, är ett problem för

¹⁴⁶ Eichengreen, B. (2019), s. 214.

¹⁴⁷ Marsh, D. (2009). *The Euro: The Battle for the New Global Currency*, Yale University Press, s. 11.

¹⁴⁸ Eichengreen, B. (2019), s. 214–215.

¹⁴⁹ Ibid.

¹⁵⁰ Eichengreen, B. et al. (2018), s. 170–171, 179.

¹⁵¹ Cohen, B. J. (2019), s. 46–47, 49, 81.

¹⁵² IMF (2022a).

¹⁵³ IMF (2022d).

¹⁵⁴ Världsbanken (2022c).

euroområdet och dess möjligheter att på sikt upprätthålla en konkurrenskraftig internationell reservvaluta.¹⁵⁵

Finansiell utveckling och effektiv styrning

Bristen på en djup, gemensam finansmarknad motsvarande USA:s kan vara det främsta hindret för euron att nå större internationell spridning. Det faktum att det saknas en riktig motsvarighet till USA:s statsobligationer för euroområdet pekas ut som en huvudsaklig begränsande faktor.¹⁵⁶

Euron är en valuta utan tillhörande stat och centralregering. En historia av politisk instabilitet på det finansiella området, särskilt i Grekland och Italien, ligger euroområdet till last vad gäller eurons trovärdighet.¹⁵⁷ Hantering av ekonomiska och finansiella problem kräver framgångsrik samordning mellan euroländerna. Även om Europeiska centralbanken (eng: *European Central Bank*, ECB) under finanskrisen 2008 uppvisade kapacitet att bidra vid likviditetskriser, kan dock djupare politisk integration vara en nödvändig förutsättning för att euron ska kunna bli en reservvaluta i paritet med dollarn.¹⁵⁸

Det finns dock faktorer som hindrar en utveckling mot djupare finanspolitisk integration inom euroområdet. Ett exempel är att det finns olika syn på ECB:s roll bland medlemsstaterna. Tyskland, ett land av central betydelse inom euroområdet, har en historia av att motsätta sig möjligheten för ECB att köpa statsobligationer, då de menar att direktstöd från ECB i form av uppköp av offentliga tillgångar i enskilda stater bryter mot förbudet mot monetär finansiering¹⁵⁹. Tysklands ståndpunkt grundar sig i ambitionen att föra en stram finanspolitik som undviker underskott i statsbudgeten i kombination med att ha en självständig centralbank, en mentalitet som till stor del förklaras av Tysklands erfarenheter av hyperinflationen på 1920-talet.¹⁶⁰

I motsats till Tyskland har Frankrike, ett annat centralt euroland, i stället en historia av att främja interventionism, med andra ord direkt politisk inblandning, för finansiell krishantering. I bredare bemärkelse kan man säga att Frankrike förespråkar centralisering och Tyskland decentralisering, vilket även anknyter till de två ländernas respektive politiska system och deras historia. Ståndpunkterna hos övriga euroländer varierar mellan det tyska och det franska tänkandet.¹⁶¹

¹⁵⁵ Eichengreen, B. (2011), s. 129-130.

¹⁵⁶ Lagarde, C. (2022). *Frankfurt Forum on US-European GeoEconomics* [Video], Atlantic Council, 28 september 2022.

¹⁵⁷ Williamson, J. (2013). "The dollar and US power" i Wheatley, A. (red.) (2013), s. 77.

¹⁵⁸ Eichengreen, B. (2011), s. 127-130, 135.

¹⁵⁹ Förbudet mot monetär finansiering beskrivs i artikel 123 i Fördraget om Europeiska unionens funktionssätt.

¹⁶⁰ Brunnermeier, M. K., James, H. och Landau, J.-P. (2016). *The Euro and the Battle of Ideas*, Princeton University Press, s. 43-48, 344, 389.

¹⁶¹ Ibid.

Utrikespolitiska band

Som nämns ovan har euroområdet ambitioner att främja eurons internationella spridning präglats av passivitet, om än inte motvilja, trots de initiala planerna på att euron skulle utmana dollarns dominans. Tänkbara skäl till denna passivitet inkluderar bristen på samsyn och samordning mellan euroländerna, vilket även hör ihop med avsaknaden av djupare politisk integration inte minst på det finansiella området. Ett annat skäl är de nära banden, såväl ekonomiska som militära, till USA. Att geopolitisk konkurrens av den art som föreligger mellan USA och Kina skulle uppstå mellan USA och euroområdet förefaller osannolikt i nuläget.¹⁶²

Det är också värt att notera att endast enskilda stater kan vara medlemmar i IMF. ECB har enbart observatörsstatus och saknar rösträtt. Däremot är euroländerna på olika sätt överrepresenterade inom IMF och andra internationella forum, såsom G20, vilket kan ge möjlighet att utöva gemensamt inflytande.¹⁶³

3.1.3 Övriga aktörer

Utöver euroområdet och Kina, finns det ytterligare aktörer som förekommer frekvent i diskussioner kring hoten mot dollarn och USA:s finansiella dominans i den litteratur som ligger till grund för den här rapporten. Det gäller framförallt Japan, men bland annat även flera av BRICS-länderna.¹⁶⁴

Japan

Japan har länge varit en ekonomisk stormakt; från slutet av 1960-talet till början av 2010-talet var Japan världens andra största ekonomi efter USA, tills det att Kina övertog andraplatsen.¹⁶⁵ År 2021 var Japan fortfarande världens tredje största ekonomi, med en BNP på strax under en fjärdedel av USA:s.¹⁶⁶ Likaså var även Japans export år 2021 ungefär en fjärdedel av USA:s, men exporten var samtidigt av mindre betydelse för den egna ekonomin än för ekonomier som Tyskland, Nederländerna och Frankrike.¹⁶⁷

Nämnvärt är dock att Japan sedan 1990-talet har genomgått en lång period av ekonomisk stagnation. Det finns även frågetecken kring landets långsiktiga ekonomiska hälsa, framförallt exemplifierat genom att Japan har den högsta statsskulden bland samtliga av världens utvecklade ekonomier, motsvarande 260 procent av BNP i slutet av år 2020. Ytterligare exempel på långsiktiga hinder för Japans

¹⁶² Cohen, B. J. (2019), s. 46-47, 49, 81, 151.

¹⁶³ Brunnermeier et al. (2016), s. 296-297.

¹⁶⁴ BRICS är en förkortning för Brasilien, Ryssland, Indien, Kina och Sydafrika som började användas i slutet av 2000-talet.

¹⁶⁵ Koshino, Y. och Ward, R. (2022). *Japan's Effectiveness as a Geo-Economic Actor: Navigating Great-power Competition*, The International Institute for Strategic Studies, s. 16-17, 33.

¹⁶⁶ Världsbanken (2022c).

¹⁶⁷ IMF (2022d).

ekonomi och i förlängningen den japanska valutans internationella konkurrenskraft är bristande produktivitet samt landets demografiska utveckling.¹⁶⁸

Under 1900-talets andra hälft liknade relationen mellan Japan och USA delvis den rivalitet som i dag förekommer mellan USA och Kina. Japan anklagades av USA för att undervärdera yenen och begränsa tillgången till sina finansmarknader, medan det inom Japan fanns opinion både för och emot ökad avreglering och internationalisering. Då en förstärkning av valutan skulle göra japanska varor dyrare för andra länder fanns det ett motstånd från den japanska exportindustrin mot en starkare yen. Samtidigt fanns det dock statliga företrädare som ville främja yenums internationella spridning.¹⁶⁹

Efter Asienkrisen¹⁷⁰ år 1997 gjorde Japan ett försök att främja internationaliseringen av yenen. Kampanjen blev dock ingen större framgång, delvis på grund av brister i landets finansiella system. Även Kinas inträde i Världshandelsorganisationen (eng: *World Trade Organization*, WTO) år 2001, samt det pågående skiftet av regionens ekonomiska tyngdpunkt mot Kina, satte käppar i hjulet för försöken att höja yenums internationella konkurrenskraft.¹⁷¹ Japan kan sedan början på 2000-talet betraktas som passiva vad gäller främjandet av yenums internationalisering och det finns ingen uttalad ambition att utmana dollarns ställning.¹⁷²

Yenums internationella betydelse är dock inte försumbar. År 2022 utgjorde yenen 5,4 procent av globala valutareserver, den tredje högsta andelen efter dollarn och euron. Samtidigt har yenums andel av globala valutareserver pendlat mellan ungefär 3 och 7 procent sedan mitten av 1990-talet.¹⁷³ Japan har också en historia av att i stor utsträckning använda andra valutor än yenen, inte minst dollarn, som betalningsmedel i landets egen handel, vilket förmodligen har hämmat yenums spridning.¹⁷⁴

Japan har länge varit en av de främsta bidragsgivarna till IMF och Världsbanken, såväl som till FN och den Asiatiska utvecklingsbanken (eng: *Asian Development Bank*, ADB). Det var Japan som initierade etableringen av ADB på 1960-talet. Japan var även ett av G7:s grundarländer och är dessutom organisationens enda representant i Asien. I teorin har Japan därmed haft stor möjlighet att påverka exempelvis internationell finansiell reglering genom G7, men i praktiken har landets inflytande över organisationen inte nödvändigtvis nått upp till sin potential.

¹⁶⁸ Koshino, Y. och Ward, R. (2022), s. 82-83.

¹⁶⁹ Eichengreen, B. et al. (2018), s. 162-163.

¹⁷⁰ Asienkrisen inleddes i juli 1997 och resulterade i stor turbulens på valutamarknader och börser i Östasien och Sydostasien.

¹⁷¹ Koshino, Y. och Ward, R. (2022), s. 78-79.

¹⁷² Cohen, B. J. (2019), s. 46.

¹⁷³ IMF (2022a).

¹⁷⁴ Eichengreen, B. et al. (2018), s. 163.

Tänkbara förklaringar inkluderar Japans följsamhet gentemot USA samt den långvariga ekonomiska stagnationens effekter på Japans trovärdighet.¹⁷⁵

Det kan argumenteras för att Japans möjlighet att utöva inflytande över internationella finansiella institutioner genom G7 dessutom har begränsats av att G20, som även inkluderar BRICS-länderna, har fått större internationell betydelse.¹⁷⁶

Övriga länder och valutor av betydelse

Den indiska rupien och den brasilianska realen har potential att etablera sig som regionala reservvalutor, givet bland annat att både Indien och Brasilien har en fördelaktig demografisk utveckling, även om länderna i likhet med Kina behöver åtgärda strukturella problem kopplat till sina respektive finansiella system.¹⁷⁷

Det brittiska pundet och schweizerfrancen är inte utan betydelse, men Storbritanniens och Schweiz i sammanhanget begränsade ekonomiska storlek är en faktor som gör att valutorna kan sakna förutsättningar att bli internationellt dominerande reservvalutor.¹⁷⁸

Andra valutor som ses som potentiella utmanare i ett mer multipolärt internationellt valutasystem är ryska rubel, sydkoreanska won och sydafrikanska rand.¹⁷⁹ I likhet med Storbritannien och Schweiz utgör dock sannolikt storleken på Rysslands, Sydkoreas och Sydafrikas ekonomier bromsklossar för valutornas internationella potential.

Gulfstaterna har som redan nämnts en historia av militära band till USA som löper parallellt med monetära band. Gulfstaterna har sedan flera decennier knutit sina valutors växelkurser till dollarn.¹⁸⁰ Detta leder dock till att svängningar i oljepriset, såväl som på andra varor, får stort genomslag på ländernas ekonomier och skapar incitament att minska kopplingen till dollarn.¹⁸¹ Dessutom utgör minskad energiexport till USA och ökad export till Asien, särskilt till Kina, ytterligare ett skäl för Gulfstaterna att diversifiera sina valutapolicyer bort från dollarn.¹⁸² Kina har uttryckt en önskan om att kunna betala för import av olja och gas i renminbi. Det är dock osäkert om Saudiarabien är beredda att acceptera det, även om man generellt inte motsätter sig att handel mellan länderna genomförs i renminbi.¹⁸³

Ett mer långtgående scenario är att Gulfstaterna etablerar en egen valuta, vars spridning skulle främjas av att Gulfstaternas olje- och naturgasexport prissätts i en

¹⁷⁵ Koshino, Y. och Ward, R. (2022), s. 17, 34, 78-79.

¹⁷⁶ Ibid.

¹⁷⁷ Eichengreen, B. (2011), s. 150-152.

¹⁷⁸ Ibid, s. 126-127.

¹⁷⁹ Cohen, B. J. (2019), s. 169.

¹⁸⁰ IMF (2022b).

¹⁸¹ Wheatley, A. (2013c), s. 56.

¹⁸² Wheatley, A. (2013b), s. 153.

¹⁸³ Al-Atrush, S. (2022). "Gulf Arab states draw closer to China as Xi visits Riyadh", *Financial Times*, 9 december 2022.

gemensam valuta.¹⁸⁴ Det finns dock i nuläget inga tecken på att några större ansträngningar görs för att lansera en gemensam valuta.

IMF och SDR

IMF:s så kallade särskilda dragningsrätter (eng: *Special Drawing Rights*, SDR) utvecklades under 1960-talet och hade som ursprungligt syfte att komplettera eller till och med ersätta dollarn som internationell reservvaluta.¹⁸⁵ SDR är internationella reservtillgångar som innebär en potentiell fordran på IMF-ländernas valutareserver. SDR är därmed inte en egen valuta i sig och kan inte användas som internationellt betalningsmedel. Medlemsländerna tilldelas SDR i proportion till sina ägarandelar i IMF. Vid behov av likviditet kan medlemmarna växla innehav av SDR mot konventionella valutor.¹⁸⁶ En SDR motsvaras i dag av en viktad valutakorg bestående av fem valutor, i fallande storleksordning: dollar, euro, renminbi, yen, samt pund.¹⁸⁷ Renminbin tillkom år 2016 efter ett beslut från IMF året dessförinnan.¹⁸⁸

Under de decennier som har gått sedan introduktionen har SDR:s roll för det globala finansiella systemet varit begränsad och SDR har inte utvecklats till en global reservvaluta. SDR används främst av låginkomstländer som mött svårigheter att finansiera sina internationella betalningar.¹⁸⁹ Höga IMF-chefer har bland annat föreslagit att en global centralbank ska införas för att kunna utnyttja SDR som global reservvaluta, vilket dock i teorin även skulle kräva en global regering. SDR har sannolikt begränsad potential att fungera som komplement till befintliga reservvalutor i någon större utsträckning.¹⁹⁰ Ett möjligt scenario är att främjande av SDR, utöver renminbi, kan komma att bli en del av en bredare kinesisk strategi för att försöka bryta dollarns hegemoni.¹⁹¹ Samtidigt har USA antagligen förmåga att motverka en sådan eventuell utveckling med hjälp av sitt inflytande över IMF, åtminstone på kort och medellång sikt.

3.2 USA:s eget agerande och motreaktioner

Finansiella sanktioner har blivit allt mer framträdande bland ekonomiska påtryckningsmedel sedan kalla krigets slut, och numera omfattas fler länder av finansiella

¹⁸⁴ Wheatley, A. (2013c), s. 56.

¹⁸⁵ Nedersjö, A.-K. (2003). *Särskilda dragningsrätter – ett smörjmedel*, Penning och valutapolitik 2/2003, Sveriges Riksbank, s. 52; Gislén, M. L. och Kangas, M. (2020). "Särskilda dragningsrätter – rollen som reservvaluta, Riksbankens erfarenheter och vägen framåt", Ekonomisk kommentar nr 7 2020, Sveriges Riksbank, s. 3.

¹⁸⁶ Gislén, M. L. och Kangas, M. (2020), s. 3.

¹⁸⁷ IMF (2022e). *Special Drawing Rights (SDRs)*, Internationella valutafonden.

¹⁸⁸ IMF (2016). "IMF Adds Chinese Renminbi to Special Drawing Rights Basket", Internationella valutafonden, 30 september 2016.

¹⁸⁹ Gislén, M. L. och Kangas, M. (2020), s. 8.

¹⁹⁰ Eichengreen, B. (2011), s. 137-141.

¹⁹¹ Cohen, B. J. (2019), s. 153.

sanktioner än av handelssanktioner. USA är det land som i störst utsträckning använder sig av finansiella sanktioner.¹⁹²

Det finns både historiska och nutida exempel på hur USA använt sig av finansiella påtryckningsmedel för att försöka påverka andra staters agerande. Under Panamakrisen 1988 använde USA sitt finansiella inflytande för att försöka påverka Panama utan att behöva ta till militära medel. USA frös panamanska tillgångar i amerikanska banker, vilket senare följdes av förbud mot betalningar och dollartransfereringar till Panama. Visserligen hade åtgärderna i praktiken ingen effekt på Panamas agerande, men de resulterade samtidigt i kraftigt negativa effekter på Panamas ekonomi.¹⁹³ I närtid finns exempel på hur USA och andra länder infört finansiella sanktioner efter Rysslands illegala annektering av Krim år 2014 samt efter invasionen av Ukraina i februari 2022. Även här har åtgärderna fått en betydande negativ effekt på måltavlans ekonomi.¹⁹⁴

Exemplen visar att USA både har viljan och förmågan att aktivt använda sitt finansiella inflytande för att påverka andra länder.¹⁹⁵ USA:s användning av sanktioner och andra finansiella policyinstrument riskerar samtidigt att leda till att måltavlorna försöker minska sin sårbarhet mot USA:s finansiella inflytande.

3.2.1 Ny teknik och parallella finansiella system

USA:s finansiella inflytande skapar incitament för andra länder att etablera parallella finansiella system och att främja användningen av andra valutor. Som exempel inledde Ryssland efter de sanktioner som infördes mot landet efter den illegala annekteringen av Krim 2014 ett medvetet arbete för att minska sin sårbarhet mot sanktioner och USA:s inflytande.¹⁹⁶ De ytterligare sanktioner som lagts på Ryssland efter invasionen av Ukraina kan resultera i att även andra länder som ser en risk att själva hamna i konflikt med USA börjar bygga upp motståndskraft mot amerikanskt finansiellt inflytande.

Exempel på ytterligare länder vars ansträngningar att frikoppla sig från dollarn kan komma att accelerera är Kina, Indien, Turkiet, Iran, Venezuela och Saudiarabien.¹⁹⁷ Finansiell teknisk utveckling i form av digitala valutor och alternativa betalningssystem skapar nya möjligheter för sådana ansträngningar.

¹⁹² Norrlöf, C. (2022), s. 3.

¹⁹³ Kirshner, J. (1995), s. 159-165.

¹⁹⁴ Se exempelvis Oxenstierna, S. och Wannheden, E. (2022).

¹⁹⁵ Det finns ett betydande antal historiska exempel på hur USA utövat finansiell statskonst. Se Kirshner, J. (1995) för en beskrivning av ytterligare tillfällen.

¹⁹⁶ Johnson, A. och Oxenstierna, S. (2022). *Sanktioner mot Ryssland*, FOI Memo 7819, Stockholm: FOI, s. 7.

¹⁹⁷ Shagina, M. (2022). "Western financial warfare and Russia's de-dollarization strategy: How sanctions on Russia might reshape the global financial system", FIIA Briefing Paper 339, Finnish Institute of International Affairs, s. 8.

Digitala valutor

Digitala valutor i form av kryptovalutor och digitala centralbanksvalutor (eng: *Central Bank Digital Currency*, CBDC) har under det senaste decenniet dykt upp som utmanare till konventionella valutor.

Kryptovalutor

Kryptovalutor som koncept blev mer allmänt känt i samband med Bitcoins introduktion 2009. Det finns ingen allmänt accepterad definition av kryptovalutor, men det är privata digitala valutor utan centraliserad reglering. De utnyttjar så kallade blockkedjor vilket möjliggör krypterad och decentraliserad distribution.¹⁹⁸

Det råder dock stor tveksamhet kring kryptovalutornas möjlighet att fungera som värdebevarare och räkneenhet, givet de stora prissvängningarna^{199, 200} Kryptovalutornas ursprungliga syfte att fungera som anonymiserat betalningsmedel verkar dessutom till stor del ha förskjutits till att i stället utgöra instrument för spekulativa investeringar. De inneboende svagheter som avsevärt begränsar kryptovalutornas användning gör att valutorerna i alla fall i nuläget inte verkar utgöra något större hot mot konventionella valutor och därmed inte heller mot dollarn.

Digitala centralbanksvalutor

Jämfört med kryptovalutor verkar digitala centralbanksvalutor (CBDC) ha större potential att på sikt kunna användas för att försöka utmana dollarns dominans. CBDC är digitala valutor som till skillnad från kryptovalutor ges ut av stater och hanteras av centralbanker. CBDC skulle exempelvis kunna utnyttjas av utländska aktörer för att försöka kringgå finansiella sanktioner från USA och dess allierade.²⁰¹

Centralbanker kan möjligen ha bättre förutsättningar att skapa förtroende för digitala valutor än privata aktörer, i den mån de har större möjlighet att förankra valutorna i det finansiella systemet genom att koordinera med politiska beslutsfattare. För att CBDC ska kunna konkurrera med andra betalningslösningar, som exempelvis kortbetalningar, kan de dock även behöva fylla funktionen som värdebevarare, vilket förutsätter att de kan upprätthålla ett stabilt värde.²⁰²

Det är i nuläget osäkert hur stora fördelarna med CBDCs faktiskt är. Exempelvis genomförs redan idag handels- och kapitalflöden i stor utsträckning digitalt, varför

¹⁹⁸ För vidare beskrivning av blockkedjors funktion och tillämpningar, se exempelvis Gudmundson Hunstad, A. och Westerdahl, L. (2018). "Blockkedjor: Är blockkedjor en användbar teknik för militärt bruk?", FOI-R--4679--SE, Stockholm: FOI.

¹⁹⁹ Så kallade stablecoins, kryptovalutor som är knutna till andra tillgångar, syftar till att åtgärda problemen med prisvolatilitet.

²⁰⁰ Eichengreen, B. (2019), s. 244-246.

²⁰¹ Atlantic Council (2022). *Central Bank Digital Currency Tracker*.

²⁰² Dombret, A. och Wunsch, O. (2022). "The Case for Central Bank Digital Currencies", *The International Economy*, Spring 2022, s. 56-57.

utvecklingen av CBDC inte nödvändigtvis innebär en fundamental skillnad jämfört med konventionella valutor.²⁰³ Fördelarna med CBDCs kan dock variera beroende på aktör och perspektiv. För centralbanker kan införandet av CBDC utgöra ett medel för att motverka att alltför mycket makt koncentreras hos privata finansiella institutioner, till följd av att medborgarnas kontantanvändning minskar och beroendet av digitala betalningslösningar ökar.²⁰⁴ Intresset för CBDC har accelererat och ett hundratal länder har i någon utsträckning börjat utforska möjligheterna med CBDC. Ett tjugotal av dessa har lanserat en testpilot eller en färdig CBDC. USA är ett av de utvecklade länder som verkar ligga sist i utvecklingen av CBDC, samtidigt som Kinas CBDC har nått teststadiet. I början av 2022 rapporterades att e-CNY (även e-RMB) hade över 260 miljoner användare.²⁰⁵

Huruvida restriktioner av e-CNY, i syfte att undvika kapitalflykt och att det kinesiska banksystemet förlorar kontroll, kommer att begränsa den internationella användningen eller inte återstår att se. Den kinesiska statens möjlighet att övervaka användningen av e-CNY kvarstår också som ett problem för dess internationella konkurrenskraft.²⁰⁶

Å andra sidan medför den kinesiska statens kontroll över betalningssystemet möjligheter att minska utsattheten för antagonistisk påverkan, såsom finansiella sanktioner, även utanför Kinas gränser. Det skulle i sig kunna göra e-CNY attraktiv för utländska aktörer. e-CNY skulle exempelvis på sikt kunna bli en del av ett parallellt kinesiskt finansiellt system genom användning i Kinas BRI.²⁰⁷

De svagheter i Kinas finansiella system som påverkar renminbins internationella attraktionskraft gäller dock även för en digital renminbi.²⁰⁸ Sammanfattningsvis utgör CBDCs i allmänhet inte ett omedelbart hot mot dollarns ställning, men potentialen finns att exempelvis e-CNY kan göra det på sikt givet att Kina lyckas reformera sitt finansiella system.

Alternativa betalningssystem

Förutom digitala valutor har under senare år även alternativa betalningssystem börjat utvecklas av enskilda länder. Avsikten verkar ofta vara att minska användningen och beroendet av dollarn eller av USA-kontrollerade betalningslösningar. Den teknik som hittills fått mest uppmärksamhet är Kinas Cross-Border Interbank Payments System (CIPS).²⁰⁹ CIPS, som kan hantera internationella betalningar i

²⁰³ Sobel, M. (2021), s. 24.

²⁰⁴ Rundell, S. (2019). "Digital currencies: the pros and cons", *Raconteur Newsletter*, 14 mars 2019.

²⁰⁵ Atlantic Council (2022).

²⁰⁶ Eichengreen, B. (2021), s. 35.

²⁰⁷ Disparte, D. E. (2022). "The Case Against Central Bank Digital Currencies", *The International Economy*, Summer 2022, s. 57.

²⁰⁸ Sobel, M. (2021). "Threats to King Dollar?", *The International Economy*, Spring 2021, s. 25.

²⁰⁹ Andra betalningssystem med vissa likheter med CIPS inkluderar bland annat Rysslands System for Transfer of Financial Messages (*Sistema peredachi finansovykh soobscheniy*, SFPS) och

renminbi, lanserades av PBC år 2015 som ett fristående alternativ till betalningsnätverket SWIFT.²¹⁰

CIPS har bland annat använts för att genomföra transaktioner där Ryssland accepterat betalning i renminbi, i stället för dollar, för sin export av kol och olja till Kina.²¹¹ Användningen av CIPS är dock ännu alldeles för liten för att på egen hand kunna utgöra något hot mot USA och dollarn.²¹² CIPS skulle dock kunna väcka intresse hos andra länder, som vill minska sin dollaranvändning och sårbarhet mot amerikanskt finansiellt inflytande, för att börja etablera liknande system.

Alternativa internationella finansiella institutioner

Framväxten av alternativ till etablerade finansiella institutioner som IMF och Världsbanken kan minska USA:s inflytande över hur spelreglerna inom internationell finans utformas framöver, och i förlängningen utgöra ett hot mot dollarn och USA:s finansiella dominans.

BRICS utgör, i någon utsträckning, ett hot mot USA i det här avseendet. BRICS-länderna har även samarbetat för att försöka reformera IMF och Världsbanken, institutioner som upplevs vara alltför USA-tillvända.²¹³

2015 års inrättande av Contingent Reserve Arrangement (CRA), ett ramverk för finansiellt krisstöd, samt New Development Bank (NDB), en multilateral utvecklingsbank, utgör exempel på hur BRICS alltmer kan komma att etablera parallella finansiella system som alternativ till IMF och Världsbanken.²¹⁴ Det finns också tecken på att BRICS är på väg att expandera, då exempelvis både Iran och Argentina har ansökt om medlemskap.²¹⁵ Även om BRICS-länderna uppvisar betydande skillnader sinsemellan har initiativ som CRA och NDB, samt möjligheten att länderna ökar sitt inflytande inom etablerade internationella finansiella institutioner, potential att förändra den finansiella arenan på längre sikt.²¹⁶

Indiens Unified Payments Interface (UPI). CIPS är dock det system som fått störst användning, medan SPFS framförallt handlar om nationella snarare än internationella betalningar.

²¹⁰ Eichengreen, B. (2022). "Sanctions, SWIFT, and China's Cross-Border Payments System", The Marshall Papers, Center for Strategic and International Studies.

²¹¹ Rosen, P. (2022). "China is buying Russian energy with its own currency, marking the first commodities paid for in yuan since Western sanctions hit Moscow", *Markets Insider*, 7 april 2022.

²¹² Kuo, M. A. (2022). "China's CIPS: A Potential Alternative in Global Financial Order", *The Diplomat*, 25 april 2022.

²¹³ Se exempelvis Katada, S. N., Roberts, C. och Armijo, L. E. (2017). "The Varieties of Collective Financial Statecraft: The BRICS and China", *Political Science Quarterly*, 132 (3), s. 403-433.

²¹⁴ Brunnermeier, M. K. et al. (2016), s. 312.

²¹⁵ Peng, N. (2022). "Great Power Conflict Fuels BRICS Expansion Push", *The Diplomat*, 13 juli 2022.

²¹⁶ Koike, Y. (2013). "The new shape of Asia" i Wheatley, A. (red.) (2013), s. 131.

3.3 Ekonomiska förhållanden i USA

USA:s inhemska ekonomiska utveckling och ekonomiska politik kan potentiellt få stor effekt på dollarns ställning. Diskussionen kring hur USA:s underskott i statsbudget och handelsbalans påverkar dollarn är både omfattande och komplex. Därför belyses här enbart grunddragen i problematiken och vilka effekterna för dollarn kan bli på sikt om inte underskotten hanteras.

USA har, med undantag för några enstaka år, under de senaste årtiondena haft ett underskott i statsbudgeten. Stora budgetunderskott har resulterat i att USA:s statsskuld stigit som andel av BNP. År 2021 motsvarade statsskulden strax över 128 procent av BNP.²¹⁷ Samtidigt har även handelsbalansen större delen av tiden varit i underskott, då USA importerat mer än vad man exporterat. Dollarns dominerande internationella ställning är en viktig förklaring till detta.

Dollars dominans har gjort att den amerikanska staten kunnat låna upp pengar för att täcka underskottet i statsbudgeten. Budgetunderskotten har i sin tur bidragit till att öka efterfrågan på import av varor och kapital från utlandet, vilket bidrar till underskott i handelsbalansen och bytesbalansen. Samtidigt har dollarns starka ställning gjort att växelkursen motstått en försvagning som annars skulle kunna ha minskat sagda underskott. Om underskotten och statsskulden blir så stora att utländska investerare slutar finansiera dessa genom sin utlåning, skulle konsekvenserna för dollarn kunna bli dramatiska, i form av en kraftig försvagning av växelkursen och medföljande finansiell instabilitet.²¹⁸

Inom den internationella finansvärlden förekommer en uppfattning att dollarn mer eller mindre upprätthåller sin dominerande position genom medvetna ansträngningar från amerikanska beslutsfattare. Enligt de som förfäktar den här tesen är dollarn på väg utför och är redan eller kommer att bli en valuta vars användning baseras på politiska snarare än ekonomiska hänsyn.²¹⁹

Samtidigt motsäger USA:s agerande delvis denna tes, inte minst genom USA:s fortsatta utnyttjande av sitt ”omåttliga privilegium”, i form av underskott i handelsbalansen och hög extern skuldsättning. Dessutom lyser långtgående initiativ från amerikanska politiska beslutsfattare för att stävja missnöje gentemot dollarn i stort med sin frånvaro. Exempel på sådana initiativ vore att minska underskottet i handelsbalansen, att främja export, samt att genomföra reformer av de finansiella regelverken.²²⁰

Som argumenterats för ovan finns en risk att ett misslyckande med att hantera USA:s ekonomiska utmaningar skulle kunna få dramatiska konsekvenser för

²¹⁷ IMF (2022f). *Fiscal Monitor: October 2022*, Internationella valutafonden, s. 50.

²¹⁸ Bergsten, C. F. (2009). ”The Dollar and the Deficits: How Washington Can Prevent the Next Crisis”, *Foreign Affairs* 88 (6), Council on Foreign Relations, s. 20-38.

²¹⁹ Cohen, B. J. (2019), s. 136.

²²⁰ Ibid.

dollarns ställning. Dock skulle USA i teorin kunna genomgå stora interna ekonomiska och politiska kriser utan att statusen på dollarn påverkas med omedelbar verkan.

Åtminstone två historiska exempel finns där en dominerande reservvalutas nedgång har varit utdragen samt föregåtts av att landet upplevt försvagningar på andra områden visavi sina internationella rivaler. Nederländerna på 1700-talet är ett exempel. Trots att Nederländerna alltmer utmanades internationellt av Storbritannien och Frankrike, samt upplevde inhemska ekonomiska och politiska problem, bibehöll gulden-valutan sin status som global reservvaluta i flera decennier.²²¹

Likaså förblev det brittiska pundet en betydelsefull internationell reservvaluta i ett tjugotal år efter andra världskriget, trots Storbritanniens ökade skuldsättning samt USA:s och dollarns uppgång. Gulden och pundet upplevde gradvisa nedgångar av liknande art, vilket i båda fallen till del berodde på att valutorna var så pass integrerade i det internationella systemet. När gulden respektive pundet sedermera började falla så pass mycket i värde att skuldpapper i valutorna inte längre kunde förväntas vara lönsamma investeringar, tog det dock inte lång tid innan investerare sålde av sina innehav varpå valutorna fort tappade i betydelse i globala valuta-reserver.²²²

Ett misslyckande i att hantera USA:s underskott och skuldsättning måste inte nödvändigtvis resultera i en snabb och dramatisk försvagning av dollarns ställning, även om dollarn skulle kunna drabbas av en förtroendeförlust likt fallet med gulden och pundet. Ett scenario med en mer långsam och utdragen nedgång är också möjlig. I och med att underskotten redan har funnits i årtionden, utan att dollarn har kollapsat, är det svårt att sia om exakt hur långdragen en sådan nedgång skulle vara.

3.4 Mot en multipolär finansiell världsordning?

En multipolär finansiell världsordning åsyftar i den här rapporten en värld där det internationella finansiella systemet präglas av heterogenitet, i form av konkurrerande globala reservvalutor, finansiella centra samt alternativa finansiella institutioner som utmanar den roll inom internationell finans som IMF och Världsbanken har. Huruvida en multipolär finansiell världsordning utgör ett hot mot USA:s globala finansiella dominans, eller om det snarare representerar ett potentiellt utfall om dominansen upphör, är emellertid svårt att avgöra.

²²¹ Dalio, R. (2021). *Principles for Dealing with the Changing World Order*, Avid Reader Press, s. 284-287.

²²² Ibid, s. 147, 320-321, 478.

3.4.1 Nätverkseffekter kontra multipolaritet

Det finns argument för att den internationella valutamarknaden präglas av nätverkseffekter, det vill säga att ”vinnaren tar allt” genom en självförstärkande process, då det finns starka incitament för att anamma den valuta som redan dominerar valutamarknaden. Ett argument för detta är att exportörer och importörer kommer att vilja begränsa prisfluktuationer och därmed sträva efter att bedriva utrikeshandel i samma valuta som övriga företag. Därmed kommer vissa valutor att dominera valutamarknaden, då exempelvis exportörer kommer att vilja växla valutan tillbaka till sin lokala valuta för att kunna betala sådant som underleverantörer och anställda hemmavid.²²³

Vidare kan det argumenteras för att centralbanker kommer att vilja bygga upp valutareserver i de valutor som dominerar det egna landets handels- och kapitalflöden. Centralbanker tenderar dessutom att använda dominanta internationella valutor för att stabilisera den egna valutan, i och med att andra centralbanker gör likadant. Sammanfattningsvis innebär argumentet att ju starkare nätverkseffekter, desto sämre förutsättningar för ett multipolärt internationellt valutasystem att utvecklas.²²⁴

Något som talar emot betydelsen av nätverkseffekter är att det finns historiska exempel där flera valutor samtidigt tävlat om positionen som den dominerande globala reservvalutan. Kapplöpningen mellan dollarn och pundet under första halvan av 1900-talet har beskrivits ovan. Dessförinnan var pundets huvudsakliga konkurrenter den franska francen och den tyska marken. Även om pundet dominerade det globala reservvalutainnehavet stod även francen och marken för betydande andelar, om än med stora regionala skillnader med koppling till den geografiska spridningen av de respektive imperiernas kolonier.²²⁵

Utöver dessa historiska exempel på konkurrerande valutor är den nutida regionala användningen av euro och till viss del renminbi exempel som talar emot tesen om att ”vinnaren tar allt”.

Det finns även argument för att betydelsen av nätverkseffekter på den internationella valutamarknaden kommer att minska framöver. Ett sådant argument är att den generella graden av ekonomisk och finansiell utveckling i dagens värld innebär bättre förutsättningar för att flera finansiella centra kan samexistera. Ny finansiell teknologi underlättar för ett system där flera olika valutor används för internationella transaktioner, snarare än att en ensam valuta dominerar. Detta bland annat genom att det blir lättare att jämföra priser och växelkurser i realtid, vilket kan bidra till lägre trösklar för att byta ut innehav av en viss valuta mot en annan.²²⁶

²²³ Eichengreen, B. (2011), s. 124-125.

²²⁴ Ibid.

²²⁵ Eichengreen, B. et al. (2018), s. 6-7, 26-27.

²²⁶ Eichengreen, B. (2011), s. 150-151; Eichengreen, B. et al. (2018), s. 195.

Mindre ekonomier kan dessutom sänka transaktionskostnaderna för sina valutor genom att centralbankerna lanserar digitala centralbanksvalutor. Mindre valutor kan därmed bli mer attraktiva för bland annat utländska centralbanker att inneha som en del av ett bredare innehav av reservvalutor.²²⁷

Det största hotet mot dollarns dominans kanske är att dess användning vid internationell handel och som innehav i centralbankers valutareserver minskar, snarare än att en annan valuta fullständigt ersätter dollarn som världsvaluta.²²⁸ Det finns dock skäl för andra stater och centralbanker än USA och Fed att upprätthålla dollarns värde, i syfte att skydda inhemska företag och investerare från förluster i termer av konkurrenskraft eller tillgångar. Det finns med andra ord ett inbyggt egenintresse för ett flertal aktörer att se till att dollarn bibehåller sin dominanta position.²²⁹ Vidare kan det finnas skäl att nyansera betydelsen av nätverkseffekter; exempelvis skulle dollarns roll som betalningsmedel kunna ha fortsatt stor betydelse, samtidigt som rollen som värdebevarare minskar.

3.4.2 USA i en multipolär finansiell världsordning

En uppenbar risk för USA med en finansiell världsordning som präglas av flera samexisterande reservvalutor och parallella finansiella system är att USA inte i lika stor utsträckning kommer att kunna utöva inflytande över andra länder genom finansiell makt. Om betydelsen av etablerade internationella finansiella institutioner som IMF och Världsbanken minskar undergrävs en av grundbultarna till USA:s förmåga att forma det internationella finansiella systemet till sin egen och sina allierades fördel. Likaså kan nya betalningslösningar i form av digitala centralbanksvalutor, under exempelvis den ryska eller kinesiska statens kontroll, minska USA:s möjlighet att utnyttja omvärldens dollarberoende för att driva igenom finansiella sanktioner eller på annat sätt påverka utländska aktörers agerande.

Ett multipolärt internationellt valutasystem är inte nödvändigtvis enbart av ondo för USA. Det skulle kunna bidra till att stävja missnöje med USA:s omåttliga dollarprivilegium, om det skulle innebära att det ställs högre krav på att USA exempelvis hanterar sina underskott i statsbudgeten på ett sätt som upplevs mer långsiktigt hållbart. Ett sådant valutasystem skulle dock behöva präglas av stabilitet, låg inflation samt välfungerande handels- och kapitalflöden.²³⁰

En nackdel som har påtalats för USA:s del med att inneha en global reservvaluta är att andra länder kan undvika att växelkursen på deras egna valutor stiger genom

²²⁷ Eichengreen, B. (2021), s. 35.

²²⁸ Shagina, M. (2022), s. 8.

²²⁹ Eichengreen, B. (2011), s. 162.

²³⁰ Zoellick, R. E. (2013). "The international monetary system: past, present ... and a possible future?" i Wheatley, A. (red.) (2013), s. 139-140.

att köpa dollar.²³¹ Att andra länder på det viset undviker att den egna valutan stärks har pekats ut som en faktor bakom förlorade amerikanska arbetstillfällen, i och med att andra länders internationella konkurrenskraft stärks. Det kan ha betydande effekt på underskott i USA:s handels- och bytesbalans.²³²

Samtidigt behöver en relativt sett försvagad dollar inte per automatik utgöra en lösning på problem med konkurrenskraften i den amerikanska exportindustrin. Det kan exempelvis vara högre humankapital och produktivitet som är avgörande.²³³

Det kan också finnas skäl att ifrågasätta betydelsen av nivån på dollarns växelkurs för USA:s internationella inflytande ur ett bredare perspektiv. Dollarns växelkurs har historiskt varierat avsevärt utan katastrofala följder.²³⁴

Ifall den amerikanska staten skulle misslyckas med att finansiera sin omfattande försvarsbudget, på grund av för låga intäkter eller oförmåga att strama åt övriga utgifter, skulle det ha stor påverkan på USA:s geopolitiska makt. Ur det perspektivet kan ekonomisk och statsfinansiell hälsa vara av större vikt än dollarns internationella dominans. Mer konkret väger storleken på USA:s ekonomiska tillväxt i så fall tyngre än styrkan i dollarns växelkurs.²³⁵

3.4.3 Omvärlden i en multipolär finansiell världsordning

Om maktkoncentrationen inom internationell finans minskar och det i stället etableras ett flertal mer jämbördiga maktcentra, kommer det inte bara påverka USA och dess konkurrenter utan även världens länder i stort. Exempelvis är risken att en multipolär världsordning medför ökad rivalitet mellan stater stor.²³⁶

I förlängningen kan en mer multipolär finansiell världsordning, präglad av ökad regionalisering snarare än globalisering, även ha negativ påverkan på länder utan omfattande inflytande över det internationella finansiella systemet, men som har starka band till USA eller som på ett eller annat sätt är beroende av USA och dollarn. För många länder är USA som internationell finansiell hegemon antagligen att föredra framför att länder som Kina får ett ökat inflytande.

I samband med att riskerna med USA:s underskott i bytesbalansen diskuteras lyfts emellanåt vad som kallas för Triffins dilemma. Triffins dilemma syftar på den paradox som föreligger mellan att det råder hög internationell efterfrågan på amerikanska skuldvärdepapper, vilka av utländska aktörer betraktas som säkra

²³¹ Bergsten, C. F. (2013). "Currency Wars, the Economy of the United States and Reform of the International Monetary System", Stavros Niarchos Foundation Lecture, Peterson Institute for International Economics, s. 18.

²³² Se exempelvis Gagnon, J. E. (2013). "The Elephant Hiding in the Room: Currency Intervention and Trade Imbalances", Working Papers 13-2, Peterson Institute for International Economics.

²³³ Eichengreen, B. (2011), s. 174-175.

²³⁴ Ibid, s. 176-177.

²³⁵ Ibid.

²³⁶ Cohen, B. J. (2019), s. 168.

källor till likviditet, samtidigt som USA:s vilja att tillgodose denna efterfrågan på sikt riskerar att underminera förtroendet för dollarn. Om USA skulle sluta förse exempelvis utländska centralbanker med amerikanska statsobligationer riskerar det att destabilisera det internationella finansiella systemet, men samma statsobligationers trovärdighet riskerar samtidigt att undermineras ifall det väcks tvivel kring USA:s förmåga att finansiera sin utlandsskuld.²³⁷

Ur ett globalt perspektiv kan det därför även finnas fördelar med konkurrerande reservvalutor, i den mån det skulle bidra till högre likviditet på valutamarknaden. Ett fungerande multipolärt valutasystem kan minska risken för att Triffins dilemma uppstår. Liknande fördelar kan finnas med ett multipolärt valutasystem, utan en enskild dominerande valuta, vid internationella finanskriser, om det finns fler globala källor till likviditet än bara en, varav det senare mer eller mindre var fallet med Fed under finanskrisen 2008.²³⁸

Ett multipolärt valutasystem kan även innebära att globala finansiella marknader blir mindre sårbara för kriser kopplade till en enskild valuta. Samtidigt beror det på vilken form relationerna inom det multipolära valutasystemet tar. Det finns åtminstone ett historiskt exempel på ett dysfunktionellt multipolärt valutasystem, i form av Storbritannien och USA under mellankrigstiden. Storbritannien hade vid den tiden ett försvagat pund, medan USA förde en isolationistisk utrikespolitik. De finansiella missöden som följde av börskraschen år 1929 berodde delvis på bristande samarbete mellan de två länderna.²³⁹ Det går inte att utesluta att ett multipolärt valutasystem, där flera valutor konkurrerar om positionen som ledande världsvaluta, kan resultera i betydligt större finansiell instabilitet, exempelvis genom tvära kast i valutornas växelkurser.

²³⁷ Eichengreen, B. et al. (2018), s. 196-197.

²³⁸ Ibid, s. 197-198.

²³⁹ Cohen, B. J. (2019), s. 168.

4 Sammanfattning och diskussion

I det här kapitlet sammanfattas rapportens innehåll, följt av en särskild diskussion kring ett av de teoretiska ramverk som tillämpats i rapporten samt förslag till fortsatta studier.

4.1 Sammanfattning

I det här avsnittet besvaras rapportens två frågeställningar genom att rekapitulera huvuddragen i kapitel 2 respektive kapitel 3.

Vilka faktorer förklarar USA:s globala finansiella dominans och hur tar sig denna dominans uttryck?

USA etablerade sin finansiella dominans under 1900-talet, mot bakgrund av de två världskrigen. Särskilt efter andra världskriget, efter Bretton Woods-systemets införande och under återuppbyggnaden av Europa, befästes dollarns position som internationell reservvaluta, samt USA:s internationella status som finansiell hegemon. Den huvudsakliga konkurrenten på den finansiella arenan, Storbritannien, lyckades inte återupprätta sitt internationella inflytande och pundets ställning. Under 1900-talets andra hälft motverkade regeringarna i Tyskland och Japan dessutom aktivt internationell användning av sina valutor, vilket försvagade D-markens och yenens förutsättningar att utvecklas till globala reservvalutor.

Utöver att det saknades trovärdiga alternativ till dollarn som dominerande reservvaluta och USA som finansiellt nav, fanns det ytterligare faktorer som bidrog till att USA lyckades etablera sin finansiella dominans. Dessa faktorer är fortfarande avgörande och inkluderar en omfattande ekonomi och internationell handel, välutvecklade och öppna finansmarknader samt starkt skydd av äganderätt och rättsstatliga principer. USA hade även genom sin stormaktsstatus, grundad i utrikespolitiska band och militär förmåga, stort inflytande över formandet av internationella finansiella institutioner som IMF och Världsbanken, samt i övrigt möjlighet att exempelvis påverka andra stater att stödja dollarn. USA:s finansiella dominans tar sig då som nu uttryck i dollarns status, USA:s låntagarförmåga och kreditgivarstatus, de amerikanska finansmarknadernas roll inom internationella finansiella nätverk, strukturell makt, samt USA:s fortsatta inflytande över internationella finansiella institutioner. Dessa olika faktorer ger USA möjlighet att på olika sätt utöva makt inom internationell finans.

Vilka hot finns mot USA:s globala finansiella dominans och dollarns internationella ställning?

Dollarns ställning och USA:s finansiella dominans i bredare bemärkelse är fortsatt stark, men utmanas på olika sätt, och på olika sätt, av andra länder och valutor, av USA:s eget agerande och hur det bidrar till framväxten av parallella finansiella

system, av finansiell teknisk utveckling, samt av inhemska amerikanska ekonomiska förhållanden. De huvudsakliga konkurrenterna till USA och dollarns maktställning bedöms i nuläget vara Kina och euroområdet.

Kina stödjer aktivt internationaliseringen av sin valuta, men förutsättningarna för renminbin att på kort sikt konkurrera med dollarn förefaller ändå liten i nuläget. Den ekonomiska tillväxten har bromsat in rejält och Kinas reformarbete verkar nu flytta fokus från avreglering av ekonomi och finansmarknad till inre och yttre säkerhet. Kinas finansiella marknader är trots reformer fortfarande hårt reglerade och underutvecklade, och i kombination med Kinas auktoritära politiska system innebär det begränsningar för renminbins attraktionskraft. Det finns dock andra sätt för Kina att utmana USA:s finansiella dominans än genom att aktivt försöka utveckla renminbin till en världsvaluta, varav infrastruktursatsningen BRI är ett viktigt exempel. Dessutom utgör renminbins roll som en potentiell regional reservvaluta i sig ett hot mot dollarns globala dominans. Om Kina och renminbin lyckas nå en större förankring inom den finansiella sfären i exempelvis delar av Asien och Afrika, hotas USA och dollarns möjligheter att upprätthålla sin finansiella dominans i dessa regioner.

Euroområdet och euron kan med avseende på ekonomisk storlek, internationell handel och de finansiella marknadernas storlek och utvecklingsgrad på vissa sätt mäta sig med USA. Till skillnad från Kina saknas dock en strategisk ambition att främja eurons internationella användning och utmana dollarn. En förklaring till detta är att euroområdet består av många olika länder med olika perspektiv och viljor, vilket försvårar ökad finanspolitisk integration.

Det finns även andra aktörer som kan konkurrera med dollarn, åtminstone på regional nivå. Vissa av dessa, företrädesvis Japan men även Storbritannien, har minskat i betydelse de senaste decennierna. Japan är en av världens största ekonomier, men eventuella ambitioner att få en mer framträdande roll inom internationell finans begränsas inte minst av långvarig ekonomisk stagnation och konkurrens från Kina. Andra aktörer, som Indien och Brasilien, har ännu inte utgjort ett hot mot USA:s finansiella dominans, men kan ses som potentiella utmanare på sikt.

Paradoxalt nog kan USA:s eget agerande utgöra ett hot mot dollarns ställning. Det gäller både hantering av inhemska ekonomiska förhållanden såväl som av utrikespolitiskt agerande. USA:s underskott i statsbudget och handelsbalans har debatterats i årtionden och utgör ett underliggande hot mot dollarn om hanteringen av underskotten skulle haverera. Vidare riskerar USA:s aktiva användning av finansiella påtryckningsmedel för att försöka påverka andra länders agerande att underminera USA:s finansiella dominans, i den mån det resulterar i att måltavlorna bygger upp parallella finansiella system eller på andra sätt minskar sin sårbarhet gentemot USA. BRICS-länderna är exempel på länder som börjar bygga upp ett parallellt finansiellt system som på sikt skulle kunna utgöra ett hot mot befintliga internationella finansiella institutioner och i förlängningen USA:s globala finansiella dominans.

Ett möjligt scenario om USA inte lyckas upprätthålla sin globala finansiella dominans är att det på sikt växer fram en multipolär finansiell världsordning med konkurrerande internationella reservvalutor och parallella finansiella system. Ett sådant system innebär både risker och möjligheter för USA. Å ena sidan minskar sannolikt USA:s möjlighet att forma det internationella finansiella systemet till sin egen och sina allierades fördel. Möjligheten att använda amerikanskt finansiellt inflytande för att påverka andra staters agerande, i framtid såväl som i olika typer av konflikter, minskar i så fall också. Å andra sidan skulle det kunna bidra till ökat fokus på riskerna med USA:s utlandsskuld och bytesbalansunderskott, samt möjligen att öka konkurrenskraften hos den amerikanska exportindustrin genom en svagare växelkurs för dollarn.

Ur ett globalt perspektiv kan det finnas fördelar med ett multipolärt valutasystem om det innebär flera källor till likviditet för tillväxtekonomier och vid finansiella kriser. Ett sådant system kan dock också komma att präglas av högre finansiell instabilitet. En multipolär finansiell världsordning med ett flertal maktcentra samt ökad grad av regionalisering skulle sannolikt leda till ökad rivalitet mellan stater, i avsaknaden av ett enskilt dominerande land som övriga länder anpassar sig efter.

Ett scenario där dollarn utsätts för allt hårdare konkurrens internationellt behöver inte med nödvändighet innebära att dollarn helt tappar sin betydelse för global ekonomi. Däremot kan dollarn i ett sådant scenario förlora sin särställning och i stället bli en av flera valutor som används i större omfattning internationellt. Det bör ha i åtanke att det finns ett egenintresse bland både utländska centralbanker och privata aktörer med omfattande dollartillgångar att dollarn förblir stark. Dessutom skulle dollarn kunna upprätthålla en stark position inom vissa funktioner, exempelvis betalningsmedel, medan den tappar i status inom andra funktioner, såsom värdebevarare.

Ett mer optimistiskt framtidsscenario för dollarn, där den till och med kan stärka sin ställning, är inte heller en omöjlighet. Om det visar sig att parallella finansiella system, motsvarigheter till institutioner som IMF och Världsbanken, inte lyckas få bred förankring i världssamfundet kan det system över vilket USA i nuläget har stort inflytande även fortsättningsvis visa sig dominera internationell finans. Dessutom kan en ökad regionalisering av världen fortsatt innebära att USA har en dominerande roll inom sin region, även om USA:s globala roll blir mindre omfattande.

4.2 Diskussion

I det här avsnittet ges en diskussion av Cohens faktorer bakom valutors internationella konkurrenskraft, nämligen ekonomisk storlek, finansiell utveckling, effektiv styrning och utrikespolitiska band.²⁴⁰

Faktorer bakom valutors internationella konkurrenskraft

Cohens faktorer, som används återkommande i den här rapporten, förefaller relevanta vid diskussion av vad som bestämmer den internationella konkurrenskraften hos valutor, inklusive dollarn.²⁴¹ Det finns dock skäl att även diskutera alternativa förklaringsmodeller, givet såväl frågans komplexitet samt det starka, om än förklarliga, fokus som ligger på just USA och dollarn i mycket av den nutida litteratur som berör valutainternationalisering.

För det första går det att ifrågasätta huruvida det avgörande för en valutas internationella framgång är förmågan hos staten som ger ut valutan, eller oförmågan hos konkurrerande aktörer. Är det viktigaste i dollarns framgångshistoria att USA skapade förutsättningar för valutans internationella spridning, eller att samma förutsättningar saknades hos konkurrerande aktörer? Tyskland och Japan under 1900-talets andra hälft lyfts som exempel ovan.²⁴² Skulle de länderna haft bättre förutsättningar att utmana dollarn ifall de inte aktivt motsatt sig valutainternationalisering?

För det andra kan orsakssamband och graden av växelverkan ibland vara svårtolkade. Det lyfts ovan att Fed är en centralbank med hög trovärdighet och att det är en faktor bakom dollarns internationella konkurrenskraft.²⁴³ Går det dock enkelt att avgöra ifall det är Feds trovärdighet som ökar dollarns konkurrenskraft, eller om det är dollarns konkurrenskraft som ökar Feds trovärdighet?

För det tredje är det svårt att avgöra den relativa vikten av Cohens olika faktorer. Kan det vara så att en av faktorerna, exempelvis utrikespolitiska band, i vissa fall väger tyngre än de andra vad gäller att främja internationell användning av landets valuta? Cohen lyfter själv att få länder uppfyller samtliga faktorer, utan oftast bara några av dem, och att användningsområdet för respektive valuta därför varierar. Valutor kopplade till stora ekonomier med låg grad av finansiell utveckling kan exempelvis användas mer för betalningar än för investeringar. Ett annat exempel är att graden av utrikespolitiska band och militär förmåga kan vara särskilt avgörande för hur mycket valutan används på officiell nivå.²⁴⁴

²⁴⁰ Cohen, B. J. (2019), s. 15-17.

²⁴¹ Ibid.

²⁴² Eichengreen, B. (2019), s. 215.

²⁴³ Sobel, M. (2021), s. 24-25.

²⁴⁴ Cohen, B. J. (2019), s. 17.

Sist men inte minst går det antagligen att identifiera fler faktorer än de som Cohen lyfter som relevanta för en valutas internationella konkurrenskraft.²⁴⁵ För att avgöra i vilken mån Cohens faktorer är heltäckande eller allmängiltiga skulle det dock behövas betydligt mer omfattande studier av dollarns och tidigare dominerande internationella valutators historia än vad som ryms inom ramarna för den här rapporten.

4.3 Förslag till fortsatta studier

Den här studien har belyst olika hot som finns mot USA:s och dollarns dominans inom internationell finans, samt i viss mån diskuterat vad en multipolär finansiell världsordning skulle kunna innebära för USA och övriga världen. Det har dock inte gjorts några djupgående analyser av mer specifika konsekvenser av eller sannolikheten för framväxten av en sådan multipolär finansiell världsordning. Det skulle kunna beröras i framtida studier.

USA:s inhemska förhållanden med avseende på ekonomi, såväl som olika aspekter av social och politisk utveckling, påverkar möjligheterna att upprätthålla finansiell dominans utrikes. Det skulle behövas en mer ingående analys av dessa aspekter. Exempelvis beskriver Cohen under faktorn effektiv styrning betydelsen av politisk stabilitet för en valutas konkurrenskraft. Tendenser till mer isolationistisk amerikansk utrikespolitik berör även de faktorer som Cohen benämner utrikespolitiska band och militär förmåga.²⁴⁶ Särskilt betydelsen av USA:s militära förmåga för dollarns internationella status har behandlats mycket kortfattat inom ramen för den här rapporten, och skulle kunna utgöra föremål för fördjupande studier.

Betydelsen av euroområdet utrikespolitiska band och ambitioner för att främja eurons internationella spridning har beskrivits övergripande i den här rapporten, men det finns skäl att göra fördjupande studier på området. Exempelvis skulle det vara intressant att belysa i vilken mån det finns samsyn respektive konflikter mellan Europeiska unionens (EU) mål och intressen respektive euroområdets mål och intressen, i och med att inte alla EU-länder använder euron som valuta.

Då mycket av litteraturen i den här rapporten kretsar kring USA kan det finnas en poäng i att i mer detalj studera andra historiska exempel på länder och valutor som har dominerat inom internationell finans. Det skulle kunna bidra till att belysa alternativa eller kompletterande faktorer bakom exempelvis valutators internationella konkurrenskraft samt uttryck för finansiell dominans. Av samma skäl kan det finnas en poäng i att ta hjälp av ytterligare teoribildning eller perspektiv med koppling till ekonomi och finans, i syfte att komplettera eller nyansera de teorier och utsagor som presenteras i den här rapporten.

²⁴⁵ Cohen, B. J. (2019), s. 15-17.

²⁴⁶ Ibid.

Som nämnts i rapporten skapar USA:s finansiella dominans möjlighet att utöva finansiella påtryckningar eller vad som i bredare bemärkelse kan benämnas finansiell statskonst. Det finns flera historiska och nutida exempel där detta använts. Det finns därmed anledning att analysera begreppet ytterligare. Förutom USA besitter även andra stater förmåga att utöva finansiell statskonst, och det finns behov av att belysa vilken förmåga länder som Kina, Ryssland och Indien besitter samt hur denna förmåga kan komma att utvecklas framöver.

Referenser

- Al-Atrush, S. (2022). "Gulf Arab states draw closer to China as Xi visits Riyadh", *Financial Times*, 9 december 2022.
<https://www.ft.com/content/ed8734cd-1866-4b28-82c8-367ad6a85b21>.
 Hämtad 2022-12-14.
- Armijo, L. E., Tirone, D. C. och Chey, H.-K. (2020). "The Monetary and Financial Powers of States: Theory, Dataset, and Observations on the Trajectory of American Dominance", *New Political Economy*, 25 (2), s. 174-194. doi: 10.1080/13563467.2019.1574293.
- Atlantic Council (2022). *Central Bank Digital Currency Tracker*.
<https://www.atlanticcouncil.org/cbdctracker/>. Hämtad 2022-11-18.
- Bergsten, C. F. (2009). "The Dollar and the Deficits: How Washington Can Prevent the Next Crisis", *Foreign Affairs* 88 (6), Council on Foreign Relations, s. 20-38. <https://www.jstor.org/stable/20699713>.
 Hämtad 2023-01-25.
- Bergsten, C. F. (2013). "Currency Wars, the Economy of the United States and Reform of the International Monetary System", Stavros Niarchos Foundation Lecture, Peterson Institute for International Economics, 16 maj 2013.
<https://www.piie.com/sites/default/files/publications/papers/bergsten201305.pdf>. Hämtad 2023-01-25.
- BIS (2019). *Triennial Central Bank Survey: Foreign exchange turnover in April 2019*, Bank of International Settlements.
https://www.bis.org/statistics/rpfx19_fx.pdf. Hämtad 2023-01-24.
- BIS (2020). *CPMI quantitative review of correspondent banking data: End 2020 Data*, Bank of International Settlements.
https://www.bis.org/cpmi/paysysinfo/corr_bank_data.htm.
 Hämtad 2023-01-23.
- BIS (2022a). *Debt securities statistics: Table C3*, Bank of International Settlements.
https://stats.bis.org/statx/srs/tseries/DEBT_SEC2/Q:3P:3P:1:1:C:A:A:TO1:A:A:A:A:A:I?t=C3&p=&c=3P&x=ISSUE_CUR.8.CL_ISSUE_CUR.EUR:GBP:CNY:USD:JPY&o=s;line,t:Issue%20currency,z:2. Hämtad 2022-08-04.
- BIS (2022b). *Derivatives statistics, Table D11.3*, Bank of International Settlements. <https://stats.bis.org/statx/srs/table/d11.3>. Hämtad 2022-08-05.

- Bonnier, E. och Wikman, P. (2021). "Hur kan geoeconomisk rivalitet analyseras utifrån en strategisk ansats?", FOI--R--5214, Stockholm: FOI.
<https://www.foi.se/rapportsammanfattning?reportNo=FOI-R--5214--SE>.
 Hämtad 2023-01-25.
- Brunnermeier, M. K., James, H. och Landau, J.-P. (2016). *The Euro and the Battle of Ideas*, Princeton University Press.
- Chen, X. och Cheung, Y.-W. (2011). "Renminbi Going Global", *China & World Economy*, 19 (2), s. 16. doi: 10.1111/j.1749-124X.2011.01232.x
- Cohen, B. J. (2019). *Currency Statecraft: Monetary Rivalry and Geopolitical Ambition*, The University of Chicago Press.
- Dalio, R. (2021). *Principles for Dealing with the Changing World Order*, Avid Reader Press.
- Disparte, D. E. (2022). "The Case Against Central Bank Digital Currencies", *The International Economy*, Summer 2022. http://www.international-economy.com/TIE_Su22_Disparte.pdf. Hämtad 2023-01-25.
- Dombret, A. och Wünsch, O. (2022). "The Case for Central Bank Digital Currencies", *The International Economy*, Spring 2022.
http://www.international-economy.com/TIE_Sp22_Dombret_Wuensch.pdf.
 Hämtad 2023-01-25.
- ECB (2010). *Financial Stability Review: June 2010*, Europeiska centralbanken.
<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/fsr/financialstabilityreview201006en.pdf>.
 Hämtad 2023-01-24.
- Eichengreen, B. (2011). *Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar*, Oxford University Press.
- Eichengreen, B. (2012). "The Renminbi Challenge", *Project Syndicate*, 9 oktober 2012. <https://www.project-syndicate.org/commentary/can-china-have-an-international-reserve-currency-by-barry-eichengreen-2012-10>.
 Hämtad 2023-01-23.
- Eichengreen, B., Mehl, A. och Chitu, L. (2018). *How Global Currencies Work: Past, Present and Future*, Princeton University Press.
- Eichengreen, B. (2019). *Globalizing Capital: A History of the International Monetary System*, 3:e uppl., Princeton University Press.
- Eichengreen, B. (2021). "Gold, The Dollar, and What Comes Next", *The International Economy*, Summer 2021. http://www.international-economy.com/TIE_Su21_Eichengreen.pdf. Hämtad 2023-01-25.

- Eichengreen, B. (2022). "Sanctions, SWIFT, and China's Cross-Border Payments System", The Marshall Papers, Center for Strategic and International Studies. <https://www.csis.org/analysis/sanctions-swift-and-chinas-cross-border-interbank-payments-system>. Hämtad 2023-01-23.
- Gagnon, J. E. (2013). "The Elephant Hiding in the Room: Currency Intervention and Trade Imbalances", Working Papers 13-2, Peterson Institute for International Economics. <https://www.piie.com/sites/default/files/publications/wp/wp13-2.pdf>. Hämtad 2023-01-26.
- Georgiadis, G., Le Mezo, H., Mehl, A. och Tille, C. (2021). "Fundamentals vs. policies: can the US dollar's dominance in global trade be dented?", Working Paper Series No. 2574, Europeiska centralbanken. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2574~664b8e9249.en.pdf>. Hämtad 2023-01-24.
- Gislén, M. L. och Kangas, M. (2020). "Särskilda dragningsrätter – rollen som reservvaluta, Riksbankens erfarenheter och vägen framåt", Ekonomisk kommentar nr 7 2020, Sveriges Riksbank. <https://www.riksbank.se/globalassets/media/rapporter/ekonomiska-kommentarer/svenska/2020/sarskilda-dragningratter--rollen-som-reservvaluta-riksbankens-erfarenheter-och-vagen-framat.pdf>. Hämtad 2023-01-24.
- Gudmundson Hunstad, A. och Westerdahl, L. (2018). "Blockkedjor: Är blockkedjor en användbar teknik för militärt bruk?", FOI-R--4679--SE, Stockholm: FOI. <https://foi.se/rapporter/rapportsammanfattning.html?reportNo=FOI-R--4679--SE>. Hämtad 2023-02-06.
- Helleiner, E. och Kirshner, J. (2009). "The Future of the Dollar: Whither the Key Currency?" i Helleiner, E. och Kirshner, J. (red.) (2009). *The Future of the Dollar*, Cornell University Press.
- ICSID (2022). *Database of ICSID Member States*, Internationella centret för biläggande av investeringstvister. <https://icsid.worldbank.org/about/member-states/database-of-member-states>. Hämtad 2022-11-29.
- IMF (2016). "IMF Adds Chinese Renminbi to Special Drawing Rights Basket", Internationella valutafonden, 30 september 2016. <https://www.imf.org/en/News/Articles/2016/09/29/AM16-NA093016IMF-Adds-Chinese-Renminbi-to-Special-Drawing-Rights-Basket>. Hämtad 2023-01-23.

- IMF (2022a). *Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER)*, Internationella valutafonden. <https://data.imf.org/?sk=E6A5F467-C14B-4AA8-9F6D-5A09EC4E62A4>. Hämtad 2022-08-04.
- IMF (2022b). *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2021*, Internationella valutafonden. <https://www.imf.org/en/Publications/Annual-Report-on-Exchange-Arrangements-and-Exchange-Restrictions/Issues/2022/07/19/Annual-Report-on-Exchange-Arrangements-and-Exchange-Restrictions-2021-465689>. Hämtad 2022-10-17.
- IMF (2022c). *IMF Members' Quotas and Voting Power, and IMF Board of Governors*, Internationella valutafonden. <https://www.imf.org/en/About/executive-board/members-quotas>. Hämtad 2022-10-28.
- IMF (2022d). *Direction of Trade Statistics*, Internationella valutafonden. <https://data.imf.org/regular.aspx?key=61726507>. Hämtad 2022-11-20.
- IMF (2022e). *Special Drawing Rights (SDRs)*, Internationella valutafonden. <https://www.imf.org/en/Topics/special-drawing-right>. Hämtad 2022-08-05.
- IMF (2022f). *Fiscal Monitor: October 2022*, Internationella valutafonden. <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2022/10/09/fiscal-monitor-october-22>. Hämtad 2023-01-24.
- Johnson, A. och Oxenstierna, S. (2022). *Sanktioner mot Ryssland*, FOI Memo 7819, Stockholm: FOI. <https://www.foi.se/rapportsammanfattning?reportNo=FOI%20Memo%207819>. Hämtad 2023-01-25.
- Katada, S. N., Roberts, C. och Armijo, L. E. (2017). "The Varieties of Collective Financial Statecraft: The BRICS and China", *Political Science Quarterly*, 132 (3), s. 403-433. doi: 10.1002/polq.12656
- Kirshner, J. (1995). *Currency and Coercion: The Political Economy of International Monetary Power*, Princeton University Press.
- Koike, Y. (2013). "The new shape of Asia" i Wheatley, A. (red.) (2013). *The power of currencies and currencies of power*, The International Institute for Strategic Studies.
- Koshino, Y. och Ward, R. (2022). *Japan's Effectiveness as a Geo-Economic Actor: Navigating Great-power Competition*, The International Institute for Strategic Studies.

- Kumar, S. och Stanzel, A. (2016). "India and China: A Scramble for Africa?", European Council on Foreign Relations, 29 juli 2016.
https://ecfr.eu/article/commentary_india_and_china_a_scramble_for_africa_7086/. Hämtad 2022-12-14.
- Kuo, M. A. (2022). "China's CIPS: A Potential Alternative in Global Financial Order", *The Diplomat*, 25 april 2022.
<https://thediplomat.com/2022/04/chinas-cips-a-potential-alternative-in-global-financial-order/>. Hämtad 2022-12-04.
- Lagarde, C. (2022). *Frankfurt Forum on US-European GeoEconomics* [Video], Atlantic Council, 28 september 2022.
<https://www.atlanticcouncil.org/event/2022-frankfurt-forum/>. Hämtad 2022-11-18.
- Marsh, D. (2009). *The Euro: The Battle for the New Global Currency*, Yale University Press.
- McDowell, D. (2019). "The (Ineffective) Financial Statecraft of China's Bilateral Swap Agreements", *Development and Change*, 50 (1), s. 122-143. doi: 10.1111/dech.12474
- Nedersjö, A.-K. (2003). *Särskilda dragningsrätter – ett smörjmedel*, Penning och valutapolitik 2/2003, Sveriges Riksbank.
https://archive.riksbank.se/Upload/Dokument_riksbank/Kat_publicerat/Artiklar_PV/pv03_2_artikel4.pdf. Hämtad 2023-01-25.
- Norrlöf, C. (2014). "Dollar hegemony: A power analysis", *Review of International Political Economy*, 21 (5), s. 1042-1070. doi: 10.1080/09692290.2014.895773
- Norrlöf, C. (2022). "Will Economic Statecraft Threaten Western Currency Dominance? Sanctions, Geopolitics, and the Global Monetary Order", Atlantic Council. <https://www.atlanticcouncil.org/in-depth-research-reports/issue-brief/will-economic-statecraft-threaten-western-currency-dominance-sanctions-geopolitics-and-the-global-monetary-order/>. Hämtad 2023-01-23.
- Oxenstierna, S. och Wannheden, E. (2022). *The Russian economy and military expenditure in light of the war in Ukraine and economic sanctions*, FOI Memo 8023, Stockholm: FOI.
<https://www.foi.se/rapportsammanfattning?reportNo=FOI%20Memo%208023>. Hämtad 2023-01-25.
- Pardo, R. P. (2018). "Europe's Financial Security and Chinese Economic Statecraft: The Case of the Belt and Road Initiative", *Asia Europe Journal*, 16 (1), s. 237-250. doi: 10.1007/s10308-018-0511-z

- Pavoni, S. (2018). "The US, China, and the Battle for Latin America". *The Banker*, 1 maj 2018. <https://www.thebanker.com/World/Americas/US/The-US-China-and-the-battle-for-Latin-America?ct=true>. Hämtad 2023-01-25.
- Peng, N. (2022). "Great Power Conflict Fuels BRICS Expansion Push", *The Diplomat*, 13 juli 2022. <https://thediplomat.com/2022/07/great-power-conflict-fuels-brics-expansion-push/>. Hämtad 2023-01-23.
- Rajendran, G. (2013). "Financial blockades: reserve currencies as instruments of coercion" i Wheatley, A. (red.) (2013). *The power of currencies and currencies of power*, The International Institute for Strategic Studies.
- Rogoff, K. (2019). "Digital Currency Headache", *The International Economy*, Fall 2019. http://www.international-economy.com/TIE_F19_Rogoff.pdf. Hämtad 2023-01-25.
- Rosen, P. (2022). "China is buying Russian energy with its own currency, marking the first commodities paid for in yuan since Western sanctions hit Moscow", *Business Insider*, 7 april 2022. <https://markets.businessinsider.com/news/commodities/dollar-vs-yuan-china-buys-russian-oil-coal-ukraine-sanctions-2022-4>. Hämtad 2022-12-04.
- Rundell, S. (2019). "Digital currencies: the pros and cons", *Raconteur Newsletter*, 14 mars 2019. <https://www.raconteur.net/finance/cryptocurrency/digital-currencies-cbdcs/>. Hämtad 2023-01-25.
- Schwartz, H. M. (2019). "American hegemony: intellectual property rights, dollar centrality, and infrastructural power", *Review of International Political Economy*, 26 (3), s. 490-519. doi: 10.1080/09692290.2019.1597754
- Shagina, M. (2022). "Western financial warfare and Russia's de-dollarization strategy: How sanctions on Russia might reshape the global financial system", FIIA Briefing Paper 339, Finnish Institute of International Affairs. <https://www.fiia.fi/en/publication/western-financial-warfare-and-russias-de-dollarization-strategy>. Hämtad 2023-01-25.
- Sharma, R. (2022). "China's economy will not overtake the US until 2060, if ever", *Financial Times*, 24 oktober 2022. <https://www.ft.com/content/cff42bc4-f9e3-4f51-985a-86518934afbe>. Hämtad 2022-12-22.
- Singh, H. V. (2013). "Global trade and global currencies" i Wheatley, A. (red.) (2013). *The power of currencies and currencies of power*, The International Institute for Strategic Studies.

- Sobel, M. (2021). "Threats to King Dollar?", *The International Economy*, Spring 2021. http://international-economy.com/TIE_Sp21_Sobel.pdf. Hämtad 2023-01-25.
- SWIFT (2022). *RMB Tracker*, Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication. <https://www.swift.com/our-solutions/compliance-and-shared-services/business-intelligence/renminbi/rmb-tracker/rmb-tracker-document-centre>. Hämtad 2022-12-04.
- SWIFT (2023). *Swift history*, Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication. <https://www.swift.com/about-us/history>. Hämtad 2023-01-26.
- Utrikespolitiska institutet (2023a). *Landguiden - Svåra ord – G7*. <https://www.ui.se/landguiden/svara-ord/g7/>. Hämtad 2023-01-11.
- Utrikespolitiska institutet (2023b). *Landguiden – Svåra ord – G20*. <https://www.ui.se/landguiden/svara-ord/g20/>. Hämtad 2023-01-11.
- Varoufakis, Y. (2011). *The Global Minotaur: America, Europe and the Future of the Global Economy*, Zed Books.
- Världsbanken (2022a). *Voting Powers*. <https://www.worldbank.org/en/about/leadership/votingpowers>. Hämtad 2022-11-29.
- Världsbanken (2022b). *GDP growth (annual %) – China*. <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?locations=CN>. Hämtad 2022-09-26.
- Världsbanken (2022c). *GDP (current US\$)*. <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD>. Hämtad 2022-11-18.
- Världsbanken (2023). *GDP, PPP (current international \$)*. <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.PP.CD>. Hämtad 2023-01-14.
- Wang, J. (2018). "China-IMF Collaboration: Toward the Leadership in Global Monetary Governance", *Chinese Political Science Review*, 2018 (3), s. 62-80. doi: 10.1007/s41111-017-0085-8
- Wheatley, A. (2013a). "The origins and use of currency power" i Wheatley, A. (red.) (2013). *The power of currencies and currencies of power*, The International Institute for Strategic Studies.
- Wheatley, A. (2013b). "Conclusion" i Wheatley, A. (red.) (2013). *The power of currencies and currencies of power*, The International Institute for Strategic Studies.

- Wheatley, A. (2013c). "The pretenders to the dollar's crown" i Wheatley, A. (red.) (2013). *The power of currencies and currencies of power*, The International Institute for Strategic Studies.
- Williamson, J. (2013). "The dollar and US power" i Wheatley, A. (red.) (2013). *The power of currencies and currencies of power*, The International Institute for Strategic Studies.
- Yiping, H. och Tingting, G. (2019). "Assessing China's financial reform: changing roles of the repressive financial policies", *Cato Journal* 39 (1), Cato Institute, s. 65-85. <https://www.cato.org/sites/cato.org/files/serials/files/cato-journal/2019/2/cj-v39n1-5.pdf>. Hämtad 2023-01-25.
- Zoellick, R. E. (2013). "The international monetary system: past, present ... and a possible future?" i Wheatley, A. (red.) (2013). *The power of currencies and currencies of power*, The International Institute for Strategic Studies.

