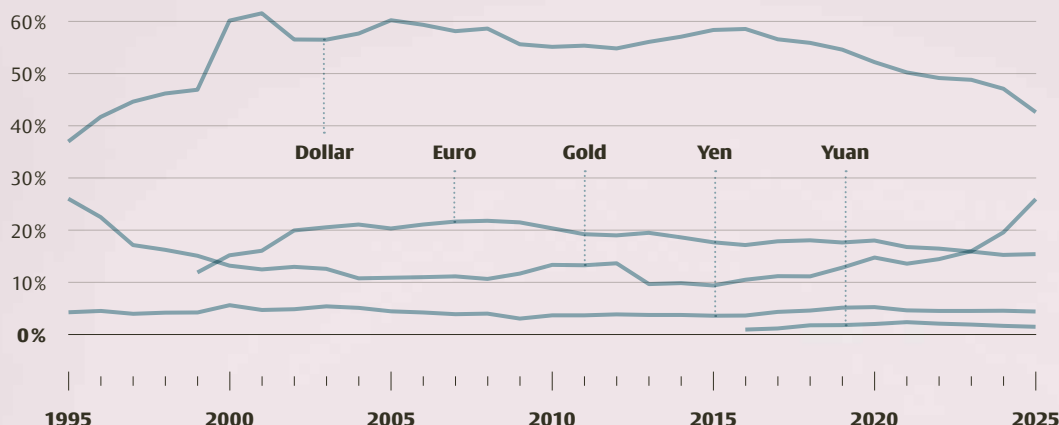




WER GEWINNT DEN WETTBEWERB DER WÄHRUNGEN ?

Regierungen und Notenbanken treffen oftmals Entscheidungen,
die für die Bürger nur auf den ersten Blick positiv erscheinen.
Noch dominiert der US-Dollar den globalen Devisenmarkt.
Gibt es Alternativen?

von Gunther Schnabl



Grafik 1
Anteil einzelner Währungen an den Weltwährungsreserven

Quelle: IWF, Flossbach von Storch, Daten per 12. Juni 2026

Wie aktuell die Klassiker der Ökonomie sind, zeigt sich beim Blick auf die derzeitige Geld- und Fiskalpolitik. Vor 50 Jahren veröffentlichte Friedrich August Hayek sein Buch „*Choice in Currency: A Way to Stop Inflation*“ (auf Deutsch: „*Entnationalisierung des Geldes*“). Zu Beginn verweist Hayek auf einen Satz aus dem Buch „*The Wealth of Nations*“ von Adam Smith, dessen Erstveröffentlichung sich dieses Jahr zum 250. Mal jährt: Die Herrscher hätten immer wieder das Vertrauen ihrer Untertanen missbraucht, indem sie aus Habgier den Metallgehalt ihrer Münzen reduzierten.

200 Jahre später beklagte Hayek in seinem Buch „*Entnationalisierung des Geldes*“, dass die Menschen den inflationären Geldpolitiken der Zentralbanken aus Unkenntnis sogar Beifall spenden, obwohl der Schaden immens sei. Nach Hayek können daher auch demokratisch gewählte Regierungen nicht im Allgemeininteresse handeln. Die Versuchung, allen möglichen Unzufriedenheiten mit der Manipulation der Geldmenge zu begegnen, sei einfach zu groß. Billiges Geld schaffe nicht nur durch Inflation große Ungerechtigkeiten. Es verzerre auch die relativen Preise, was Produktionsfaktoren in Investitionsprojekte lenke, die auf Dauer nicht überlebensfähig seien. Das ziehe unweigerlich Krisen nach sich.

Hayek entwickelt in dem Buch eine Lösung für das Problem: Statt eines staatlichen Geldmonopols sollen private Banken eigene Währungen emittieren dürfen – gelockt von beträchtlichen Geldschöpfungsgewinnen. Da die Nutzer dann ihr Geld frei wählen könnten, entstehe ein Wettbewerb zwischen den privaten Banken, bei dem sich die stabilsten Währungen durchsetzen würden. Während bis heute Hayeks Idee vom Währungswettbewerb wenig Resonanz gefun-

den hat, ist von vielen unbemerkt ein Währungswettbewerb entstanden, der in Washington möglicherweise schon eine Neuausrichtung der Geldpolitik bewirkt hat.

Der aufkeimende Währungswettbewerb ist eng mit einem schleichenden Vertrauensverlust in den Dollar als Weltleitwährung verbunden. Denn seit den späten 1980er-Jahren hat sich die US-Notenbank Federal Reserve (Fed) zunehmend zu einem Verbündeten der Regierungen gemacht. In Krisen hat die Fed immer wieder die Zinsen gesenkt und in großem Umfang Staatsanleihen und andere Wertpapiere gekauft, um die Konjunktur zu stabilisieren. In den Erholungsphasen nach den Krisen hat sie die Geldpolitik zwar wieder gestrafft, aber nicht im gleichen Maße, wie sie in den Krisen die Zügel locker gelassen hat.

So hat die Fed in ihrer Bilanz große Mengen Staatsanleihen und hypotheckenbesicherte Wertpapiere angehäuft. Die Ausgabenverpflichtungen des US-amerikanischen Staats und die US-Staatsverschuldung konnten dank Fed auf historische Höchststände wachsen. Das zunehmend expansive geld- und finanzpolitische Umfeld war mit negativen Wachstums- und Verteilungseffekten verbunden, die die USA politisch instabiler gemacht haben.

Das Ergebnis ist auch ein Vertrauensverlust in den Dollar. Eine Flucht in Sachwerte hat eingesetzt, die die Aktien- und Immobilienpreise in den USA stark nach oben getrieben hat – zuletzt vor allem die KI-Werte. Viele Länder, die lange Zeit in den Bilanzen ihrer Zentralbanken große Mengen Dollar gehalten haben, wenden sich vom Dollar als führender Reservewährung ab (vgl. Grafik 1). Denn die Staatsverschuldung →

Grafik 2
Goldpreis
für eine Feinunze
in Dollar

Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.
Quelle: World Gold Council, Flossbach von Storch, Daten per 12. Juni 2026



der USA ist immens, und historisch waren hohe Staatsverschuldung und die Stabilität der Währung immer eng miteinander verbunden.

Der stärkste Konkurrent für den Dollar als Weltleitwährung ist der Euro, der die führende internationale Währung in Europa und einigen Nachbarregionen ist. In der Inflationsphase der 1970er-Jahre hat die Deutsche Mark dem Dollar den Weltleitwährungsstatus in Europa abgerungen, weil die unabhängige Deutsche Bundesbank die Deutsche Mark sehr viel stabiler als den Dollar gehalten hat. Doch mit dem Euro hat sich die Europäische Zentralbank (EZB) schrittweise der Finanzierung von Staatsausgaben zugewandt, weshalb der Euro seit dem Jahr 2008 gegenüber dem Dollar im Trend abgewertet hat.

Als Japan in den 1980er-Jahren sehr schnell wuchs und die Finanzmärkte liberalisierte, löste dies Visionen vom Aufstieg des Yens zur Leitwährung in Ostasien aus. Noch Anfang der 1990er-Jahre diskutierte der Internationale Währungsfonds (IWF) eine Yen-Zone in Ostasien, in der die ost- und südostasiatischen Staaten ihre Wechselkurse an den Yen binden und der lebhafte intraregionale Handel in Yen abgewickelt wird. Doch zu diesem Zeitpunkt war die von zu niedrigen Zinsen befeuerte japanische Aktien- und Immobilienpreisblase schon geplatzt, was den Startpunkt für den bis heute andauernden wirtschaftlichen Abstieg Japans bedeutete. Damit wurde der Yen als potenzielle Leitwährung uninteressant.

Die Augen richteten sich fortan auf China als neuen ostasiatischen Champion. Das Reich der Mitte hatte mit einer Dollarbindung des Yuans die Grundlage für einen beein-

druckenden wirtschaftlichen Aufholprozess gelegt. Doch der Aufstieg des Yuans zur neuen Weltleitwährung kommt nicht, weil hinter einer Leitwährung immer ein freier, hoch entwickelter Finanzmarkt stehen muss. Ein staatlich kontrollierter Bankensektor und restriktive Kapitalverkehrskontrollen machen den Aufstieg des Yuans zu einer regionalen Leitwährung unmöglich. Die People's Bank of China schichtet deshalb Teile ihrer riesigen Dollarreserven schrittweise in Gold um, was den Blick auf das Gold richtet.

Die wachsende Wertschätzung für Gold lässt sich leicht am stark gestiegenen Goldpreis ablesen (vgl. Grafik 2). Doch auch wenn die Wertaufbewahrungsfunktion des Goldes in inflationären Phasen gut ist, fehlen dem Gold heute wichtige Geldfunktionen. Weil Gold so wertvoll geworden ist, kann man kleine Transaktionen mit dem Edelmetall nur schwerlich umsetzen. Auch das Rechnen in Bruchteilen von Unzen ist nicht einfach. Dieser Mangel könnte jedoch in Zukunft durch „tokenisiertes Gold“ – also einen digitalen Vermögenswert, der auf einer bestehenden Blockchain erstellt wird und mit physischem Gold hinterlegt ist – ausgeglichen werden.

Dem Bitcoin wurden bei seiner Geburt im Jahr 2009 alle drei Geldfunktionen in die Wiege gelegt. Die Wertaufbewahrungsfunktion ist gut, weil die Menge glaubwürdig auf 21 Millionen begrenzt ist. Der Kurs schwankt zwar stark, ist aber im Trend trotz des jüngsten Einbruchs stark gestiegen (vgl. Grafik 3). Weil Bitcoin auf der Blockchain ohne Banken von Nutzer zu Nutzer wandern kann, hat es auch eine Transaktionsfunktion. Zudem können die Preise aller Güter in Bitcoin beziehungsweise der Untereinheit Satoshi ausgedrückt und addiert werden (Rechenfunktion). Da Bitcoin dezentral geschaffen



Grafik 3
Bitcoin-Kurs in Dollar

Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Quelle: Bitcoin Ltd.,
Flossbach von Storch,
Daten per 12. Juni 2026

und nicht manipulierbar ist, kann es auch als Sanktionsmechanismus gegen zu expansive Geldpolitiken und die damit verbundene Instabilität des Bankensystems gesehen werden.

Der beeindruckende Erfolg von Bitcoin hat die Geburt vieler anderer Kryptowährungen wie Ethereum, Tether, Solana oder Dogecoin nach sich gezogen. Im Gegensatz zu Bitcoin können die dahinterstehenden Menschen und Institutionen die Menge und Regeln der Altcoins verändern. Stablecoins sind in einem festen Verhältnis an eine Fiat-Währung gebunden. Der US-amerikanische Genius Act erfordert eine Reservepflicht im Verhältnis von 1:1 an den Dollar, wobei Stablecoins nicht verzinst werden dürfen und mit sicheren und liquiden Vermögenswerten wie Treasury Bills hinterlegt sein müssen. Das macht US-Dollar-basierte Stablecoins sowohl für Emittenten als auch für Nutzer interessant, beispielsweise für schnellere internationale Zahlungen.

Eine Weltleitwährung ist nicht leicht vom Thron zu stoßen, weil es Netzwerkeffekte gibt: Da sehr viele Akteure diese nutzen, sind die Transaktionen leicht und günstig abzuwickeln. Doch die Staatsverschuldung in den USA ist hoch, und den Regierungen fehlt die Kraft für Ausgabenkürzungen. Das niedrige Wachstum und Kriege erhöhen die Lasten weiter. Wenn die USA das Schuldenproblem mit höherer Inflation lösen wollen, dann wird sich der Vertrauensverlust in den Dollar fortsetzen – der Vision des Aufstiegs von Gold oder Bitcoin zur neuen Weltleitwährung sind dann keine Grenzen mehr gesetzt.

Noch halten viele Zentralbanken auf der Welt große Mengen an Dollar in ihren Bilanzen. Das damit verbundene exorbitante Privileg, hohe Militär- und Sozialausgaben mithilfe anderer

Länder finanzieren zu können, würde verloren gehen, wenn die Bilanz der Fed weiter wächst. Deshalb deutet sich möglicherweise in Washington eine geldpolitische Wende an. Der neue US-Zentralbankpräsident Kevin Warsh hat nicht nur zusammen mit US-Finanzminister Scott Bessent die negativen Wachstums- und Verteilungseffekte der lockeren Geldpolitik der Fed anerkannt. Er will auch durch eine Verkürzung der Fed-Bilanz die Stabilität des Dollars sichern. Dann könnten auch die dollarbasierten Stablecoins das im Ausland kursierende Dollarbargeld ersetzen und so die internationale Rolle des Dollars stärken.

Die EZB will zwar mit einem digitalen Euro als internationalem Zahlungssystem und mit mehr Eurobonds als internationalem sicheren Anlagewert dem Dollar die führende Rolle als internationaler Währung streitig machen. Doch sie verkennet, dass der digitale Euro das Bankensystem destabilisiert und mehr Staatsschulden in der EU ein Signal für währungspolitische Schwäche sind. Die finale Auseinandersetzung um die Position der Weltleitwährung dürfte deshalb zwischen dem Dollar auf der einen Seite und Bitcoin und Gold auf der anderen Seite stattfinden. Im Wahlprogramm von Donald Trump wurde die Sicherung des Weltleitwährungsstatus des Dollars explizit genannt. Es bleibt abzuwarten, ob er die Kraft dazu findet, dafür die Staatsausgaben der USA unter Kontrolle zu bringen. ♦

Prof. Dr. Gunther Schnabl ist Direktor
des Flossbach von Storch Research Institute.