



Flossbach von Storch
RESEARCH INSTITUTE

MAKRO 20/07/2026

Euer Dollar, unser Problem?

Die Zukunft der Dominanz des US-Dollars in einer Zeit
geopolitischer Fragmentierung

von AGNIESZKA GEHRINGER

Zusammenfassung

Die Debatte über die Dominanz des Dollars konzentriert sich oft auf die Frage, ob der Rest der Welt den Dollar hinter sich lassen kann. In diesem Beitrag wird argumentiert, dass die wichtigere Frage lautet, ob die Vereinigten Staaten weiterhin die wirtschaftlichen und institutionellen Grundlagen bereitstellen werden, die den Dollar überhaupt erst dominant gemacht haben. Die Aufrechterhaltung dieser Führungsrolle liegt ebenso sehr im Interesse der USA selbst wie im Interesse aller anderen Staaten.

Abstract

The debate over dollar dominance often focuses on whether the rest of the world can move beyond the dollar. This paper argues that the more important question is whether the United States will continue to provide the economic and institutional foundations that made the dollar dominant in the first place. Maintaining that leadership is as much in America's own interest as it could be in everyone else's.



1. Einleitung

„Der Dollar ist unsere Währung, aber er ist euer Problem“ – so lautete angeblich die Antwort des US-Finanzministers John Connally auf europäische Beschwerden im Jahr 1971, kurz nachdem Präsident Richard Nixon die Konvertibilität des US-Dollars in Gold ausgesetzt und damit das Bretton-Woods-System faktisch beendet hatte. Connallys Äußerung sendete eine unmissverständliche Botschaft: Die Vereinigten Staaten würden ihre eigenen wirtschaftlichen Interessen verfolgen, während der Rest der Welt die Konsequenzen zu tragen hätte. Jahrzehntelang stand dieses Zitat symbolisch für das außergewöhnliche Privileg, das der Emittent der weltweit dominierenden Währung genoss.

Ironischerweise stellte die globale Finanzkrise von 2008 Connallys berühmtes Diktum auf den Kopf. Als die Interbankenkredite zum Erliegen kamen, sahen sich Banken in ganz Europa und Asien mit einem akuten Mangel nicht an Euro, Yen oder Pfund, sondern an US-Dollar konfrontiert. Da der internationale Handel, die Finanzwelt und das Bankwesen stark von der Finanzierung in Dollar abhängig sind, entwickelte sich eine Liquiditätskrise in New York rasch zu einer Krise für das globale Finanzsystem. Um dessen Zusammenbruch zu verhindern, richtete die US-Notenbank Fed Notfall-Dollar-Swap-Linien mit ausländischen Zentralbanken ein und stellte letztendlich mehr als eine halbe Billion Dollar an Liquidität bereit. Die Institution, die für einen Großteil der Welt als Kreditgeber der letzten Instanz fungierte, war nicht der Internationale Währungsfonds, sondern die US-Notenbank.

Mehr als ein halbes Jahrhundert nach Connallys Äußerung werden die Grundlagen dieser Währungsordnung jedoch zunehmend in Frage gestellt. Wachsende geopolitische Spannungen, das Wiederaufleben des (US-)Protektionismus, Herausforderungen für die Bündnisse der USA, verschiedene Initiativen in den Schwellenländern zur Verringerung der Abhängigkeit vom Dollar sowie das Aufkommen digitaler Währungen haben eine alte Frage wiederbelebt: Wird der US-Dollar die dominierende Weltwährung bleiben? Diese Studie analysiert diese Frage, indem sie zunächst klärt, was Währungsdominanz bedeutet und welche Bedingungen dazu führen, dass ein Land zum Emittenten einer dominanten Währung wird. Anschließend wird bewertet, ob eine plausible Alternative sowohl die mit der Währungsführerschaft verbundenen Privilegien als auch die damit verbundenen Verantwortlichkeiten übernehmen könnte.

2. Was bedeutet Währungsdominanz?

Auf den ersten Blick erscheint das Konzept einer dominanten Währung einfach. Oft wird damit die Währung bezeichnet, auf die der größte Anteil der weltweiten Devisenreserven oder der internationalen Transaktionen entfällt. In Wirklichkeit ist Währungsdominanz jedoch ein viel umfassenderes Phänomen. Eine internationale Währung erfüllt mehrere Funktionen gleichzeitig und nützt Regierungen, Unternehmen, Finanzinstituten und privaten Investoren. Währungen können in einigen

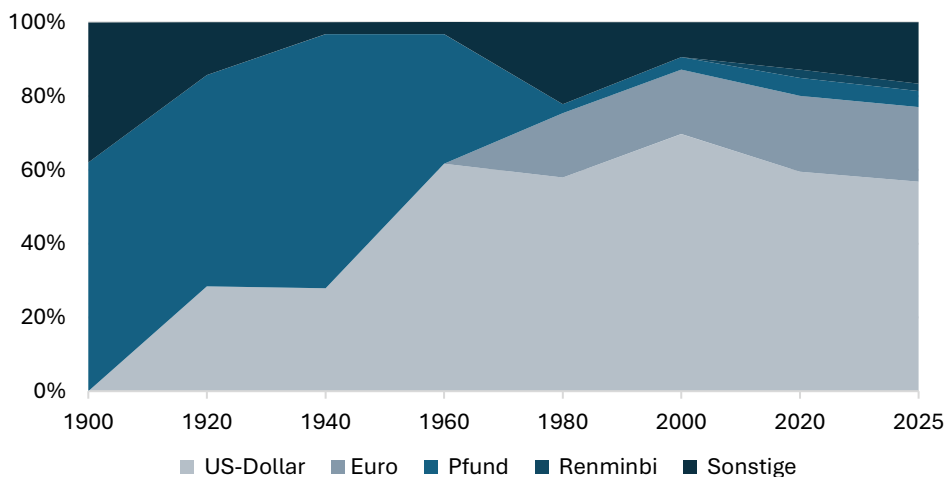


Funktionen international bedeutend sein, in anderen hingegen nicht. Die Dominanz des US-Dollars ist gerade deshalb bemerkenswert, weil sie sich auf alle wesentlichen Funktionen einer internationalen Währung erstreckt.

Die internationale Rolle einer Währung lässt sich nach den Funktionen klassifizieren, die sie sowohl für öffentliche als auch für private Akteure erfüllt (Cohen, 2012; Eichengreen, 2019). Regierungen benötigen internationale Währungen in erster Linie als Anlage für Reserven, Anker für Wechselkursstabilisierung und Interventionsinstrumente, während private Akteure sie zur Rechnungsstellung im Handel, zur Abwicklung internationaler Zahlungen, zur Denominierung von Finanzkontrakten und zur Vermögenssicherung nutzen. Je umfassender eine Währung diese Funktionen erfüllt, desto dominanter ist ihre Position innerhalb des internationalen Währungssystems.

Die am weitesten anerkannte Dimension der Währungsdominanz ist die Rolle einer Reservewährung. Zentralbanken halten Devisenreserven, um Wechselkurse zu stabilisieren, die Finanzmärkte zu beruhigen, Auslandszahlungsverpflichtungen zu erfüllen und in Finanzkrisen Liquidität bereitzustellen. Obwohl der Anteil des US-Dollars an den offiziellen Devisenreserven in den letzten zwei Jahrzehnten schrittweise zurückgegangen ist – von rund 70 Prozent zu Beginn des Jahrhunderts auf heute etwa 58 Prozent – bleibt er bei weitem die weltweit wichtigste Reservewährung. Im Vergleich dazu macht der Euro etwa ein Fünftel der weltweiten Reserven aus, während der chinesische Renminbi trotz Chinas wachsender wirtschaftlicher Bedeutung nur einen vernachlässigbaren Anteil ausmacht (**Abb. 1**).

Abbildung 1. Zusammensetzung der globalen Reservewährungen

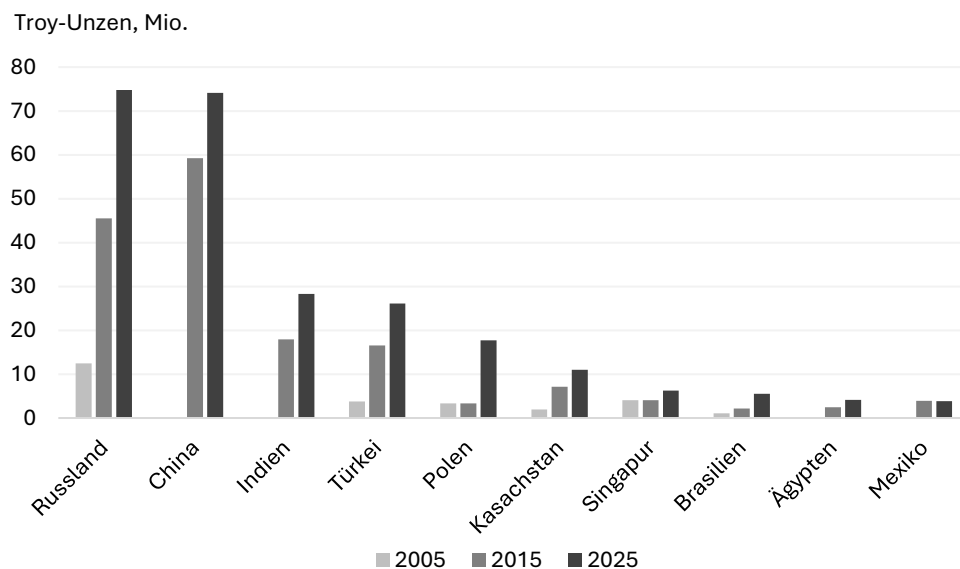


Quelle: Eigene Darstellung (FvS Research Institute) auf Basis der IWF-Datenbank „Currency Composition of FX Reserves“ und Visual Capitalist



Der allmähliche Rückgang des Anteils des Dollars an den offiziellen Devisenreserven sollte nicht als einfache Verlagerung hin zu konkurrierenden Reservewährungen interpretiert werden. Ein Großteil dieses Rückgangs wurde stattdessen durch steigende offizielle Goldbestände verursacht (**Abb. 2**). In den letzten Jahren haben die Zentralbanken so schnell Gold angehäuft wie seit Jahrzehnten nicht mehr, was die Besorgnis über die zunehmende geopolitische Fragmentierung, den vermehrten Einsatz von Finanzsanktionen und die Unsicherheit hinsichtlich der langfristigen Entwicklung der US-Staatsverschuldung widerspiegelt. Gold hat daher vor allem in seiner traditionellen Rolle als Wertspeicher an Bedeutung gewonnen. Im Gegensatz zum US-Dollar kann Gold jedoch die anderen Funktionen einer internationalen Währung nicht effizient erfüllen. Es ist weder ein praktisches Tauschmittel für internationale Zahlungen noch eine Rechnungseinheit für Handelsrechnungen und Finanzkontrakte. Folglich ergänzt die wachsende Rolle des Goldes die zentrale Stellung des Dollars im internationalen Währungssystem, anstatt sie zu ersetzen.

Abbildung 2: Goldbestände als offizielle Reserveaktiva der Währungsbehörden



Quelle: Eigene Darstellung (FvS Research Institute) auf der Grundlage von „International Reserves & Foreign Currency Liquidity“ des IWF

Das Fortbestehen der offiziellen Reservebestände verdeutlicht die starke Trägheit, die das internationale Währungssystem kennzeichnet: Hat sich eine Währung einmal als bevorzugtes Reservevermögen etabliert, haben Zentralbanken aufgrund ihrer Liquidität, Markttiefe und breiten Akzeptanz einen Anreiz, sie weiterhin zu halten.

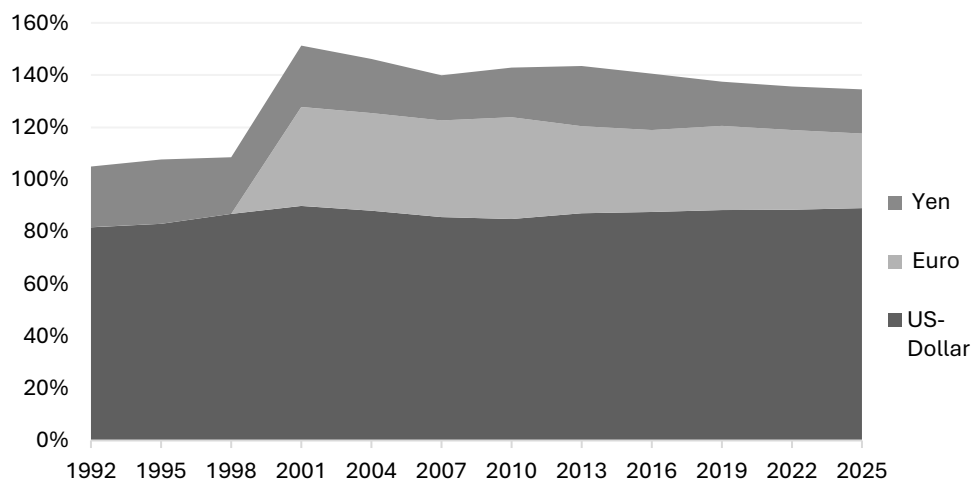
Neben der Funktion als Reservewährung ist die Rolle einer Währung als Fakturierungswährung, in der internationale Handelsverträge denominiert werden, ebenso wichtig. In vielen Fällen werden Exporte und Importe nicht in den Währungen der jeweiligen Handelspartner abgerechnet, sondern in einer weithin akzeptierten internationalen Währung. Der US-Dollar dominiert die Abrechnung im globalen Han-



del weit über den Anteil der Vereinigten Staaten am Welthandel hinaus. Während auf die Vereinigten Staaten nur etwa ein Zehntel der weltweiten Warenexporte entfällt, wird rund die Hälfte des Welthandels in Dollar abgerechnet (Boz et al., 2025). Die Dominanz des Dollars zeigt sich am deutlichsten auf den Rohstoffmärkten, wo Öl, Erdgas und die meisten Industriemetalle überwiegend in Dollar gehandelt werden. Infolgedessen wirken sich Schwankungen des Dollarkurses selbst in Ländern mit begrenzten Handelsbeziehungen zu den Vereinigten Staaten auf die Inflation, die Produktionskosten und die Handelsbilanzen aus.

Eng damit verbunden ist die Funktion einer dominanten Währung als Vehikelwährung an den Devisenmärkten. Der internationale Devisenhandel findet selten direkt zwischen zwei kleineren Währungen statt. Stattdessen werden Transaktionen in der Regel über eine Zwischenwährung abgewickelt, wodurch Transaktionskosten minimiert, und die Marktliquidität erhöht werden. Der US-Dollar erfüllt diese Rolle in überwältigendem Maße. Nach Angaben der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich ist der Dollar an fast 90 Prozent aller Devisentransaktionen weltweit beteiligt (**Abb. 3**). Dieser außergewöhnliche Marktanteil spiegelt starke Netzwerkeffekte wider: Da die Marktteilnehmer davon ausgehen, dass andere in Dollar handeln, konzentriert sich die Liquidität auf die Dollarmärkte, was dessen Attraktivität als bevorzugte Zwischenwährung weiter verstärkt.

Abbildung 3. Währungsanteile am globalen Devisenumsatz



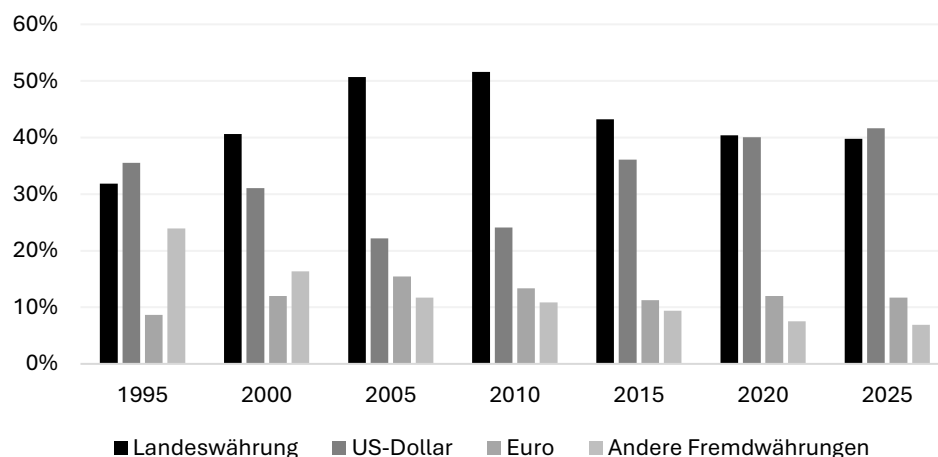
Anmerkung: Gemäß der alle drei Jahre stattfindenden Zentralbankumfrage der BIZ werden die Währungsanteile als prozentualer Anteil des Gesamtumsatzes gemessen, der auf jede Währung auf einer Seite aller Devisengeschäfte entfällt. Da jede Transaktion zwei Währungen umfasst, summieren sich die Gesamtanteile auf 200 %.

Quelle: Eigene Darstellung (FvS Research Institute) auf der Grundlage der alle drei Jahre stattfindenden Zentralbankumfrage der BIZ



Eine vierte Dimension betrifft die Verwendung einer Währung als Finanzierungs- und Anlagewährung. Internationale Anleihen, grenzüberschreitende Bankkredite und Unternehmenskredite lauten häufig auf andere Währungen als die des Kreditnehmers oder des Kreditgebers. Der US-Dollar dominiert die globalen Anleihemärkte und macht den Großteil der international begebenen Schuldverschreibungen und grenzüberschreitenden Bankforderungen aus (**Abb. 4**). Dies ermöglicht Regierungen und Unternehmen weltweit den Zugang zu tiefen und hochliquiden Finanzmärkten der USA. Wie die globale Finanzkrise von 2008 und die COVID-19-Krise eindrucksvoll gezeigt haben, können Störungen an den Dollar-Finanzmärkten sich rasch über nationale Grenzen hinweg ausbreiten und außergewöhnliche Interventionen der Federal Reserve über ihr Netzwerk von Zentralbank-Swap-Linien erforderlich machen.

Abbildung 4. Internationale Schuldverschreibungen nach Währung



Quelle: Eigene Darstellung (FvS Research Institute) auf der Grundlage von BIZ-Daten

Schließlich dient eine internationale Währung sowohl öffentlichen als auch privaten Anlegern als Wertspeicher. Neben den Zentralbanken, die große Devisenreserven halten, suchen institutionelle Anleger, Staatsfonds, multinationale Unternehmen und private Haushalte nach Vermögenswerten, die ihre Kaufkraft erhalten und in Zeiten finanzieller Turbulenzen liquide bleiben. Diese Funktion hängt weniger von der Währung selbst ab als von der Verfügbarkeit sicherer und liquider Finanzanlagen, die auf diese Währung lauten. US-Staatsanleihen erfüllen diese Rolle seit langem besser als jedes andere Finanzinstrument. Ihre Marktgröße, Liquidität und wahrgenommene Sicherheit machen sie zum weltweit begehrtesten sicheren Anlagewert.



3. Warum setzen sich manche Währungen durch?

Das internationale Währungssystem zeichnet sich durch bemerkenswerte Kontinuität aus. Obwohl sich die wirtschaftliche Macht in den letzten zwei Jahrhunderten wiederholt verlagert hat – von Großbritannien zu den Vereinigten Staaten und in jüngerer Zeit in Richtung Asien –, hat sich die internationale Verwendung von Währungen nur langsam verändert. Reservewährungen werden selten über Nacht abgelöst. Stattdessen vollzieht sich ihr Aufstieg und Niedergang in der Regel über Jahrzehnte hinweg und spiegelt dabei bedeutende Veränderungen der zugrunde liegenden Kräfte wider.

In der Literatur werden zahlreiche Determinanten des Status einer internationalen Währung identifiziert (Cohen, 1971; Tavlas, 1990; Eichengreen, 2019; Iancu et al., 2022). Auch wenn sich die Autoren hinsichtlich der relativen Bedeutung, die sie den einzelnen Faktoren beimessen, unterscheiden, hat sich ein breiter Konsens herausgebildet, dass die Dominanz einer Währung auf vier sich gegenseitig verstärkenden Hauptfaktoren beruht: Wirtschaftsgröße, institutionelle Glaubwürdigkeit, geopolitische Macht und Netzwerkeffekte. Keine dieser Voraussetzungen reicht für sich allein aus. Vielmehr entsteht eine dominante Währung aus ihrem Zusammenspiel.

3.1 Wirtschaftliche Triebkräfte

Eine entscheidende Voraussetzung für den Status als internationale Währung ist die wirtschaftliche Bedeutung des emittierenden Landes. Große Volkswirtschaften haben naturgemäß umfangreiche Handels- und Finanztransaktionen und schaffen so eine große Nachfrage nach ihren Währungen über die nationalen Grenzen hinaus.

Die Wirtschaftsgröße allein reicht jedoch nicht aus. China beispielsweise ist zur zweitgrößten Volkswirtschaft der Welt und zur größten Handelsnation aufgestiegen, doch die internationale Rolle des Renminbi bleibt relativ begrenzt.

Neben der wirtschaftlichen Stärke sind tiefe, liquide und hochentwickelte Finanzmärkte eine weitere Voraussetzung. Internationale Investoren benötigen sichere und leicht handelbare Vermögenswerte, in die sie ihre Reserven und Ersparnisse anlegen können. Regierungen und Unternehmen, die Schuldtitel in der internationalen Währung begeben, profitieren ebenfalls von gut funktionierenden Kapitalmärkten, die großen Finanzierungsbedarf bei niedrigen Transaktionskosten decken können. Die außergewöhnliche Tiefe der US-Treasury-Märkte ist daher zu einem der wichtigsten Triebkräfte der Dominanz des Dollars geworden. US-amerikanische Staatsanleihen gelten weithin als weltweite Referenz für sichere Anlagen und bieten Anlegern selbst in Zeiten schwerer finanzieller Belastungen Liquidität.



3.2 Institutionelle Glaubwürdigkeit

Die wirtschaftliche Größe mag zwar Nachfrage nach einer Währung schaffen, doch entscheidet das Vertrauen darüber, ob diese Nachfrage Bestand hat. Seit dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems und dem Übergang zum Fiat-Geld werden internationale Währungen nicht mehr durch Gold gedeckt, sondern durch das Vertrauen in politische und wirtschaftliche Institutionen. Anleger, die auf Dollar lautende Vermögenswerte erwerben, setzen Vertrauen in das Rechtssystem, die politische Stabilität und den institutionellen Rahmen der Vereinigten Staaten (Rogoff, 2025).

Mehrere institutionelle Merkmale sind dabei besonders wichtig. Erstens gewährleisten Eigentumsrechte und Rechtsstaatlichkeit, dass Anleger Finanzanlagen vertrauensvoll halten können, ohne willkürliche Enteignungen oder Diskriminierung befürchten zu müssen. Zweitens stärkt eine glaubwürdige Finanzpolitik das Vertrauen, dass die Staatsverschuldung tragfähig bleibt. Schließlich bietet eine unabhängige Zentralbank die Gewissheit, dass die Geldpolitik langfristige Stabilität über kurzfristigen politischen Erwägungen stellt.

Diese institutionellen Grundlagen erklären, warum der Status als Reservewährung oft auch Phasen vorübergehender wirtschaftlicher Schwäche übersteht. Das über Jahrzehnte gewonnene Vertrauen lässt sich von konkurrierenden Ländern nicht ohne Weiteres nachbilden. Umgekehrt kann eine stetige Verschlechterung der institutionellen Rahmenbedingungen die internationale Attraktivität einer Währung allmählich untergraben, selbst wenn diese Volkswirtschaft groß und wohlhabend bleibt.

3.3 Geopolitische Macht und internationale Führungsrolle

Internationale Währungen waren selten von geopolitischem Einfluss losgelöst. Im Laufe der Geschichte wurde die führende Reservewährung in der Regel von der dominierenden geopolitischen Macht ihrer Zeit ausgegeben. Das britische Pfund spiegelte im 19. Jahrhundert die Seeherrschaft Großbritanniens und sein globales Handelsimperium wider, während der Aufstieg des US-Dollars nach dem Zweiten Weltkrieg die wirtschaftliche, militärische und diplomatische Führungsrolle Amerikas in der Weltwirtschaft widerspiegelte (Rogoff, 2025).

Geopolitischer Einfluss wirkt sich über verschiedene Kanäle auf Währungen aus. Sicherheitsbündnisse vertiefen die Handels- und Finanzintegration, während internationale Institutionen häufig die Position der dominanten Währung stärken. Gleichzeitig stärkt geopolitische Macht das Vertrauen, dass das emittierende Land sowohl den Willen als auch die Fähigkeit besitzt, die Stabilität des internationalen Währungssystems in Krisenzeiten zu wahren.



Die Beziehung wirkt auch in die entgegengesetzte Richtung. Eine dominante Währung verschafft wichtige geopolitische Überlegenheit, indem sie den diplomatischen Einfluss vergrößert und die Kosten für die Ausübung wirtschaftlicher und militärischer Macht im Ausland senkt. Sie verleiht zudem eine Art „Währungspolitik“, die es der emittierenden Regierung ermöglicht, über politische Grenzen hinweg zu bestimmen, was zu tun – oder zu unterlassen – ist, um ihre geopolitischen Interessen zu verfolgen (Cohen, 2018). Da viele Länder und private Akteure die Staatsanleihen eines Leitwährungslandes halten, schafft große zusätzliche Ausgabenspielräume, welche hohe Militärausgaben möglich machen. Der Stanford-Ökonom Ronald McKinnon hat in diesem Zusammenhang von einer unbegrenzten Kreditlinie gesprochen (McKinnon 2012).

3.4 Netzwerkeffekte und Trägheit

Zwar erklären wirtschaftliche und institutionelle Fundamentaldaten, wie Währungen zunächst internationale Bedeutung erlangen, doch können sie nicht vollständig erklären, warum dominante Währungen so lange dominant bleiben. Die Beständigkeit von Reservewährungen wird weitgehend durch starke Netzwerkeffekte und Pfadabhängigkeit bestimmt (He & Yu, 2016).

Der Nutzen einer internationalen Währung steigt mit der Zahl der Nutzer, die sie anwenden. Unternehmen bevorzugen es, Handelsgeschäfte in der Währung abzurechnen, die bereits von ihren Lieferanten und Kunden verwendet wird. Banken bevorzugen es, in der Währung mit den tiefsten Finanzmärkten zu agieren. Zentralbanken halten ihre Reserven am liebsten in der Währung, die in Krisenzeiten am ehesten akzeptiert wird. Investoren suchen nach Vermögenswerten mit der größten Liquidität, während Regierungen Schuldtitel in der Währung begeben, die die meisten Investoren anzieht. Jeder zusätzliche Nutzer erhöht somit den Wert der Währung für alle anderen Nutzer.

Diese sich selbst verstärkenden Dynamiken führen zu erheblichen Lock-in-Effekten, die durch die damit verbundenen Umstellungskosten bei einem Wechsel zu einer möglichen alternativen Währung noch verstärkt werden (Posen, 2008). Selbst wenn ein Land ein Leitwährungsland bezüglich der Größe des Bruttoinlandsprodukts irgendwann überholt, haben Marktteilnehmer noch keinen Anreiz, eine etablierte internationale Währung aufzugeben. Es sei denn, die Alternative bietet überwältigende Vorteile. Folglich vollziehen sich Wechsel bei den Reservewährungen in der Regel nur langsam und oft über mehrere Jahrzehnte hinweg. Die Ablösung des britischen Pfunds durch den US-Dollar war ein langer Prozess, der weit über die Verschiebung der relativen Wirtschaftsgröße zwischen Großbritannien und den Vereinigten Staaten hinausging.

Die Kombination aus Netzwerkeffekten und institutioneller Trägheit führt dazu, dass internationale Währungssysteme natürlichen Monopolen ähneln. Es können zwar mehrere internationale Währungen nebeneinander bestehen, doch oft kris-



tallisiert sich eine Währung als zentraler Dreh- und Angelpunkt für den globalen Handel, die Finanzwelt und die Bildung von Währungsreserven heraus. Diese Dominanz verstärkt sich im Laufe der Zeit zunehmend von selbst (Benney & Cohen, 2022).

4. Die Emission der dominanten Währung: Segen oder Fluch?

Die internationale Dominanz einer Währung wird oft als einer der größten wirtschaftlichen Vorteile dargestellt, über die ein Land verfügen kann. Seit den 1960er Jahren wird dieser Vorteil durch den Begriff „das exorbitante Privileg“ zusammengefasst, der vom französischen Finanzminister Valéry Giscard d'Estaing geprägt wurde, um die einzigartige Position der Vereinigten Staaten zu beschreiben.

Der offensichtlichste Vorteil der Emission der weltweit dominierenden Währung ist die anhaltende internationale Nachfrage nach inländischen Finanzanlagen. Globale Investoren – darunter Zentralbanken, Staatsfonds und Pensionsfonds – suchen nach hochliquiden und sicheren Anlagen. Da US-Staatsanleihen zum Maßstab für sichere Anlagen im globalen Finanzsystem geworden sind, senkt diese Nachfrage die Kreditkosten der US-Regierung und ermöglicht es ihr, größere Haushaltsdefizite zu niedrigeren Zinssätzen zu finanzieren, als dies sonst möglich wäre. Im Gegensatz zu vielen Schwellenländern, die oft gezwungen sind, Kredite in Fremdwährungen aufzunehmen und daher einem Wechselkursrisiko ausgesetzt bleiben, begeben die Vereinigten Staaten praktisch ihre gesamte Verschuldung in Dollar. Dadurch entfällt das Risiko, dass eine Abwertung der Landeswährung die reale Belastung durch die Staatsverschuldung plötzlich erhöhen könnte – ein Problem, das in der Literatur oft als „Erbsünde“ bezeichnet wird (Eichengreen et al., 2023).

Über die herkömmliche Seigniorage hinaus profitieren die Vereinigten Staaten auch von ihrer Rolle als „Welt-Risikokapitalgeber“ (Gourinchas & Rey, 2007). Dementsprechend halten ausländische Investoren überwiegend relativ sichere amerikanische Vermögenswerte wie Schatzpapiere und Bankeinlagen, während amerikanische Investoren einen größeren Anteil an höher verzinslichen ausländischen Vermögenswerten halten, darunter Aktien und Direktinvestitionen. Diese Asymmetrie ermöglicht es den Vereinigten Staaten, systematisch höhere Renditen auf ihre ausländischen Vermögenswerte zu erzielen, als sie für ihre Auslandsverbindlichkeiten bezahlen, wodurch zusätzliche Gewinne entstehen, die weit über traditionelle Messgrößen der Seigniorage hinausgehen.

Die Währungsdominanz bietet zudem wichtige geopolitische Vorteile. Da der Dollar eine zentrale Stellung im internationalen Zahlungsverkehr und auf den internationalen Finanzmärkten einnimmt, verfügen die Vereinigten Staaten über mächtige Instrumente der Wirtschaftspolitik. Finanzsanktionen, Beschränkungen des Zugangs zu Dollar-Clearing-Systemen und Einschränkungen auf den internationalen Kapitalmärkten sind zu zentralen Bestandteilen der US-Außenpolitik geworden. Die zentrale Stellung des Dollars setzt die wirtschaftliche Führungsrolle in geopoliti-



schen Einfluss um und stärkt die strategische Bedeutung des Status als Reservewährung.

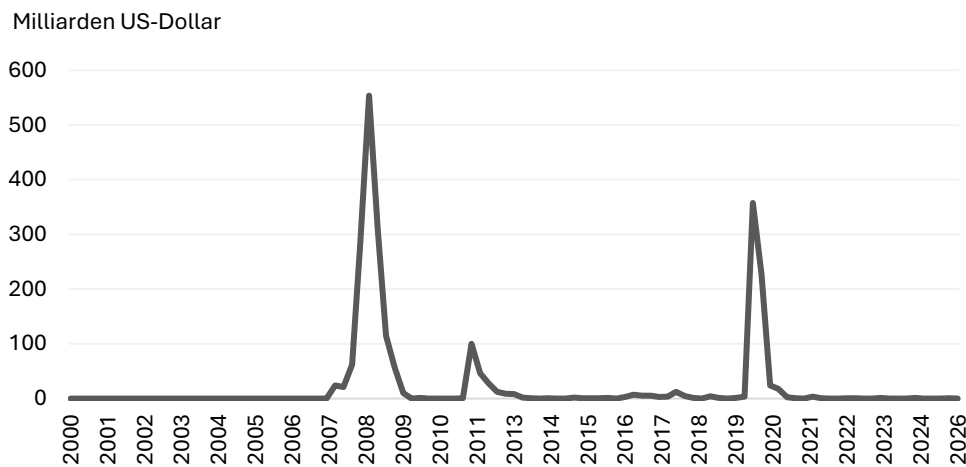
Diese erheblichen Vorteile gehen jedoch mit bedeutenden Verpflichtungen einher. Die erste Verantwortung besteht in der kontinuierlichen Bereitstellung sicherer und liquider Finanzanlagen, die von der Weltwirtschaft nachgefragt werden. Diese Anforderung führt jedoch zum bekannten Triffin-Dilemma: Da der Rest der Welt ein steigendes Angebot an Dollar-Anlagen benötigt, müssen die Vereinigten Staaten kontinuierlich Dollar exportieren – sei es durch Leistungsbilanzdefizite, Auslandsinvestitionen oder Ausgaben im Ausland. Die anhaltende Anhäufung von Auslandsverbindlichkeiten kann letztendlich das Vertrauen in die Währung selbst schwächen. Gerade der Erfolg einer Reservewährung schafft somit eine inhärente Spannung zwischen der Befriedigung des globalen Liquiditätsbedarfs und der Wahrung des langfristigen Vertrauens in die fiskalische und monetäre Stabilität des Emittenten (Triffin, 1960).

Die mit der monetären Führungsrolle verbundenen Verantwortlichkeiten treten in Zeiten von Finanzkrisen besonders deutlich zutage. Da ein großer Teil der internationalen Bankgeschäfte, der Handelsfinanzierung und der grenzüberschreitenden Kreditaufnahme auf Dollar lautet, werden Störungen auf den Finanzierungsmärkten der Leitwährung rasch zu globalen Phänomenen. Während der globalen Finanzkrise von 2008 sahen sich Banken in ganz Europa und Asien plötzlich mit akuten Engpässen bei der Dollar-Liquidität konfrontiert, obwohl sie außerhalb der Vereinigten Staaten tätig waren. Um den Zusammenbruch der internationalen Finanzmärkte zu verhindern, richtete die Federal Reserve Notfall-Swap-Linien mit wichtigen ausländischen Zentralbanken ein und stellte auf dem Höhepunkt der Krise Liquidität in Höhe von mehr als 580 Milliarden US-Dollar bereit. Ähnliche Fazilitäten wurden während der COVID-19-Pandemie reaktiviert (**Abb. 5**). Obwohl diese Interventionen in erster Linie darauf abzielten, das Funktionieren des globalen Finanzsystems zu stabilisieren – und damit auch die US-Wirtschaft zu schützen – zeigten sie, dass die Federal Reserve faktisch die Rolle eines internationalen Kreditgebers der letzten Instanz übernommen hatte.

Aus diesem Grund genießen die Vereinigten Staaten nicht nur ein „exorbitantes Privileg“, sondern tragen auch eine „exorbitante Pflicht“ (Gourinchas & Rey, 2022). Die Glaubwürdigkeit des internationalen Währungssystems hängt von der Bereitschaft und Fähigkeit der Vereinigten Staaten ab, globale Liquidität bereitzustellen, die Stabilität der Finanzmärkte zu wahren und das Vertrauen in den Dollar als weltweit wichtigstes sicheres Anlageinstrument aufrechtzuerhalten. Der Status als Weltreservewährung gleicht daher der Bereitstellung eines internationalen öffentlichen Gutes: Während das emittierende Land erhebliche wirtschaftliche und geopolitische Vorteile genießt, wird von ihm gleichzeitig erwartet, dass es Verantwortung übernimmt, die weit über seine nationalen Grenzen hinausreicht.



Abbildung 5. Dollar-Swap-Linien der Fed an ausländische Zentralbanken



Quelle: Eigene Darstellung (FvS Research Institute) auf Basis von FRED-Daten

Die globale Führungsrolle im Währungsbereich kann zudem die nationale Wirtschaftspolitik einschränken. Entscheidungen der Federal Reserve beeinflussen Kapitalströme, Wechselkurse und die Finanzstabilität weltweit. Obwohl sich das gesetzliche Mandat der Federal Reserve weiterhin auf innenpolitische Ziele konzentriert, hat ihre Politik unweigerlich internationale Ausstrahlungseffekte, die die politischen Entscheidungsträger in den USA nicht völlig ignorieren können. Ebenso erhält die finanzpolitische Tragfähigkeit des Emittenten eine globale Dimension, da das Vertrauen in US-Staatsanleihen die Reserveportfolios von Zentralbanken und institutionellen Anlegern weltweit untermauert.

Schließlich kann der Status als Reservewährung selbst zu innenwirtschaftlichen Spannungen führen. Die anhaltende Auslandsnachfrage nach auf Dollar lautenden Vermögenswerten trägt zu Kapitalzuflüssen bei und kann den Dollar stärker halten, als dies sonst der Fall wäre, was die internationale Wettbewerbsfähigkeit der heimischen verarbeitenden Industrie mindert und gleichzeitig zu langanhaltenden Leistungsbilanzdefiziten beitragen kann. Diese Bedenken haben in den letzten Jahren erneut Aufmerksamkeit erlangt. Beispielsweise hat der Vorsitzende des Rates der Wirtschaftsberater und zeitweises Mitglied des Gouverneursrats der Federal Reserve, Stephen Miran argumentiert, dass die internationale Rolle des Dollars den Vereinigten Staaten erhebliche strukturelle Kosten auferlegt, indem sie die Deindustrialisierung fördert und die Fähigkeit des Landes einschränkt, seine Außenbilanz wieder ins Gleichgewicht zu bringen (Miran, 2024). Ob diese Kosten die erheblichen Vorteile überwiegen, ist nach wie vor umstritten (Krugman, 2025). Dennoch verdeutlicht die Debatte, dass der Status als Reservewährung in den Vereinigten Staaten nicht mehr als uneingeschränkter Segen angesehen werden kann.



5. Inwieweit stellt eine dominante Währung ein Problem dar?

Für Länder, die am internationalen Währungssystem teilnehmen, bietet die Verwendung des Dollars als weltweit dominierender Währung unbestreitbare Vorteile. Die Abwicklung des Handels in einer weithin akzeptierten Währung senkt die Transaktionskosten, beseitigt Wechselkursunsicherheiten für Exporteure und Importeure, erleichtert den Zugang zu internationalen Kapitalmärkten und bietet eine verlässliche Wertanlage für Währungsreserven (Gopinath et al., 2020). Insbesondere für kleinere und offenere Volkswirtschaften vereinfacht die Abrechnung von Exporten in einer international akzeptierten Währung Handelsgeschäfte und verbessert den Zugang zu globalen Märkten (Goldberg & Tille, 2008). Ebenso ermöglicht das Halten von Reserven in hochliquiden, auf US-Dollar lautenden Vermögenswerten den Zentralbanken, in Zeiten finanzieller Belastungen zu intervenieren, und stärkt das Vertrauen in die Stabilität des inländischen Finanzsystems (Obstfeld et al., 2010). Aus dieser Perspektive erscheint die Abhängigkeit von einer dominanten internationalen Währung als effiziente und rationale Entscheidung.

Doch diese Vorteile können sich auch als trügerisch erweisen. Die weit verbreitete Verwendung der Währung eines anderen Landes schafft unweigerlich ein Abhängigkeitsverhältnis. Die inländischen Wirtschaftsbedingungen werden zunehmend von Entscheidungen im Ausland beeinflusst. Genau jene Merkmale, die den Dollar attraktiv machen – seine tiefen Finanzmärkte, seine umfassende internationale Verwendung und seine zentrale Rolle im globalen Finanzwesen –, übertragen auch wirtschaftliche und politische Entwicklungen in den Vereinigten Staaten auf den Rest der Welt. Was zunächst als monetäre Erleichterung erscheint, kann sich daher zu einer erheblichen Quelle der Anfälligkeit entwickeln.

Die vielleicht wichtigste Folge betrifft den Verlust der geldpolitischen Autonomie. Grundsätzlich behalten Länder mit flexiblen Wechselkursen die Fähigkeit, eine unabhängige Geldpolitik zu betreiben. In der Praxis schränkt die Dominanz des Dollars diese Freiheit jedoch erheblich ein. Dementsprechend wird das traditionelle makroökonomische „Trilemma“ durch ein „Dilemma“ ersetzt: Unter den Bedingungen global integrierter Kapitalmärkte wird eine unabhängige Geldpolitik selbst bei flexiblen Wechselkursen schwierig (Rey, 2015). Veränderungen der US-Zinssätze lösen globale Kapitalströme aus, verändern die weltweiten Finanzbedingungen und beeinflussen die Wechselkurse unabhängig von den inländischen makroökonomischen Fundamentaldaten. Eine geldpolitische Straffung durch die Federal Reserve zwingt daher Zentralbanken weltweit häufig dazu, ihre eigenen Zinssätze anzuhähen, um übermäßige Kapitalabflüsse und Währungsabwertungen zu verhindern – selbst wenn die inländischen Wirtschaftsbedingungen eine andere Politik erfordern würden. Die Dominanz des Dollars verstärkt somit tendenziell internationale Finanzzyklen, anstatt sie zu glätten.



Die Abhängigkeit von der Finanzierung in US-Dollar verstärkt diese Ausstrahlungseffekte noch weiter. Wie oben gezeigt, lautet ein beträchtlicher Anteil der internationalen Kreditaufnahme auf US-Dollar. Für Kreditnehmer außerhalb der Vereinigten Staaten kann dadurch ein erhebliches Währungsinkongruenz (currency mismatch). Während Einnahmen oft in Landeswährung erzielt werden, bleiben die Schuldenverpflichtungen fest in Dollar denominiert (Eichengreen et al., 2023). Eine Abwertung der Landeswährung erhöht daher unmittelbar den Wert der ausstehenden Verbindlichkeiten in Landeswährung, schwächt die Unternehmensbilanzen, erhöht die Finanzierungskosten der Staaten und löst in extremen Fällen Finanzkrisen aus (Krugman, 1999). Zahlreiche Krisen in Schwellenländern in den letzten Jahrzehnten, darunter die Asienkrise von 1997–1998, haben gezeigt, wie schnell eine Wechselkursabwertung ausländische Kreditaufnahmen in systemische Finanznot verwandeln kann.

Jüngste geopolitische Entwicklungen haben eine weitere Dimension der Abhängigkeit deutlich gemacht: die zunehmende Nutzung des internationalen Währungssystems als Instrument der Außenpolitik. Da die meisten internationalen Zahlungen letztendlich über eine auf dem Dollar basierende Finanzinfrastruktur abgewickelt werden, verfügen die Vereinigten Staaten über einen außergewöhnlichen Einfluss auf globale Finanztransaktionen. Dieser Einfluss geht über die Rolle des Dollars als Rechnungs- und Reservewährung hinaus. Obwohl SWIFT selbst lediglich ein Nachrichtensystem und kein Zahlungsnetzwerk ist, wird der überwiegende Anteil der internationalen Dollar-Zahlungen letztendlich über US-Korrespondenzbanken abgewickelt. Diese Institute nehmen eine zentrale Position innerhalb der globalen Zahlungsarchitektur ein und fungieren als „Spinne im Netz“ der grenzüberschreitenden Dollar-Transaktionen. Da der Zugang zu Korrespondenzbankbeziehungen für die Teilnahme am internationalen Finanzverkehr unverzichtbar ist, können die Vereinigten Staaten den Dollar effektiv als Waffe einsetzen, indem sie den Zugang zum Dollar-Clearing-System einschränken.

In diesem Zusammenhang sind Wirtschaftssanktionen, Beschränkungen des Zugangs zu Dollar-Clearing-Systemen und das Einfrieren von Devisenreserven zu wirkungsvollen Instrumenten der internationalen Diplomatie geworden. Das Einfrieren eines erheblichen Teils der Devisenreserven der russischen Zentralbank nach dem Einmarsch in die Ukraine im Februar 2022 hat die Wahrnehmung von Reservevermögen grundlegend verändert. Während Reservewährungen traditionell in erster Linie als sichere Finanzanlagen angesehen wurden, bergen sie zunehmend geopolitische Risiken. Für viele Länder hat diese Episode die Befürchtung verstärkt, dass der Zugang zu internationalen Reserven letztlich nicht nur von wirtschaftlichen Erwägungen, sondern auch von der geopolitischen Ausrichtung abhängen könnte (Rogoff, 2025; McDowell, 2023).



6. Wird der Dollar seine Vormachtstellung behalten?

Auf den ersten Blick erscheint das internationale Umfeld für den US-Dollar ungünstiger als jemals zuvor in den letzten Jahrzehnten. Das relative wirtschaftliche Gewicht der Vereinigten Staaten hat abgenommen, geopolitische Spannungen haben sich verschärft, Schwellenländer treten offen für eine Verringerung der Abhängigkeit vom Dollar ein, und digitale Währungen versprechen, den internationalen Zahlungsverkehr zu verändern. Allein diese Schlagzeilen würden darauf hindeuten, dass die Ära der Dominanz des Dollars zu Ende geht.

Eine genauere Betrachtung der Determinanten der Währungsdominanz führt jedoch zu einer anderen Schlussfolgerung. Zwar haben sich verschiedene Faktoren, die den Dollar stützen, abgeschwächt, doch hat sich keiner davon ausreichend verschlechtert, um seine zentrale Position in absehbarer Zukunft zu gefährden. Noch wichtiger ist, dass keine der häufig diskutierten Alternativen derzeit über die Kombination von Merkmalen verfügt, die erforderlich ist, um die Währungsdominanz zu übernehmen.

China ist zur zweitgrößten Volkswirtschaft und zur größten Handelsnation der Welt aufgestiegen, doch der Renminbi wird nach wie vor durch Kapitalkontrollen, begrenzte finanzielle Offenheit und institutionelle Undurchsichtigkeit eingeschränkt. Ebenso spiegeln die Bemühungen der Schwellenländer – wie die BRICS-Initiative – den legitimen Wunsch wider, die Abhängigkeit vom Dollar zu verringern, insbesondere als Reaktion auf den zunehmenden Einsatz von Finanzsanktionen und anderen Instrumenten der Wirtschaftspolitik. Politischer Ehrgeiz allein kann jedoch keine dominante internationale Währung schaffen. Währungsführerschaft erfordert tiefgreifende und transparente Finanzmärkte, uneingeschränkte Kapitalmobilität, glaubwürdige Rechtsinstitutionen, eine unabhängige Zentralbank und – was vielleicht am wichtigsten ist – ein großes Angebot an international akzeptierten sicheren Vermögenswerten. Die BRICS-Länder verfügen derzeit weder über die institutionelle Integration noch über den politischen Zusammenhalt, die für eine solche Währungsinfrastruktur erforderlich sind. Daher werden solche Initiativen eher zu einer schrittweisen Diversifizierung des internationalen Währungssystems beitragen als zur Entstehung einer echten Alternative zum Dollar.

Auch die Technologie dürfte die bestehende Währungshierarchie kaum umstürzen. Digitale Zentralbankwährungen, private Kryptowährungen und neue Zahlungsinfrastrukturen mögen die Effizienz grenzüberschreitender Transaktionen erheblich verbessern, doch ersetzen sie nicht die institutionellen Grundlagen, auf denen internationale Währungen beruhen. Vertrauen, Rechtssicherheit, Finanztiefe und makroökonomische Stabilität sind im digitalen Zeitalter ebenso wichtig wie zu Zeiten von Bretton Woods. Im Grenzfall könnte die digitale Innovation die internationale Rolle des Dollars sogar stärken, anstatt ihn zu untergraben. Die rasche Verbreitung von dollargestützten Stablecoins dehnt die Verwendung des Dollars auf de-



zentrale Zahlungssysteme und die digitale Finanzwelt aus und erhält gleichzeitig die Nachfrage nach auf Dollar lautenden sicheren Anlagen aufrecht. Da Stablecoin-Emittenten nach der gegebenen Regulierung ihre Reserven in sichere und liquide Anlageformen wie Treasury Bills investieren müssen, erzeugt ihr Wachstum zudem eine zusätzliche Nachfrage nach Staatsanleihen. US-Finanzminister Scott Bessent argumentierte kürzlich, dass die weit verbreitete Einführung von dollar-gestützten Stablecoins letztlich zu einer wichtigen Nachfragequelle für US-Staatsanleihen werden könnte, was sich positiv auf die Dominanz des Dollars auswirken würde.¹

Sollte es keinen ernst zu nehmenden Herausforderer geben, stellt sich die grundlegendere Frage, ob die Vereinigten Staaten selbst weiterhin die Bedingungen schaffen werden, die die Dominanz des Dollars weiter untermauern. Seit dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems hängt das Vertrauen in den Dollar vom Vertrauen in die US-Institutionen ab, die die Vereinigten Staaten bislang von jedem potenziellen Konkurrenten unterschieden haben.

Diese Grundlagen sind in den letzten Jahren zunehmend in den Fokus gerückt. Politische Polarisierung, wiederholte politische Auseinandersetzungen um die Schuldenobergrenze, steigende Staatsverschuldung und wachsender politischer Druck auf die Federal Reserve haben Fragen hinsichtlich der langfristigen Vorhersehbarkeit der wirtschaftspolitischen Steuerung der USA aufgeworfen. Die Rückkehr von Donald Trump ins Präsidentenamt hat diese Bedenken weiter verstärkt. Erneute Zölle, ein zunehmend transaktionaler Ansatz bei Bündnissen, Unsicherheiten hinsichtlich der NATO-Verpflichtungen, Diskussionen über Grönland und Kanada sowie eine weniger vorhersehbare Außenpolitik haben allesamt zu der Wahrnehmung beigetragen, dass die Führungsrolle der USA möglicherweise an Stabilität und Zuverlässigkeit verliert. Keine dieser Entwicklungen hat jedoch das Vertrauen in den Dollar bislang grundlegend untergraben.

Letztendlich ist es schwer vorstellbar, dass die Vereinigten Staaten einen Anreiz hätten, die Vorteile ihrer monetären Führungsrolle aufzugeben, trotz der wachsenden innenpolitischen Debatte über deren Kosten. Die unmittelbarere Herausforderung besteht daher darin, das Vertrauen zu bewahren, auf dem die Dominanz des Dollars beruht. Andernfalls könnte sich Connallys Ausspruch in einer Weise als prophetisch erweisen, die er nie beabsichtigt hatte: Was einst „unser Dollar, euer Problem“ war, könnte letztendlich zu „unser Dollar, aller Problem“ werden.

¹ „Scott Bessent setzt auf Stablecoins, um die Nachfrage nach US-Staatsanleihen anzukurbeln“, Financial Times, 20. August 2025, abrufbar unter: <https://www.ft.com/content/1914c189-b4ed-46dd-adde-106b08a68183?syn-25a6b1a6=1>.



Quellenangaben:

- Benney, T. M., & Cohen, B. J. (2022). The international currency system revisited. *Review of Keynesian Economics*, 10(4), 443-461.
- Boz, E., Brüggemann, A., Casas, C., Georgiadis, G., Gopinath, G., Mehl, A. (2025). Patterns of invoicing currency in global trade in a fragmented world economy. IMF Working Paper WP/25/178.
- Cohen, B. J. (2018). *Currency Statecraft: Monetary Rivalry and Geopolitical Ambition*. Chicago: The University of Chicago Press.
- Cohen, B. J. (2012). The benefits and costs of an international currency: Getting the calculus right. *Open Economies Review*, 23(1), 13-31.
- Cohen, B. J. (1971). *The Future of Sterling as an International Currency*. Macmillan: St. Martin's Press.
- Eichengreen, B. (2019). *Globalizing Capital: A History of the International Monetary System* (3rd ed.). Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Eichengreen, B., Hausmann, R., & Panizza, U. (2023). Yet it endures: The persistence of original sin. *Open Economies Review*, 34(1), 1-42.
- Goldberg, L. S., & Tille, C. (2008). Vehicle currency use in international trade. *Journal of International Economics*, 76(2), 177-192.
- Gopinath, G., Boz, E., Casas, C., Díez, F. J., Gourinchas, P. O., & Plagborg-Møller, M. (2020). Dominant currency paradigm. *American Economic Review*, 110(3), 677-719.
- Gourinchas, P.-O., & Rey, H. (2022). Exorbitant privilege and exorbitant duty. CEPR Discussion Paper DP16944.
- Gourinchas, P.-O., & Rey, H. (2007). From world banker to world venture capitalist: U.S. external adjustment and the exorbitant privilege. In: Clarida, R. (Hg.): *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*. Chicago: University of Chicago Press, SS. 11–66.
- He, D., & Yu, X. (2016). Network effects in currency internationalisation: Insights from BIS triennial surveys and implications for the renminbi. *Journal of International Money and Finance*, 68, 203-229.
- Iancu, A., Anderson, G., Ando, S., Boswell, E., Gamba, A., Hakobyan, S., ... & Wu, Y. (2022). Reserve currencies in an evolving international monetary system. *Open Economies Review*, 33(5), 879-915.
- Krugman, P. (2025). A Balance of Payments primer, part II: The dollar and all that. Available at: <https://paulkrugman.substack.com/p/a-balance-of-payments-primer-part-b66>



- Krugman, P. (1999). Balance sheets, the transfer problem, and financial crises. *International Tax and Public Finance*, 6(4), 459-472.
- McDowell, D. (2023). *Bucking the Buck: US Financial Sanctions and the International Backlash Against the Dollar*. Oxford: Oxford University Press.
- McKinnon, R. (2012). *The Unloved Dollar Standard: From Bretton Woods to the Rise of China*. Oxford University Press, New York.
- Miran, S. (2024). A user's guide to restructuring the global trading system. Hudson Bay Capital, available at: [https:// www.hudsonbaycapital.com/documents/FG/hudsonbay/research/638199_A_Users_Guide_to_Restructuring_the_Global_Trading_System.pdf](https://www.hudsonbaycapital.com/documents/FG/hudsonbay/research/638199_A_Users_Guide_to_Restructuring_the_Global_Trading_System.pdf).
- Obstfeld, M., Shambaugh, J. C., & Taylor, A. M. (2010). Financial stability, the trilemma, and international reserves. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 2(2), 57-94.
- Posen, A. S. (2008). Why the euro will not rival the dollar. *International Finance*, 11(1), 75-100.
- Rey, H. (2015). Dilemma not trilemma: The global financial cycle and monetary policy independence. CEPR Discussion Paper DP10591.
- Rogoff, K. (2025). *Our Dollar, Your Problem*. Yale University Press.
- Tavlas, G. S. (1990). On the international use of currencies: The case of the Deutsche Mark. IMF Working Paper 90/3.
- Triffin, R. (1960). *Gold and the Dollar Crisis: The Future of Convertibility*. New Haven: Yale University Press.



RECHTLICHE HINWEISE

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen des Verfassers zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Ansicht und die Zukunftserwartung des Verfassers wider. Die Meinungen und Erwartungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen Dokumenten der Flossbach von Storch SE dargestellt werden. Die Beiträge werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. (Mit diesem Dokument wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet). Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen ist ausgeschlossen. **Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.** Sämtliche Urheberrechte und sonstige Rechte, Titel und Ansprüche (einschließlich Copyrights, Marken, Patente und anderer Rechte an geistigem Eigentum sowie sonstiger Rechte) an, für und aus allen Informationen dieser Veröffentlichung unterliegen uneingeschränkt den jeweils gültigen Bestimmungen und den Besitzrechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Sie erlangen keine Rechte an dem Inhalt. Das Copyright für veröffentlichte, von der Flossbach von Storch SE selbst erstellte Inhalte bleibt allein bei der Flossbach von Storch SE. Eine Vervielfältigung oder Verwendung solcher Inhalte, ganz oder in Teilen, ist ohne schriftliche Zustimmung der Flossbach von Storch SE nicht gestattet.

Nachdrucke dieser Veröffentlichung sowie öffentliches Zugänglichmachen – insbesondere durch Aufnahme in fremde Internetauftritte – und Vervielfältigungen auf Datenträger aller Art bedürfen der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Flossbach von Storch SE

© 2026 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

IMPRESSUM

Herausgeber Flossbach von Storch SE, Research Institute, Ottoplatz 1, 50679 Köln, Telefon +49. 221. 33 88-291, research@fvsag.com; *geschäftsführende Direktoren* Dr. Bert Flossbach, Dr. Tobias Hirsch, Dr. Tobias Schafföner, Christian Schlosser, Dr. Till Schmidt, Marcus Stollenwerk; *Vorsitzender des Verwaltungsrats* Kurt von Storch; *Umsatzsteuer-ID* DE 200 075 205; *Handelsregister* HRB 120 796 (Amtsgericht Köln); *Zuständige Aufsichtsbehörde* Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24 – 28, 60439 Frankfurt / Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn, www.bafin.de; *Autor* Prof. Dr. Agnieszka Gehringer, PhD; *Redaktionsschluss* 16. Juli 2026