

## Derzeit kaum Alternativen zur Dollar-Dominanz in Sicht

Nr. 406, 1. November 2022

Autor: Dr. Felix Schmidt, Telefon 069 7431-9386, felix.schmidt@kfw.de

Die Größe der US-amerikanischen Wirtschaft, die Tiefe des Kapitalmarktes, die freie Konvertierbarkeit der Währung und das Vertrauen in die US-Institutionen haben dazu beigetragen, dass der US-Dollar seine Stellung als globale Leitwährung auch nach dem Ende von Bretton Woods verteidigen konnte. Zwar ist der Anteil der in US-Dollar allokierten Währungsreserven in den vergangenen Jahrzehnten gesunken, mit derzeit etwa 60 % behauptet der Greenback aber weiterhin deutlich seine dominante Stellung. Als Antwort auf den russischen Angriffskrieg auf die Ukraine wurde die Dollar-Dominanz zum ersten Mal in der Geschichte als „Sanktionswaffe“ genutzt, eine Entwicklung, die dem Gebrauch lokaler Währungen und alternativer Zahlungssysteme in Asien Rückenwind verleihen wird. Die Alternativen zum Dollar als globale Leitwährung sind aber insgesamt begrenzt. Weder der Renminbi oder der Euro, noch Kryptowährungen werden dem Greenback auf absehbare Zeit zur Konkurrenz werden.

### US-Dollar als globale Leitwährung

Mit dem Ende des Zweiten Weltkrieges und dem im Anschluss eingeführten Wechselkurssystem von Bretton Woods kam dem US-Dollar die Funktion einer globalen Leitwährung zu, welche bis heute Bestand hat. In den 1960er-Jahren sprach der damalige französische Finanzminister Valéry Giscard d'Estaing in diesem Zusammenhang von einem „exorbitanten Privileg“, welches die USA aufgrund der besonderen Stellung des US-Dollars genießen.<sup>1</sup> Dass der Greenback auch über das Ende des Bretton-Woods-Systems hinaus seine dominante Stellung behalten konnte, liegt an der Größe der amerikanischen Wirtschaft, der Tiefe des Kapitalmarktes, der freien Konvertierbarkeit der Währung und dem Vertrauen in die US-Institutionen. Auch in diesem Jahrtausend ist der US-Dollar weiterhin die dominante Weltwährung. In den Jahren 1999–2014 wurden im Schnitt 40 % des Welthandels in US-Dollar abgerechnet.<sup>2</sup> Ende 2021 waren über 60 % der globalen Schulden und über 50 % der internationalen Kredite in US-Dollar denominated. Der Euro folgt mit einem Anteil von jeweils etwa 20 % mit deutlichem Abstand auf Platz zwei.<sup>3</sup>

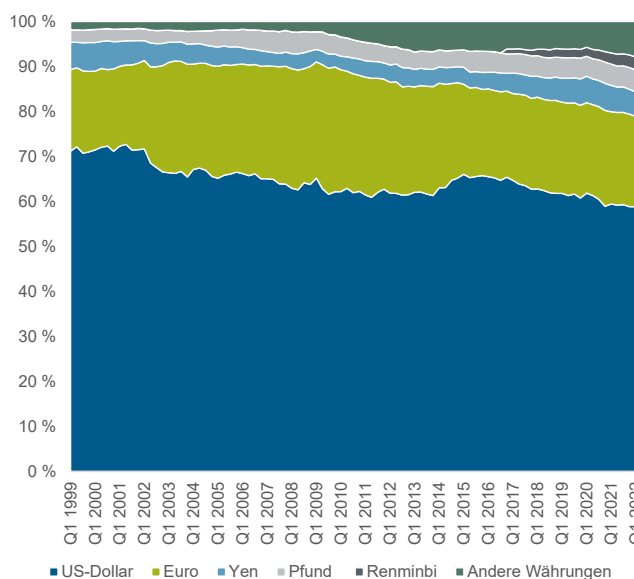
### Zentralbanken setzen auf US-Währungsreserven

Die Dollar-Hegemonie im globalen Handel und den internationalen Finanzmärkten trug dazu bei, dass US-Staatsanleihen seit vielen Jahrzehnten für Zentralbanken aus aller Welt eine beliebte Möglichkeit darstellen, liquide Mittel zu parken. Die Größe des Marktes stellt hierbei die sehr gute Handelbarkeit von US-Schuldentiteln sicher. Ende der 1990er-Jahren waren knapp über 70 % der Devisenreserven der weltweiten Zentralbanken in US-Dollar allokiert (Grafik 1).

Im zweiten Quartal 2022 lag der Anteil des US-Dollars an den Währungsreserven nur noch bei knapp unter 60 %. Ein Grund für diese Entwicklung ist der abnehmende Anteil der USA an der globalen Wertschöpfung. Wurden 1960 noch etwa 40 % des globalen BIP in den USA erwirtschaftet, sank der Prozentsatz bis 1990 auf knapp 30 und bis 2020 auf 25 %. Trotz dieses rückläufigen Trends ist der US-Dollar aber bis heute die dominierende Währung im globalen Handel und an den internationalen Finanzmärkten.

### Grafik 1: Zusammensetzung der globalen Devisenreserven

In Prozent. (Vor Q4 2016 ist der Renminbi in „Andere Währungen“ enthalten)



Quellen: IWF, KfW Research.

Während der Anteil der im US-Dollar allokierten Währungsreserven deutlich über dem Anteil der USA an der globalen Wertschöpfung liegt, ist für den chinesischen Renminbi genau das Gegenteil der Fall. Nachdem China Anfang dieses Jahrtausends noch 4 % der globalen Wertschöpfung erwirtschaftete, lag der Anteil 2020 bereits bei 17 %. Zwar hat sich der Anteil der in Renminbi allokierten Währungsreserven in dieser Zeit erhöht, lag im zweiten Quartal 2022 aber noch immer knapp unter 3 %. Ein Hauptgrund hierfür ist, dass der Renminbi weiterhin nicht vollständig frei konvertierbar ist und so ist die chinesische Währung noch immer weit davon entfernt zu einer Weltwährung aufzusteigen.

### USA nutzen Leitwährung als „Sanktionswaffe“

Im Februar dieses Jahres begann Russland seinen Angriffskrieg gegen die Ukraine und wurde in der Folge mit umfang-

reichen Sanktionen belegt. Unter anderem verständigten sich die USA, die EU, Großbritannien und die Schweiz darauf, russische Devisenreserven im Wert von etwa 300 Mrd. USD einzufrieren.<sup>4</sup> Das bedeutet, dass die Devisenbestände, die sich auf Konten in den genannten Ländern befanden, dem Zugriff der russischen Zentralbank entzogen wurden und somit zur Stützung des Rubels nicht mehr zur Verfügung standen. Die Gesamtreserven der russischen Zentralbank betragen zu diesem Zeitpunkt etwa 640 Mrd. USD und so blieb das Einfrieren von knapp 50 % der Devisen nicht folgenlos. Die russische Währung wertete in der Folge kurzfristig um mehr als 40 % ab. Die russische Zentralbank reagierte auf den Währungsverfall mit einer temporären Leitzinsanhebung auf 20 % und Kapitalverkehrskontrollen, was dazu beitrug, dass sich der Rubel schnell erholte und mittlerweile stärker als vor Ausbruch des Kriegs notiert. Trotzdem bleibt der Handlungsspielraum der russischen Zentralbank durch das Einfrieren eines großen Teils ihrer Währungsreserven weiterhin eingeschränkt. Im Rahmen der Sanktionen untersagten die USA zudem temporär den Handel mit russischen Staatsanleihen und verhinderten, dass amerikanische Banken Zins- und Tilgungszahlungen abwickelten.<sup>5 6</sup> Es war das erste Mal in der Geschichte, dass die Dollar-Hegemonie als „Sanktionswaffe“ genutzt wurde und es ist davon auszugehen, dass dieser Präzedenzfall von anderen Volkswirtschaften genau beobachtet wurde.

### Sanktionen tangieren internationale Zahlungssysteme

Im Zuge der Sanktionen gegen Russland wurden zehn russische Banken aus SWIFT ausgeschlossen. SWIFT ist das größte internationale Zahlungsnetzwerk. Laut Angaben der Organisation wird es von mehr als 11.000 Institutionen in über 200 Ländern genutzt.<sup>7</sup> Im April 2022 entfielen (wertmäßig) 41,8 % der von SWIFT übermittelten Zahlungsanweisungen auf den US-Dollar, 34,7 % auf den Euro, 6,3 % auf das britische Pfund, 3,1 % auf den japanischen Yen und 2,1 % auf den chinesischen Renminbi.<sup>8</sup> Der Ausschluss der größten russischen Banken aus dem SWIFT-Zahlungssystem könnte dem chinesischen Pendant CIPS (Cross-Border Interbank Payment System) Auftrieb verleihen, welches auch mit dem russischen Interbankensystem SPFS verbunden ist. CIPS ist hauptsächlich ein Abwicklungssystem für Renminbi-Transaktionen, das derzeit etwa 13.000 Transaktionen pro Tag verarbeitet. Dies ist lediglich ein Bruchteil der mehr als 42 Mio. täglichen Transaktionen, die SWIFT derzeit abwickelt. Eine ernsthafte Gefahr für die Vormachtstellung des westlichen Systems SWIFT und die damit verbundene Dollar-Dominanz ist CIPS daher bis in absehbare Zukunft noch nicht.

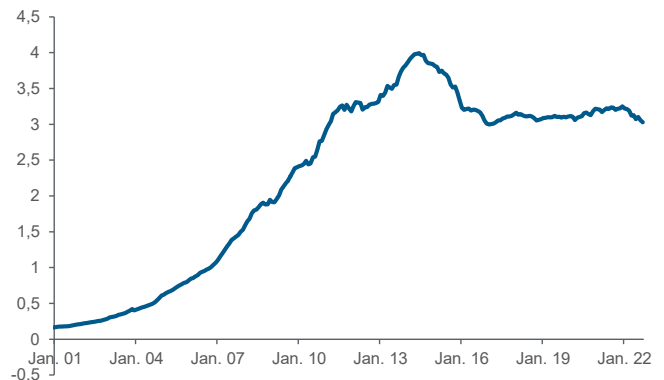
### Einzelne Regionen nutzen verstärkt lokale Währungen

In China wurden im Frühjahr dieses Jahres Stimmen laut, welche die Glaubwürdigkeit des US-Dollars als Weltwährung in Frage stellten und vom bevorstehenden Ende der Hegemonie sprachen. Realistisch gesehen hat die chinesische Zentralbank aber nur eine sehr begrenzte Anzahl an Alternativen, um das gewaltige Volumen an liquiden Mitteln zu parken. Die chinesischen Devisenreserven belaufen sich derzeit auf 3 Bio. USD (Grafik 2). Die genaue Währungskomposition ist ein Staatsgeheimnis aber bekannt ist, dass etwa ein Drittel des gesamten Volumens in US-Staatsanleihen investiert ist. Außerhalb von den USA sind lediglich die Finanzmärkte in Europa und Japan ansatzweise in der Lage diese gewaltige

Nachfrage nach liquiden Finanzanlagen zu decken, zwei Regionen, die im aktuellen geostrategischen Konflikt jedoch eng an der Seite der USA stehen.

### Grafik 2: Chinesische Devisenreserven

In Bio. US-Dollar



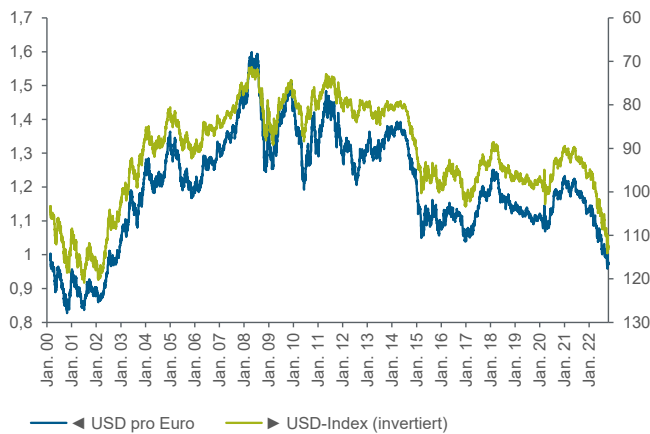
Quelle: People's Bank of China.

Auch wenn eine deutliche Umstrukturierung der chinesischen Währungsreserven unwahrscheinlich erscheint, wird beim asiatischen Handel der US-Dollar möglicherweise an Bedeutung verlieren. China und Russland begleichen ihre Rechnungen zunehmend in den heimischen Währungen, eine Entwicklung, die sich auch daran ablesen lässt, dass das Handelsvolumen zwischen dem chinesischen Renminbi und dem russischen Rubel zuletzt neue Höchststände erreicht hat.<sup>9</sup> Eine ähnliche Entwicklung lässt sich auch beim Handel zwischen Russland und Indien beobachten. Die zuletzt stark gestiegenen indischen Kohleimporte werden zunehmend in asiatischen Währungen anstatt in US-Dollar beglichen.<sup>10</sup> Neueste Forschung zeigt, dass die Rolle einer Währung im globalen Handel und Finanzwesen auch die Stellung bei den globalen Devisenreserven beeinflusst.<sup>11</sup> Die ehemalige IWF-Chefökonomin Gita Gopinath wies in diesem Zusammenhang zuletzt darauf hin, dass die stärkere Verwendung von lokalen Währungen im Welthandel auch zu einer weiteren Diversifizierung der von den nationalen Zentralbanken gehaltenen Währungsreserven führen könnte.<sup>12</sup> Der absolute Effekt wird aber voraussichtlich überschaubar ausfallen.

### US-Dollar auf 20-Jahreshoch

Dass die Sanktionen gegen Russland der Vormachtstellung des US-Dollars nicht nachhaltig geschadet haben, lässt sich auch an der aktuellen Stärke des Greenbacks ablesen. Im August 2022 wurde die Parität gegenüber dem Euro durchbrochen und derzeit notiert der US-Dollar so stark wie zuletzt im Herbst 2002. Aber nicht nur gegenüber der Gemeinschaftswährung hat der US-Dollar zuletzt zugelegt, auch der U.S. Dollar Index – welcher den Wert des US-Dollars mittels eines Währungskorbes aus sechs Währungen vergleicht – ist zuletzt auf den höchsten Stand seit 20 Jahren angestiegen (Grafik 3). Zu der aktuellen Stärke hat neben der aggressiven Zinswende der US-Notenbank auch beigetragen, dass der Greenback als sicherer Hafen international scheinbar wenig von seiner Attraktivität eingebüßt hat.

Grafik 3: US-Dollarstärke



Quelle: Bloomberg.

### Kaum Alternativen zur Dollar-Dominanz

Das weiterhin bestehende Dollar-Monopol lässt sich auch damit begründen, dass es global wenig Alternativen gibt. Schaut man auf die Währungsreserven der Zentralbanken, ist die einzige Währung neben dem US-Dollar, in die ein signifikanter Anteil der Devisen investiert ist, der Euro. Dadurch, dass jedes Mitgliedsland der Eurozone seine eigenen Staatsanleihen ausgibt, ist der Markt für in Euro denominierte Anleihen jedoch stark fragmentiert. Der Euro-Anleihemarkt ist daher weniger leicht investierbar als der US-Markt und kann auch beim Volumen an sicheren Anleihen nicht mithalten. Das muss aber nicht für immer so bleiben. Im Zuge der Corona-Krise hat die EU zum ersten Mal in der Geschichte gemeinsame Schulden gemacht. Sollte diese Ausnahme Schule machen, könnte sich ein tieferer, homogener und sicherer Euro-Anleihemarkt entwickeln, was die Position des Euros als Alternative zur Weltwährung US-Dollar mit Gewissheit stärken würde.

Die globale Verwendung des Renminbis wird, solange er nicht frei konvertierbar ist, hingegen wohl begrenzt bleiben. Der chinesischen Regierung scheint die Kontrolle über das heimische Finanzsystem wichtiger zu sein als den US-Dollar als Weltwährung herauszufordern und derzeit deutet nicht viel darauf hin, dass sich diese Einstellung zeitnah ändern wird.

### Kryptowährungen bergen kaum eine Gefahr für den Dollar

Kryptowährungen wie der Bitcoin sind mit dem Ziel gestartet, Finanzintermediäre wie Zentralbanken und staatliche festgelegte Zahlungsmittel zu ersetzen. Noch besetzen die digitalen Währungen jedoch eher eine Nische. Die Preisentwicklung ist äußerst volatil, nachdem der Gesamtwert aller Kryptowährungen Ende 2021 bei knapp 3 Bio. USD lag, ist er mittlerweile auf etwa 1 Bio. USD abgesunken.<sup>13</sup> Die Marktkapitalisierung der sogenannten Stablecoins, welche häufig den Wert einer

staatlichen Währung abbilden, notiert derzeit bei lediglich etwa 150 Mrd. USD.<sup>14</sup> Das Gesamtvolumen der globalen Währungsreserven liegt im Vergleich hingegen bei über 12 Bio. USD. Zudem sind die Möglichkeiten Kryptowährungen zu veräußern weiterhin begrenzt und der Crash des Terra-Luna-Ökosystems hat das Vertrauen in die Kryptomärkte stark erschüttert. Terra ist ein Stablecoin, der den Wert des US-Dollars 1:1 widerspiegeln sollte. Statt aber von liquiden Mitteln gedeckt zu sein, basiert er, um seinen Kurs zu halten, auf einer Verbindung zur Kryptowährung Luna. Hierdurch zählt er zur Gruppe der „arithmetischen Stablecoins“ welche, wie der Crash im Mai zeigte, weit davon entfernt sind, so stabil wie die US-amerikanische Währung zu sein. Wesentlich stabiler sind Stablecoins, welche mit staatlichen Währungen unterlegt sind. Meistens ist dies der US-Dollar und so wird die Nachfrage nach dem Greenback durch die Verbreitung dieser Art von Kryptowährungen sogar tendenziell noch zunehmen.

### Fazit

Der US-Dollar hat in den letzten Jahrzehnten etwas von seiner globalen Vormachtstellung eingebüßt, derzeit sieht es aber nicht danach aus, als dass er seinen Status als Weltwährung auf absehbare Zeit verlieren wird. Die Sanktionen gegen Russland werden in Asien den Trend beschleunigen, Handelsgeschäfte häufiger in lokalen Währungen abzuschließen und auch das chinesische Zahlungssystem CIPS erhält durch die aktuelle geopolitische Krise Rückenwind. Eine ernsthafte Gefahr für die Dollar-Dominanz stellen diese Entwicklungen jedoch nicht dar. Mit der Größe der amerikanischen Wirtschaft, der Tiefe des Kapitalmarktes, der freien Konvertierbarkeit der Währung und dem Vertrauen in die US-Zentralbank vereinen sich in den USA wesentliche Faktoren, welche so in keiner anderen Region der Welt vorzufinden sind. Eine ernsthafte Konkurrenz könnte lediglich im Euroraum erwachsen, jedoch nur unter der Voraussetzung einer tieferen fiskalischen Integration, wobei es nicht klar ist, ob und wenn ja, wann die EU diesen Weg gehen wird. Hinzu kommt, dass die weite Verbreitung des US-Dollars die Brauchbarkeit dieser Währung für jeden Einzelnen, der ihn nutzt, erhöht und dies wiederum zu einer weiteren Verbreitung führt. Die Weltwirtschaft hat sich auf eine Weltwährung verständigt und derzeit gibt es kaum eine Alternative, welche diese Dominanz gefährdet.

Folgen Sie KfW Research auf Twitter:

<https://twitter.com/KfW>

Oder abonnieren Sie unseren kostenlosen E-Mail-Newsletter, und Sie verpassen keine Publikation:

[https://www.kfw.de/%C3%9Cber-die-KfW/Service/KfW-Newsdienste/Newsletter-Research-\(D\)/index.jsp](https://www.kfw.de/%C3%9Cber-die-KfW/Service/KfW-Newsdienste/Newsletter-Research-(D)/index.jsp)

<sup>1</sup> Bernanke, B. S. (2016), The dollar's international role: An "exorbitant privilege"? Brookings. <https://www.brookings.edu/blog/ben-bernanke/2016/01/07/the-dollars-international-role-an-exorbitant-privilege-2/>

<sup>2</sup> Boz, E. et al. (2020), Patterns in Invoicing Currency in Global Trade, IMF Working Papers. <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2020/07/17/Patterns-in-Invoicing-Currency-in-Global-Trade-49574>

<sup>3</sup> The international role of the euro (2022), European Central Bank. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/ire/ecb.ire202206-6f3ddeab26.en.pdf>

<sup>4</sup> Sanctions have frozen around USD 300 bln of Russian reserves, FinMin says. (2022), Reuters. <https://www.reuters.com/article/ukraine-crisis-russia-reserves-idUSL5N2VG0BU>

<sup>5</sup> Trading in Russian debt stalls as US spells out ban (2022). Financial Times. <https://www.ft.com/content/7d4c53b9-3424-4abe-a8eb-179d7328ad5a>

<sup>6</sup> European banks restart Russian bond trading as US clients wind down (2022), Financial Times. <https://www.ft.com/content/36055334-b89a-4f27-8cc2-44a454212f3f>

<sup>7</sup> SWIFT (2022). <https://www.swift.com/de/node/10151>

<sup>8</sup> Sanctions, SWIFT, and China's Cross-Border Interbank Payments System (2022), Center for Strategic & International Studies. <https://www.csis.org/analysis/sanctions-swift-and-chinas-cross-border-interbank-payments-system#:~:text=As%20of%20April%202022%2C%20the,Chinese%20renminbi%20for%202.1%20percent>

<sup>9</sup> Ruble Is Stumbling as Yuan Trading Volumes Soar to Record (2022), Bloomberg. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-07-29/the-ruble-is-stumbling-as-yuan-trading-volumes-soar-to-record#xj4y7vzkg>

<sup>10</sup> EXCLUSIVE Indian companies swapping dollar for Asian currencies to buy Russian coal (2022), Reuters. <https://www.reuters.com/world/india/exclusive-indian-companies-swapping-dollar-asian-currencies-buy-russian-coal-2022-08-10/>

<sup>11</sup> Gopinath, G. and J. Stein (2020) Banking, Trade, and the Making of a Dominant Currency. The Quarterly Journal of Economics, Volume 136, Issue 2. <https://academic.oup.com/qje/article-abstract/136/2/783/5941506?redirectedFrom=fulltext>

<sup>12</sup> Russia sanctions threaten to erode dominance of US dollar, says IMF (2022), Financial Times. <https://www.ft.com/content/3e0760d4-8127-41db-9546-e62b6f8f5773>

<sup>13</sup> Total Cryptocurrency Market Cap (2022). <https://coinmarketcap.com/charts/> (Stand: 14. Oktober 2022)

<sup>14</sup> Top Stablecoin Tokens by Market Capitalization (2022). <https://coinmarketcap.com/view/stablecoin/> (Stand: 14. Oktober 2022)