



Weltreservewährungen – (wie lange) wird die Dollar-Euro Dominanz bestehen?

17. November 2017

Autoren

Kevin Körner
+49(69)910-31718
kevin.koerner@db.com

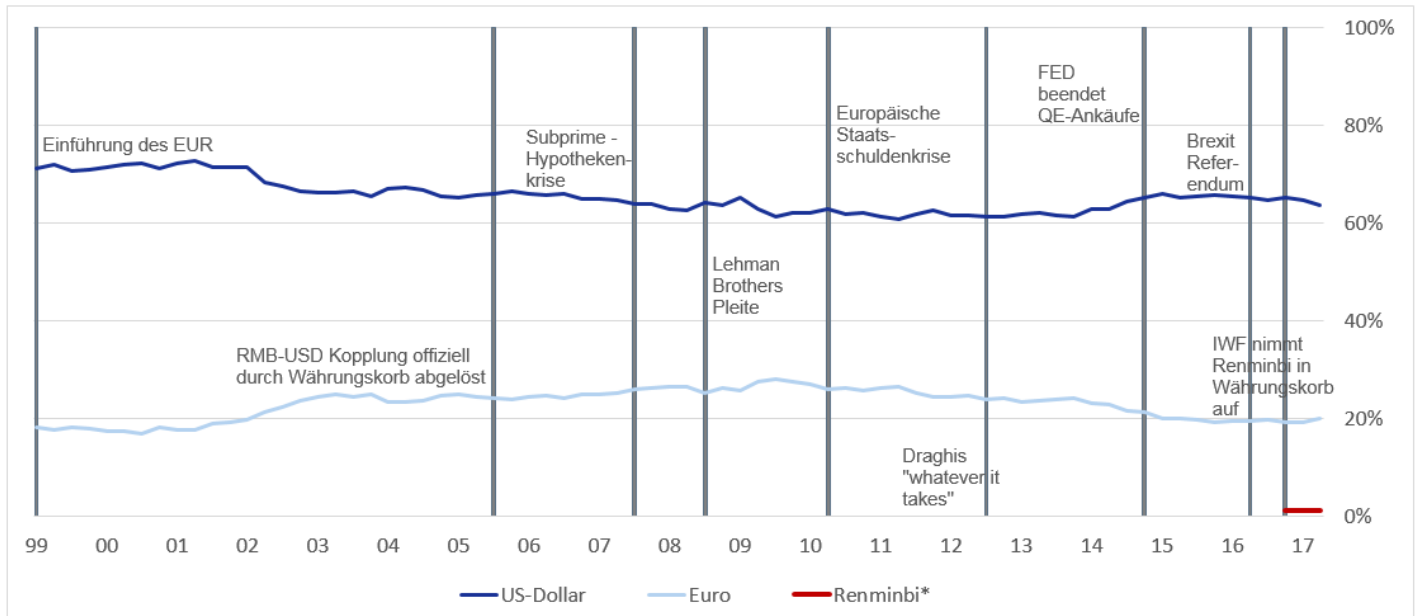
Franziska Winkler
+49(69)910-41438
franziska.winkler@db.com

www.dbresearch.de

Deutsche Bank Research Management
Stefan Schneider

Der Euro kann seinen zweiten Platz unter den weltweit wichtigsten Reservewährungen bislang problemlos verteidigen. In Q2 2017 lag sein Anteil an den zugeordneten Währungsreserven nach Angaben des IWF bei 19,9%. Der US-Dollar bleibt mit 63,8% die unangefochtene Nummer eins unter den Reservewährungen. Doch sowohl der Euro als auch der Dollar mussten Anteile zugunsten anderer (nicht-traditioneller) Reservewährungen aufgeben. Ungeachtet der Frage, ob dies strukturellen Entwicklungen oder (vorübergehenden) Verschiebungen in der Reserveallokation geschuldet ist – die Diskussion um die führende Weltreservewährung (oder führenden Reservewährungen) des 21. Jahrhunderts gewinnt dadurch zweifelsohne an Bedeutung.

Anteil der Weltreservewährungen



Anmerkung: Anteil der zugeordneten FX-Reserven.

*Chinesischer RMB erst seit Oktober 2016 separat ausgewiesen, zuvor Bestandteil des Postens "other currencies".

Quellen: IWF COFER, Deutsche Bank Research



Weltreservewährungen – (wie lange) wird die Dollar-Euro Dominanz bestehen?

Der Euro kann seinen zweiten Platz unter den weltweit wichtigsten Reservewährungen bislang problemlos verteidigen. In Q2 2017 lag sein Anteil an den zugeordneten Währungsreserven bei 19,9%^[1] und somit leicht höher als in Q2 2016 (19,4%). Die Gemeinschaftswährung beweist dadurch ihre Robustheit gegenüber erhöhter politischer Unsicherheit, etwa in Folge des britischen EU-Referendums und eines erstarkenden Populismus in Europa. Auch der Anteil des britischen Pfund blieb – trotz der starken Pfund-Abwertung infolge des Brexit-Votums – mit 4,4% nahezu unverändert gegenüber dem Vorjahreswert (-0,14 %-Punkte). Obgleich der US-Dollar im Jahresvergleich 1,4 %-Punkte seiner Anteile einbüßen musste, bleibt er mit 63,8% die unangefochtene Nummer eins unter den Reservewährungen. Im vergangenen Jahr wurde mit dem chinesischen Renminbi eine fünfte^[2] Währung in den Reservekorb des IWF aufgenommen. Große Veränderungen blieben seither allerdings aus: Mit 1,1% beansprucht der RMB nur einen geringen Anteil der insgesamt 9,3 Billionen USD an zugeordneten FX-Reserven.

Dollar-Aufwertung in Folgejahren der Finanzkrise drückt den Euro-Anteil

In den Jahren nach der Finanzkrise hat sich das Gewicht des Euro an den internationalen Währungsreserven spürbar verringert. Nachdem der Euro-Anteil 2009 einen Höchstwert von 28% erreichte, schrumpfte dieser und konnte sich schließlich in den letzten beiden Jahren bei knapp 20% stabilisieren. Ein wesentlicher Teil dieser mittelfristigen Abnahme ist allerdings der starken Dollar-Aufwertung zuzuschreiben. So stiegen die Euro-Reserven seit Q2 2009 um insgesamt 56% (absolute Werte). Gemessen in konstanten Wechselkursen (daher bereinigt um eine 24-prozentige Aufwertung des US-Dollars gegenüber dem Euro seit Q2) ergibt sich jedoch ein weit höherer Zuwachs von 93%^[3]. Diese Beobachtung spricht für die Robustheit der Euro-Reserven in Zeiten erhöhter Unsicherheit, wie etwa während der europäischen Staatsschuldenkrise, als die Angst vor einem Auseinanderbrechen der Eurozone um sich griff. Dennoch lässt sich nicht bestreiten, dass sowohl der Euro als auch der Dollar in den vergangenen Jahren Anteile zugunsten anderer (nicht-traditioneller) Reservewährungen aufgeben mussten. Ungeachtet der Frage, ob dies strukturellen Entwicklungen oder (vorübergehenden) Verschiebungen in der Reserveallokation aus Gründen der Portfoliodiversifizierung geschuldet ist – die Diskussion um die führende Weltreservewährung (oder führenden Reservewährungen) des 21. Jahrhunderts gewinnt dadurch zweifelsohne an Bedeutung. Angeheizt wird die Debatte nicht zuletzt auch durch zunehmende Bestrebungen auf chinesischer Seite, die internationale Rolle des Renminbi zu stärken.

Das „exorbitante Privileg“, die weltweit wichtigste Reservewährung zu sein

Ob es sich tatsächlich um ein „exorbitantes Privileg“ handelt, die weltweit führende Reservewährung zu sein – um den früheren französischen Staatspräsidenten Valéry Giscard d'Estaing zu zitieren – oder ob eher die damit einhergehende internationale Verantwortung (sowie ungewollte Begleiterscheinungen wie teurere Exporte oder Umverteilungseffekte) überwiegen – diese Frage wird wohl nicht abschließend geklärt werden können. Doch wie am Beispiel der USA zu sehen ist, geht der Weltreservewährungsstatus unbestritten mit einem begünstigten Zugang zu globalen Finanzmärkten sowie der Möglichkeit einher, oh-



Weltreservewährungen – (wie lange) wird die Dollar-Euro Dominanz bestehen?

ne größere Beeinträchtigungen ausgeprägte Leistungs- und Haushaltsdefizite zu führen. Hinzu kommen auch „softe“ bzw. symbolische Vorteile. Dazu zählt das diplomatische Prestige, das sich aus dem Status einer Leitwährung als Sinnbild der eigenen politischen und wirtschaftlichen Stärke gewinnen lässt. Inwiefern der Leitwährungsstatus aber tatsächlich einen guten Indikator für wirtschaftliches und politisches Gewicht liefert, bleibt indes offen.

Reservewährungsstatus spiegelt nicht zwangsläufig wirtschaftliche Bedeutung wider

Trotz des wirtschaftlichen Aufschwungs Chinas in den vergangenen Dekaden ist die Bedeutung des Renminbi als globale Reservewährung nach wie vor gering. Während die Volksrepublik China nunmehr die weltweit drittgrößte Wirtschaft nach den USA und der Europäischen Union darstellt (und die größte gemessen am kaufkraftbereinigten BIP), umfasst der Renminbi nur einen Bruchteil der Weltreserven.

Dieses Phänomen mag zunächst verwunderlich erscheinen, ist jedoch historisch betrachtet keineswegs eine Anomalie. So spiegelt der Weltreservewährungsstatus nicht zwangsläufig das relative wirtschaftliche Gewicht eines Landes wider, sondern ist vielmehr das Produkt zahlreicher volks- und finanzwirtschaftlicher sowie politischer Faktoren. Dazu gehören die Währungspolitik von Drittländern (z.B. feste Wechselkurse und Währungskörbe) sowie Größe und Liquidität des Finanzmarkts im jeweiligen Währungsraum. Seit Ende des zweiten Weltkriegs fungierten die USA als vorherrschende (westliche) politische und wirtschaftliche Kraft. Etwa ein Viertel aller Währungen ist an den US-Dollar gekoppelt, während fast die Hälfte aller Transaktionen (inkl. des Löwenanteils aller Ölgeschäfte) in US-Dollar abgewickelt wird. Dazu kommt der große und liquide (Staats-) Anleihenmarkt der USA. Obgleich China eine zentrale Bedeutung in der Weltwirtschaft und im Welthandel zukommt, ist die Volksrepublik nach wie vor durch eine restriktive Wechselkurspolitik (etwa in Form von Kapitalkontrollen) sowie eine zunehmende wirtschaftliche Unsicherheit gekennzeichnet. Dies könnte für die fortdauernde Zurückhaltung in der Reservehaltung des Renminbi mitverantwortlich sein. Zudem spricht einiges für ein gewisses Trägheitselement in der Haltung von Währungsreserven. So fungierte das britische Pfund in der ersten Hälfte des 20. Jahrhunderts noch als internationale Leitwährung, während sich das wirtschaftliche Gewicht längst zugunsten der USA verschoben hatte.

Diese Sichtweise wird allerdings mittlerweile mehr und mehr infrage gestellt, unter anderem von Barry Eichengreen, Berkeley-Professor und ehemaliger Senior Advisor beim IWF. Eichengreen prognostiziert dem Renminbi eine zunehmende internationale Bedeutung, im Einklang mit Chinas wachsender geopolitischer Rolle. Demnach könnte der Renminbi dem „Greenback“ irgendwann durchaus Konkurrenz machen. Dies müsse jedoch nicht zwangsläufig zu einer neuen vorherrschenden Leitwährung führen. Vielmehr distanziert sich Eichengreen von dieser „traditionellen Sichtweise“ und verweist auf die Möglichkeit eines multipolaren Szenarios, in welchem „mehrere Währungen eine wichtige, internationale Rolle einnehmen“[4]. Welche Rolle in einem solchen Szenario dem Euro zukommt, wird wohl von mehreren Faktoren bestimmt werden. Dazu zählt sicherlich die Fähigkeit der Eurozone, ihre internen Diskrepanzen zu überwinden, Re-



Weltreservewährungen – (wie lange) wird die Dollar-Euro Dominanz bestehen?

formen umzusetzen und sich in einem von ständigem Wandel gekennzeichneten globalen Wettbewerbsumfeld zu behaupten.

[1] [IMF Currency Composition of Foreign Exchange Reserves \(COFER\)](#) Datenbank; die zugewiesenen Reserven in Q2 2017 decken rund 83% der Weltreserven über USD 11,1 Billionen ab, während die Währungsaufteilung der verbleibenden 17% nicht öffentlich publiziert wird.

[2] Neben USD, EUR, GBP und JPY.

[3] Siehe EZB (2017): [“The international role of the euro”](#).

[4] Eichengreen et al. (2017): [“How Global Currencies Work: Past, Present, and Future”](#); Princeton University Press.

Originalversion in Englisch vom 15. November 2017: “21st century reserve currencies - (how long) will the dollar-euro dominance prevail?”



Weltreservewährungen – (wie lange) wird die Dollar-Euro Dominanz bestehen?

© Copyright 2017. Deutsche Bank AG, Deutsche Bank Research, 60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.

In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis zur Erbringung von Bankgeschäften und Finanzdienstleistungen verfügt und unter der Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB) und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) steht. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Filiale London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die von der UK Prudential Regulation Authority (PRA) zugelassen wurde und der eingeschränkten Aufsicht der Financial Conduct Authority (FCA) (unter der Nummer 150018) sowie der PRA unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Inc. genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jeglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.