Helaba

Im Fokus: Devisen
22. Oktober 2026

Weltleitwährung: Der Dollar und seine Herausforderer

Der Dollar zeigt jüngst seine Funktion als sicherer Hafen. Im Gegensatz dazu findet eine De-Dollarisierung von öffentlichen Investoren statt. Allerdings ist der US-Finanzmarkt breit und liquide. Ein klarer Herausforderer fehlt. Daher wird die US-Währung nicht so schnell als Leitwährung abgelöst.

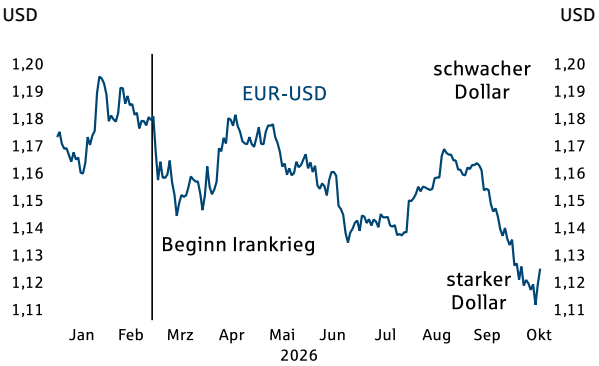


Samuel Will
Devisenstratege
T 069/91 32-74 88

Die Staatsverschuldung in den USA steigt, das politische System ist stark polarisiert und die Glaubwürdigkeit der Institutionen in den USA wird regelmäßig durch Angriffe der Regierung beschädigt. **Investoren suchen** in Krisen dennoch traditionell **Schutz im US-Dollar** und in US-Staatsanleihen. So auch in diesem Jahr, in dem die geopolitische Situation komplizierter wurde und zuletzt die Nachhaltigkeit nicht nur der US-Staatsfinanzen an den Finanzmärkten in Frage gestellt wurde.[1] Die Schwächen der USA haben die Attraktivität seiner Währung bislang offensichtlich nicht beschädigt. Dieses Paradoxon verweist auf die besondere Stellung des Dollar.

Die **Verschuldung der USA** liegt, gemessen als Anteil am Bruttoinlandsprodukt, auf den höchsten Niveaus seit dem zweiten Weltkrieg. Die Schulden des US-Bunds liegen bei rund 100 % der jährlichen Wirtschaftsleistung, Tendenz steigend. Dazu kommen noch Schulden der Bundesstaaten und Kommunen in Höhe von rund 30 %. Die Renditen für US-Staatsanleihen sind auf Niveaus, die zuletzt während der Jahrtausendwende gesehen wurden. Die 30-jährige Anleihe ging während der Sommerpause mit großen Schritten auf die 6 %-Marke zu. Innenpolitisch ist das Land gespalten, unter Präsident Trump leidet das **Vertrauen in die politischen Institutionen**. Insbesondere die anstehende Zwischenwahl in den USA ist ein Event-Risiko, das an den Finanzmärkten Beachtung finden könnte.[2] Außenpolitisch steckt das Land in einem Krieg fest, den es bisher nicht gewinnen konnte.

Dollar-Stärke seit Beginn des Irankriegs



Quellen: Macrobond, Helaba Research

Doch alle diese Argumente brachten den Dollar auch im laufenden Jahr nicht ins Wanken. Im Gegenteil: Die **gestiegenen geopolitischen Risiken ließen ihn aufwerten**. Er bleibt damit ein sicherer Hafen in turbulenten Zeiten. Dieser Status steht im Widerspruch zur hohen Staatsverschuldung und der nachlassenden institutionellen Stabilität der USA. Auflösen lässt sich dieses Paradoxon durch ein „**exorbitantes Privileg**“ der USA: Weil Zentralbanken, Staatsfonds und private Investoren weltweit Dollarreserven und sichere US-Wertpapiere halten wollen, besteht eine strukturell hohe Nachfrage nach US-Schuldtiteln. Das erleichtert den USA die Finanzierung, senkt tendenziell deren Kosten und ermöglicht, sich in der eigenen Währung zu verschulden.

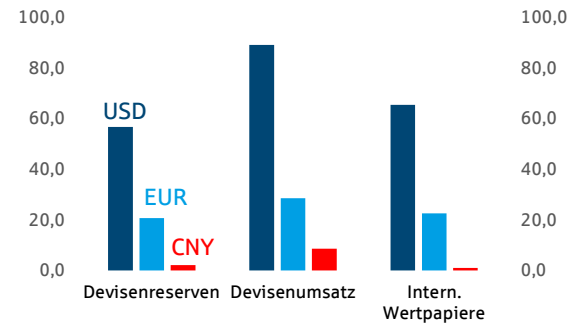
[1] Zur aktuellen Euro-Dollar-Bewegung und den französischen Staatsfinanzen siehe Helaba Wochenausblick vom 16. Oktober 2026, S. 3
[2] Helaba-Analyse der politischen und wirtschaftlichen Auswirkungen: „US-Wahlen: Politische Krise voraus?“ vom 8. Oktober 2026

Damit der Rest der Welt seine Netto-Dollarbestände dauerhaft ausweiten kann, **muss sich** in den **USA** jemand **verschulden**, entweder der Staat oder der private Sektor. Nur so können entsprechende Dollarverbindlichkeiten dem Ausland bereitgestellt werden. Das geht zwangsläufig mit einer negativen Leistungsbilanz einher. Die globale Nachfrage nach Dollarvermögen trägt damit selbst dazu bei, dass die USA höhere Defizite finanzieren können, ohne dass der Leitwährungsstatus unmittelbar infrage gestellt wird. Dies ist Grund genug, den Status des Dollar und seine Perspektiven näher zu betrachten.

Eine Leitwährung hat in der Regel **verschiedene Funktionen**. Sie ist **Reservewährung** für Zentralbanken und Staatsfonds. Sie ist eine **Transaktionswährung** für den Devisenhandel und den grenzüberschreitenden Zahlungsverkehr. Der Rohstoffhandel, insbesondere der Handel mit Rohöl, wird heutzutage überwiegend in Dollar abgewickelt. Sie besitzt die **Fakturierungsfunktion**, das heißt im Welthandel werden Rechnungen in der entsprechenden Währung gestellt. Sie ist **Finanzierungswährung** für internationale Kredite und Anleihen. Außerdem besitzt sie eine **Sicherheitsfunktion**, ist also Fluchtwährung in Krisenzeiten. All das erfüllt der Dollar zu einem großen Teil.

Dollar dominiert den globalen Devisenmarkt

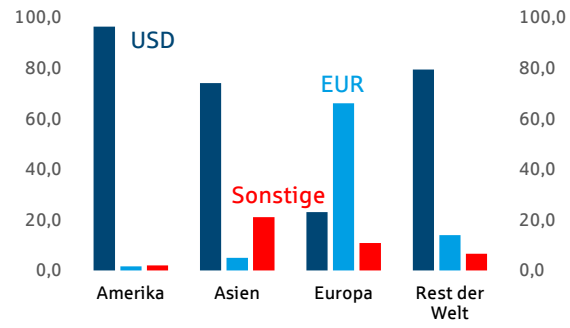
%, Anteil an global*



* Devisenumsatz addiert sich zu 200 % (2025), sonstige Werte Q2 2026
Quellen: Macrobond, BIS, Helaba Research

Bis auf Europa wird meist in Dollar fakturiert

%



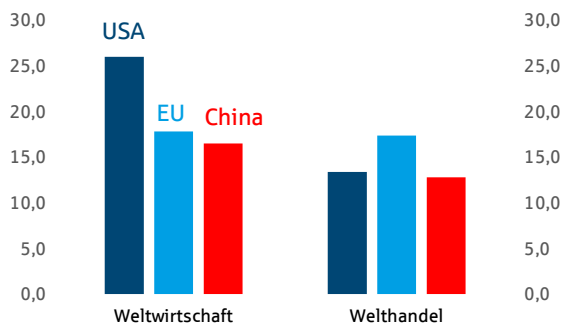
Quellen: Federal Reserve, Helaba Research

Die relevanten **Kriterien**, die dazu führen, dass eine Währung die Leitwährung wird, lassen sich in **fünf Kategorien** zusammenfassen, die wir im Folgenden genauer beleuchten.

- Wirtschaftliche Größe
- Entwicklung der Finanzmärkte
- Institutionelle Sicherheit
- Konvertibilität und offene Kapitalmärkte
- Geopolitische Situation

Anteil an der Weltwirtschaft ist weniger dominant

Anteil an global, %



Quellen: Macrobond, Helaba Research

Die Dominanz des Dollar und deren Ursprünge

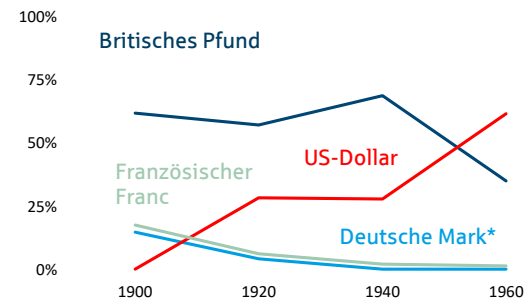
Der US-**Dollar** ist weltweit die alles **dominierende Währung**. Gehandelt wird hauptsächlich in Dollar, Preise werden vorwiegend in Dollar gesetzt. Auch die Reservebestände der Notenbanken werden zum Großteil in Dollar-denominierten Anlagen gehalten. Der US-Aktienmarkt ist mit Abstand der größte und so dominant, dass sogar manche europäischen Unternehmen lieber in New York als in Frankfurt gelistet sind.

Verglichen mit der tatsächlichen **Bedeutung der US-Wirtschaft** für die Weltwirtschaft wirken diese Zahlen übertrieben. Ihr Anteil am Welthandel mit Gütern und Dienstleistungen beträgt lediglich rund 13 %, ähnlich

wie der Anteil Chinas. Auch der Anteil an der weltweiten Wertschöpfung ist mit rund einem Viertel bei weitem nicht so dominant, wie es die Verwendung der Währung vermuten lässt. Liegt hier eine fundamentale Fehlbewertung des Dollar vor, oder sind diese Zahlen gerechtfertigt?

Dafür lohnt sich ein **Blick in die Geschichtsbücher**: Bis zum zweiten Weltkrieg war das Britische Pfund die Leitwährung der Welt. 1944 trafen sich Ökonomen in Bretton Woods, um die Wirtschaftsordnung nach dem Krieg zu planen. Das Vereinigte Königreich war zu diesem Zeitpunkt militärisch und wirtschaftlich geschwächt, mit einer Staatsverschuldung von über 200 % des BIP und finanziell abhängig von den USA. Die Rolle als Weltmacht erfüllte das Königreich nicht mehr. Daher wurde ein System etabliert, in dem der US-Dollar mit Gold gedeckt wurde und andere Währungen ihren Wechselkurs an den Dollar koppelten. Spätestens ab diesem Zeitpunkt war der US-Dollar die neue Weltleitwährung.

Die Nachkriegsordnung manifestierte den Dollar



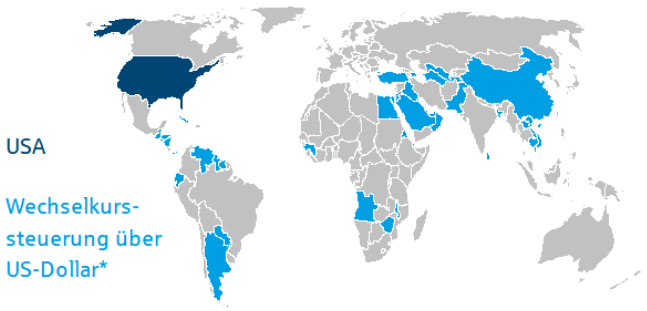
* bzw. Reichsmark und Mark
Quellen: Barry Eichengreen, Helaba Research

Gründe vergehen, Strukturen bestehen

Das Bretton-Woods-System ist längst passé, aber die Vormachtstellung des Dollars bleibt. Ein Grund sind **Netzwerkeffekte**, die die Nutzung einer weit verbreiteten Währung mit sich bringen. Betrachten wir beispielsweise einen mexikanischen Automobilzulieferer, der Kabelbäume aus Vietnam importiert. Der Devisenmarkt zwischen Mexikanischen Pesos und Vietnamesischen Dong ist nicht besonders liquide. Es ist daher schwierig und kostspielig, Pesos in Dong zu tauschen und für das Geschäft einen passenden Tauschpartner zu finden. Einfacher und kostengünstiger ist es, das Geschäft im hochliquiden Dollar abzuwickeln. Der mexikanische Importeur tauscht also seine Währung in Dollar, bezahlt damit und der vietnamesische Exporteur tauscht die Dollar in Dong. Die Rechnung wird in US-Dollar gestellt, obwohl weder Käufer noch Verkäufer ihren Sitz in den USA haben. Die breite Akzeptanz und die hohe Liquidität des US-Dollars machen ihn zur bevorzugten Transaktionswährung und verstärken so seine Rolle als internationale Leitwährung.

Das führt dazu, dass der Außenhandel einer Vielzahl von Ländern von ihrem Wechselkurs gegenüber dem US-Dollar abhängt. Regierungen haben daher Anreize, ihren **Wechselkurs gegenüber dem US-Dollar zu steuern**. Von Ländern, die ihren Wechselkurs nicht frei am Markt schwanken lassen, steuert der Großteil ihren Wechselkurs gegenüber dem US-Dollar). Manche Länder haben sogar keine eigene Währung, sondern nutzen lediglich den Dollar. Zu den offiziellen Zahlungsmitteln von Ländern kommen mittlerweile etliche Stablecoins hinzu, die ihren Wechselkurs an den Dollar binden. Stablecoins, die ihren Kurs an andere Währungen wie Euro oder Renminbi binden gibt es bisher kaum.

Länder aus aller Welt richten ihre Wechselkurse nach dem US-Dollar



* inkludiert ausgewählte Länder mit fixem Wechselkurs und mit schleichender Bindung
Quelle: Helaba Research

Wirtschaftliche Größe

Die Größe einer Volkswirtschaft ist einer der maßgeblichen Faktoren, die den Status als Leitwährung fördern. Die **USA** sind nominal die **größte Volkswirtschaft** der Welt, **wachsen aber langsamer als** der Hauptkonkurrent **China**. In Kaufkraftparitäten gemessen ist die chinesische Wirtschaft sogar schon größer als die der Vereinigten Staaten. Das bedeutet, vereinfacht gesagt, dass China heute mehr Güter und Dienstleistungen produziert als die USA, wenn Unterschiede im Preisniveau zwischen den Ländern berücksichtigt werden.

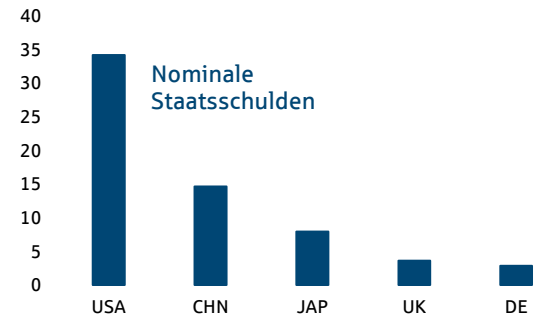
Außerdem ist der **Anteil am internationalen Handel** ein wichtiges Kriterium. Die USA haben hier ihre Dominanz schon lange verloren. Verglichen mit Europa ist die US-Wirtschaft schwach in den globalen Handel eingebunden. Mittlerweile ist auch daran gemessen die chinesische Wirtschaft die größte. Dies allein ist aber nicht ausschlaggebend, wie die Schweiz beweist. Das Land ist wirtschaftlich klein, die Währung dennoch wichtig.

USA: Der größte und entwickeltste Finanzmarkt

Auch der **Kapitalmarkt** spielt eine wichtige Rolle. Eine Leitwährung braucht einen breiten, tiefen und liquiden Kapitalmarkt. Der US-Finanzmarkt erfüllt alle drei Kriterien. Das erklärt, dass die hohe Staatsverschuldung der USA Problem und Stärke zugleich ist. Mit über 34 Billionen US-Dollar an handelbaren Staatsanleihen ist er mit Abstand der größte und liquideste Markt (vgl. Grafik). Das ist ein Vorteil für Investoren, die Geld parken und dabei gleichzeitig eine auskömmliche Rendite sowie die Flexibilität haben möchten, jederzeit in einem liquiden Markt die Anleihen wieder verkaufen zu können.

US-Staatsanleihemarkt ist mit Abstand der größte

Bio. US-Dollar



Quellen: Macrobond, Helaba Research

Die **Liquidität** von sicheren Anlagen, insbesondere also Staatsanleihen, ist das größte **Manko für die Eurozone.** Der Markt für deutsche Staatsanleihen ist gemessen an der Größe und Liquidität nicht ansatzweise mit dem der USA vergleichbar. Ein Schritt in diese Richtung könnte eine Vertiefung der Kapitalmarktunion sein.

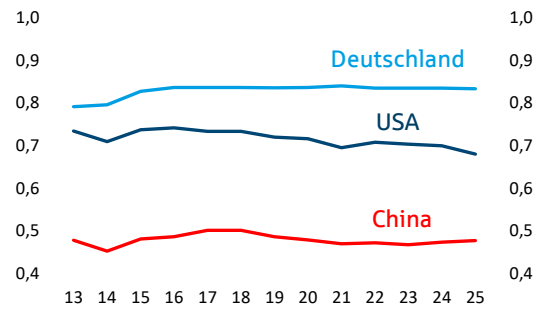
Innovationen im Finanzsektor können diesen **Status verändern**. Die wohl größte Neuerung sind **Kryptowährungen**. Zahlungen werden damit zwar – gemessen am gesamten weltweiten Transaktionsvolumen – noch wenig getätigt, aber die Marktkapitalisierung stieg in vergangenen Jahren drastisch. Aufgrund der fehlenden Kreditschöpfungsmöglichkeit sollte man aber eher von einem Asset als von einer Währung sprechen. Und obwohl Krypto von einer Skepsis gegenüber herkömmlichen Währungen profitiert, könnte die zunehmende Verwendung sogar den des Dollars stärken. Denn fast alle Stablecoins sind daran gekoppelt und hinterlegen US-Papiere für jeden Coin.

Institutionelle Stärke und Sicherheit

Die institutionelle Stärke der USA ist ein weiterer zentraler Pfeiler der internationalen Attraktivität des US-Dollar. **Entscheidend** sind dabei **verlässliche rechtsstaatliche Rahmenbedingungen** – beispielsweise der Schutz vor politisch motivierter Benachteiligung, Sonderbesteuerung oder Enteignung. Ein funktionierendes Rechtssystem, bei dem auch ausländische Investoren ihre Rechte einfordern und einklagen können, ist somit ein zentrales Element einer Leitwährung. Gleichwohl deutet die Entwicklung im Rule of Law Index auf eine nachlassende Rechtssicherheit in den USA hin (vgl. Grafik, S. 5).

Rechtssicherheit in den USA geht zurück

Rule of Law Index*



* Der Index misst auf einer Skala von 0 (schlecht) bis 1 (gut) die Rechtssicherheit
Quellen: World Justice Project, Helaba Research

Die **Unabhängigkeit der Notenbank** nimmt eine besondere Rolle ein. Nur wenn sie glaubwürdig versichern kann, den Geldwert stabil zu halten, kann die Währung internationaler bedeutend werden. In den **USA** liegt die Inflation jedoch schon seit über fünf Jahren über dem Inflationsziel von 2 %. Die juristischen und politischen Auseinandersetzungen um den früheren Notenbankpräsidenten Jerome Powell und die Notenbankerin Lisa Cook haben die Sorge vor einer stärkeren Einflussnahme auf die Geldpolitik verstärkt. Ob daraus eine dauerhafte Schwächung der Notenbankautonomie entsteht, dürfte sich vor allem daran zeigen, wie Kevin Warsh seine Amtsführung ausgestaltet. Bislang sprechen die Signale eher dafür, dass die US-Notenbank ihre Unabhängigkeit weitgehend bewahren kann.

Europa kann zwar mit seinen **Institutionen und Rechtssicherheit punkten**, ist aber politisch nicht geeint. Damit geht eine fragmentierte Rechtslage einher. Das **chinesische Rechtssystem** wiederum ist aus Sicht internationaler Investoren **weniger transparent** und berechenbar, was die Durchsetzung von Eigentums- und Vertragsrechten erschwert. Diese Einschränkungen begrenzen die internationale Verwendbarkeit des Renminbi.

Konvertibilität und offene Kapitalmärkte

Auch die Offenheit der US-Wirtschaft und die freie Konvertibilität von Kapitalanlagen in den USA sind eine wesentliche Voraussetzung für die starke Rolle des Dollar. Internationale Anleger können US-Vermögenswerte erwerben, veräußern und die Erlöse transferieren. Diese **Konvertibilität** und die Möglichkeit, Positionen ohne nennenswerte administrative Beschränkungen auflösen zu können, **erhöhen die Verlässlichkeit von Dollar-Anlagen**. Diesen Vorteil teilen sich die USA mit Europa. Auch hier gibt es keine Kapitalkontrollen und ausländische Anleger können ohne große Hürden ihr Kapital in Europa investieren und wieder abziehen.

China hat seine Finanzmärkte in den vergangenen Jahrzehnten schrittweise geöffnet und den Zugang für ausländische Anleger verbessert. Der **Renminbi** ist jedoch im **Kapitalverkehr weiterhin nicht vollständig konvertibel** und der Wechselkurs wird innerhalb eines staatlich vorgegebenen Rahmens gesteuert. Grenzüberschreitende Kapitalbewegungen und der Zugang zum Onshore-Markt unterliegen noch Beschränkungen. Für internationale Investoren entstehen dadurch Unsicherheiten hinsichtlich Marktzugang, Rückführung von Kapital und marktgerechter Preisbildung.

Geopolitische Situation

Nicht zuletzt die geopolitische Situation nach dem zweiten Weltkrieg führte dazu, dass der Dollar zur Leitwährung wurde. Auch ein **künftiger Wechsel müsste vermutlich mit einer** geopolitischen **Machtverschiebung zusammenfallen**. Dass wirtschaftliche Interessen auch militärisch verteidigt werden können, stärkt das Vertrauen in die Stabilität eines Landes und seine Währung. Zwar sind die USA nach wie vor die größte Militärmacht, allerdings zeigen sich im Irankrieg die Grenzen ihrer Leistungsfähigkeit. Auch der Abzug der Militärpräsenz aus verschiedenen Regionen der Welt, insbesondere Europa, könnte dem Status des Dollars schaden. Länder halten mit höherer Wahrscheinlichkeit die Währung eines Landes, mit dem sie auch militärisch verbündet sind.

Welche Herausforderer könnten dem US-Dollar nahekommen?

Der **Euro** ist der größte **Konkurrent des Dollar**. Der Euroraum verfügt über eine hinreichend große Wirtschaftsleistung, ist eng in den Welthandel eingebunden und bietet ein hohes Maß an institutioneller Stabilität und Rechtssicherheit. Seine internationale Bedeutung wird jedoch durch den fragmentierten Markt für Staatsanleihen,

die unvollständige Kapitalmarkt- und Fiskalintegration sowie ein vergleichsweise schwaches Wirtschaftswachstum begrenzt. Eine vertiefte Kapitalmarktunion und ein größeres gemeinsames europäisches „Safe Asset" könnten die Attraktivität des Euro als Reserve- und Finanzierungswährung deutlich erhöhen.

Die Position des **Renminbi** stützt sich auf die Größe und das kräftige Wachstum der chinesischen Volkswirtschaft, ihre zentrale Stellung im Welthandel und Chinas zunehmendes geopolitisches Gewicht. Peking hat die internationale Nutzung der Währung im Handel und im grenzüberschreitenden Zahlungsverkehr gezielt ausgeweitet. Ein höherer Renminbi-Anteil im globalen Finanzsystem würde zugleich Chinas Abhängigkeit von der dollarbasierten Infrastruktur und damit seine Verwundbarkeit gegenüber Finanzsanktionen der USA verringern. Einer breiteren Nutzung stehen jedoch die fehlende vollständige Konvertibilität, Kapitalverkehrskontrollen, der staatlich gesteuerte Wechselkurs sowie institutionelle und rechtliche Unsicherheiten entgegen. Ohne offenere und tiefere Finanzmärkte dürfte der Renminbi den Dollar daher auf absehbare Zeit nicht als Leitwährung ablösen.

Determinanten der Leitwährungskandidaten im Überblick

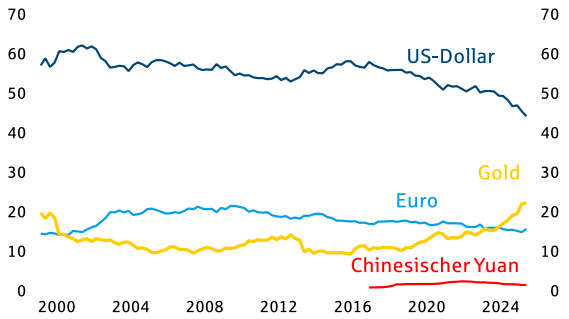
	Wirtschaftliche Größe	Entwicklung der Finanzmärkte	Institutionelle Sicherheit	Konvertibilität / offene Kapitalmärkte	Geopolitische Situation
US-Dollar	+	++	+	++	+
Euro	+	0	+	++	0
Chin. Yuan	+	0	-	-	+

Quelle: Helaba Research

Gold, Stablecoins und Bitcoin werden zwar häufig als potenzielle Alternativen zum US-Dollar diskutiert, können dessen Rolle als Leitwährung jedoch nicht ersetzen. Gold besitzt keine Transaktions- oder Finanzierungsfunktion, Stablecoins basieren überwiegend auf dem Dollar und stärken damit eher dessen Reichweite, während Bitcoin aufgrund hoher Volatilität und ebenfalls fehlender Finanzierungsfunktion vor allem als alternatives Reserveasset gilt. Daher ergänzen diese Instrumente das bestehende internationale Währungssystem, stellen aber derzeit keine ernstzunehmende Alternative zum US-Dollar dar.

Der Anteil der Dollar-Reserven geht zurück

% aller Reserven, inklusive Gold



Quellen: Macrobond, Helaba Research

Insgesamt spricht vieles dafür, dass der **US-Dollar in den kommenden Jahren die dominante internationale Leitwährung** bleiben wird. Zwar könnten geopolitische Verschiebungen und der wirtschaftliche Aufstieg anderer Regionen dazu führen, dass sein Anteil in einzelnen Funktionen graduell weiter sinkt. Dies gilt insbesondere für die **Reservehaltung** von Zentralbanken, wo eine **stärkere Diversifizierung** zugunsten von Gold oder anderen Währungen zu erwarten ist, wie dies schon in vergangenen Jahrzehnten der Fall war (vgl. Grafik). Auch im Außenhandel und im Zahlungsverkehr könnten regionale Alternativen an Bedeutung gewinnen, etwa eine **stärkere Nutzung des Renminbi innerhalb Asiens** oder des Euro im europäischen Umfeld. Die starken Netzwerkeffekte zugunsten des Dollar sprechen aber für langsame Entwicklungen.



Hier können Sie sich für unsere Newsletter anmelden:

https://news.helaba.de/research/

Herausgeber und Redaktion

Helaba Research

Redaktion:
Dr. Stefan Mitropoulos

Verantwortlich:
Dr. Gertrud Rosa Traud
Chefvolkswirtin /
Head of Research

Neue Mainzer Str. 52-58
60311 Frankfurt am Main
Tel. 069/91 32-20 24
Internet: http://www.helaba.de

Disclaimer

Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden.