Autor: Dominik Müller (Head of Currency Management)

20. Oktober 2025

Der Fluss fließt immer, doch ist das Wasser nie dasselbe: Der US-Dollar und sein Reservestatus

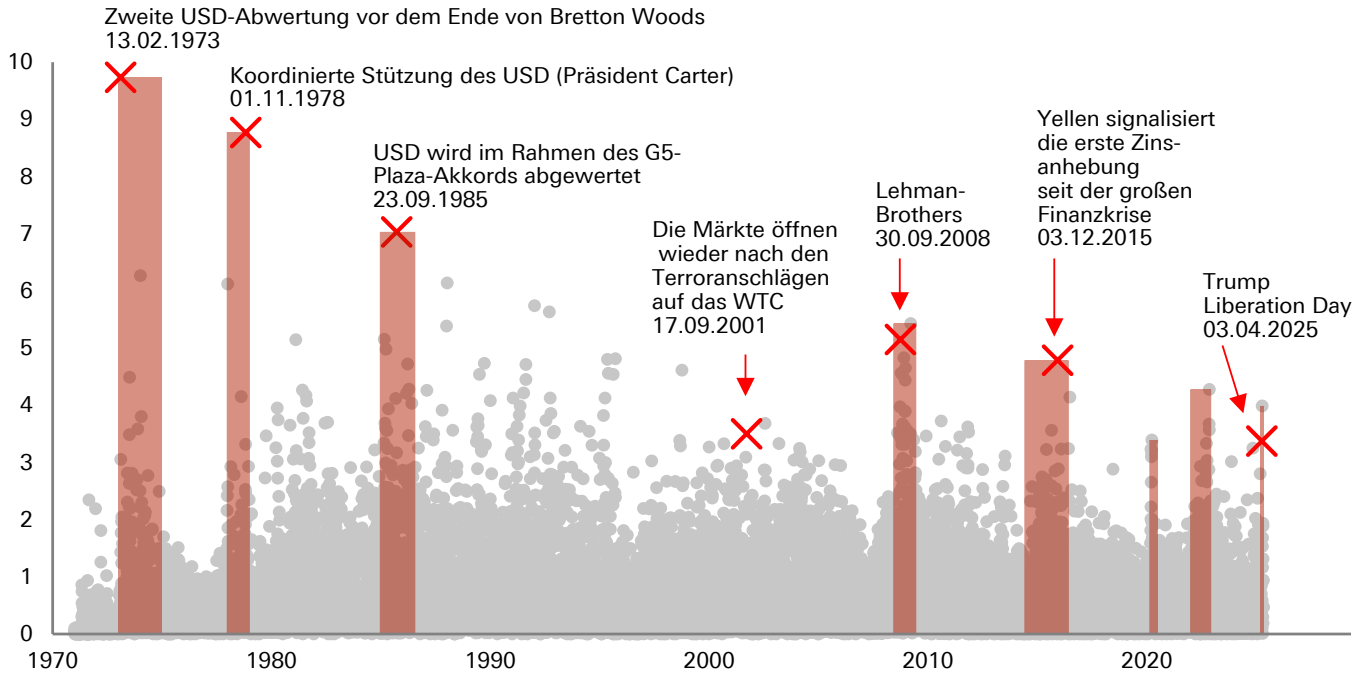
Die Rolle des US-Dollar von Bretton Woods bis heute

Die Parallelität der heutigen Ereignisse zur Vergangenheit ist frappierend. 1944 versammelten sich die Mitgliedstaaten des damals neu gegründeten Internationalen Währungsfonds (IWF) im US-amerikanischen **Bretton Woods**, New Hampshire. Sie wollten Mittel und Wege finden, um künftig jene Fehler zu vermeiden, die nach dem Ersten Weltkrieg zum Ausbruch der Weltwirtschaftskrise beigetragen hatten. Heute droht die Welt, vor dem Hintergrund der (Handels-)Politik Donald Trumps, die Fehler aus den 1920er-Jahren zu wiederholen. Was bedeutet es für global diversifizierte Investoren, wenn sich Nationen wieder stärker abschotten und bei der Bewältigung globaler Krisen ihre eigenen Interessen über multilaterale Kooperation stellen?

Die damals verfolgte sogenannte **Beggar-thy-neighbour-Politik** zielte darauf ab, sich selbst auf Kosten der Nachbarn Vorteile zu verschaffen, diese also „zum Bettler zu machen". Dies geschah mit Handelsbarrieren und kompetitiven Währungsabwertungen. Diese Maßnahmen hätten das globale Wirtschaftssystem dauerhaft geschwächt, waren die Teilnehmer von Bretton Woods überzeugt. Deshalb wurde unter Führung der Vereinigten Staaten das Bretton-Woods-System beschlossen, wonach internationale Währungen an den US-Dollar gekoppelt wurden. Entlehnt war die Idee dem klassischen Goldstandard: Demnach ist eine Währung jederzeit durch physisches Gold gedeckt und lässt sich gegen Gold eintauschen. Der einzige Unterschied in diesem Fall war, dass lediglich der US-Dollar direkt durch Gold gedeckt wurde, während sich die Wechselkurse der anderen Währungen am US-Dollar orientierten. So sollten Währungsabwertungen unterbunden und das weltweite Wirtschaftssystem stabilisiert werden. Angesichts zweier verheerender Weltkriege verzichteten die IWF-Mitgliedstaaten auf einen erheblichen Teil ihrer Souveränität zugunsten der internationalen Gemeinschaft und legten so das Fundament für den **US-Dollar als Weltleitwährung**.

Dieses System hielt mehr als 25 Jahre. Jedoch weitete sich der weltweite Bestand an US-Dollar rapide aus infolge einer lockeren Geldpolitik zur Finanzierung des wachsenden US-Haushaltsdefizits — auch aufgrund des Vietnamkriegs. Die Inflation in den USA stieg in den 1960er-Jahren stetig, erreichte Werte von über 8 Prozent und überschritt in den 1970er-Jahren sogar die Marke von 10 Prozent. Der US-Dollar als Ankerwährung geriet ins Rutschen. 1971 fiel der Greenback mehrfach unter die Interventionsgrenze. Die weltweiten Handelspartner mussten US-Dollar kaufen, um die Währung zu stützen und die vereinbarten Wechselkursbandbreiten zu erhalten. Schließlich waren die USA nicht mehr in der Lage, die Konvertibilität des US-Dollar zum festgelegten Wechselkurs in Gold aufrechtzuerhalten. US-Präsident Nixon hob dann per Dekret einseitig die Umtauschbarkeit des Dollars gegen Gold im August 1971 auf und läutete damit das Ende des Bretton-Woods-Systems ein. Die US-Entscheidung ging als „**Nixon-Schock**" in die Geschichte ein. Die Aufhebung der Goldbindung zusammen mit 10 Prozent Handelszöllen sollten andere Staaten dazu bewegen, ihre Währungen abzuwerten und mehr aus den USA zu importieren, damit das am US-Dollar verankerte Wechselkursregime weiterhin Bestand haben würde. Die USA schlossen mit ihren wichtigsten Handelspartnern im Dezember 1971 das nach dem Smithsonian Institute in Washington, D.C. benannte Smithsonian-Abkommen, wonach der US-Dollar koordiniert gegenüber Gold abgewertet und weiter gefasste Bandbreiten für die Dollar-Wechselkurse festgelegt wurden, um das durch das Nixon-Dekret ins Wanken gekommene internationale Geldsystem wieder zu stabilisieren. Dadurch

Standardisierte tägliche Veränderungen des US-Dollar-Index



Absolute, tägliche Wertveränderungen des US-Dollar-Index – standardisiert auf einen Mittelwert von 0 und eine Standardabweichung von 1. Die schattierten Bereiche zeigen Phasen erhöhter Volatilität. Die roten Markierungen heben ausgewählte Datenpunkte mit besonders ausgeprägten Wertveränderungen hervor. Zeitraum: 4. Januar 1971 bis 30. April 2025. Quellen: Bloomberg, Metzler

sollte auch der Kauf US-amerikanischer Produkte gefördert werden, um das Außenhandelsdefizit zu verringern.

Diese Hoffnung erwies sich als trügerisch: Die Inflation erwies sich als hartnäckig und der Markt nahm den US-Dollar ins Visier. Koordinierte US-Dollar-Käufe nach Verhandlungen mit Deutschland und Japan sollten im Februar 1973 den Dollar als Ankerwährung noch retten. Der Abwertungsdruck vom Markt ließ sich aber auch dadurch nicht stoppen. Das System der festen Wechselkurse wurde 1973 endgültig aufgegeben und durch ein System frei schwankender Wechselkurse ersetzt.

Heute stehen wir erneut vor einem massiven Eingriff in die globale Wirtschaftsordnung. Der Blick in die Vergangenheit legt nahe, dass die von der Trump-Regierung eingeführten Handelsbarrieren keineswegs nur als Randnotiz gelten können. Sie lösen vielmehr eine enorme Unsicherheit in der Realwirtschaft und an den Kapitalmärkten aus und könnten die Rolle des **US-Dollar als Weltleitwährung** durchaus infrage stellen. Kapitalabflüsse aus den USA nach Europa und eine messbare Zunahme währungsgesicherter Investitionen in US-amerikanische Assets deuten bereits auf einen gewissen Vertrauensverlust. Solche weitreichenden Veränderungen im globalen Finanzsystem gehen naturgemäß mit hoher Volatilität einher. Grund genug also, die Volatilität am Devisenmarkt und die Stabilität der heutigen Weltwirtschaftsordnung, die auf dem US-Dollar basiert, genau zu beleuchten.

Historische Verwerfungen?

Die Volatilität – oder „Vol“, wie Händler sagen – ist spätestens seit dem sogenannten „Liberation Day“ am 3. April 2025, als Trump flächendeckend neue Zölle verkündete, in aller Munde. Wie bedeutend war der Anstieg der Währungsvolatilität nach der Zollankündigung wirklich? Abbildung 1 zeigt die täglichen Veränderungen des US-Dollar-Index von Januar 1971, als erstmals Tagesdaten verfügbar wurden, bis April 2025 in standardisierter Form. Das heißt, die Renditen wurden so skaliert, dass sie einen Mittelwert von 0 und eine Standardabweichung von 1 aufweisen.

Die Datenpunkte zeigen die absoluten Veränderungen des handelsgewichteten US-Dollar-Index als Vielfaches der historischen Standardabweichung des Datensatzes. Der Maximalwert der Standardabweichung betrug 9,68 am 13. Februar 1973, als der US-Dollar nach Verhandlungen mit Deutschland und Japan zum zweiten Mal seit dem Smithsonian-Abkommen von 1971 abgewertet worden war. Zur Einordnung: Das Universum ist etwa 13,8 Milliarden Jahre alt. Unter der Annahme normalverteilter Daten, liegt in dieser Zeitspanne die Wahrscheinlichkeit bei 0,1 Prozent, dass ein Ereignis mit einer Standardabweichung von 9,7 eintrifft. Das verdeutlicht, dass die Normalverteilung kein geeignetes Modell für Preisentwicklungen ist – unabhängig vom zentralen Grenzwertsatz.

Kommen wir zur Gegenwart: Die Ankündigung „reziproker" Zölle durch die Trump-Regierung im April 2025 steigerte die Volatilität an den Devisenmärkten – führte jedoch nicht zu historisch extremen Höchstständen. Die Veränderung des US-Dollar-Index am „Liberation Day" lag mit einer Standardabweichung von etwa 3,4 deutlich über dem Tagesdurchschnitt, lag aber noch weit unter zuvor beobachteten Extremwerten. Übertroffen wurde dies eine Woche später durch eine Standardabweichung von 4, als Trump die angekündigten Zölle überraschend aussetzte.

Die „Gruppierung" von Volatilität, das sogenannte **Volatilitäts-Clustering**, ist in Abbildung 1 durch Schattierungen hervorgehoben. Es handelt sich hierbei um eine gut dokumentierte Eigenschaft von Volatilität in Finanzzeitreihen. Die Sorge heute ist – zumindest aus Sicht von Nicht-US-Investoren –, dass jüngste Ereignisse das Vertrauen in den US-Dollar geschwächt und zu dauerhaft erhöhter Volatilität sowie möglicherweise einer längeren Periode einer US-Dollar-Schwäche führen könnten. Die Volatilität hat sich zwar im September 2025 wieder beruhigt, aber der US-Dollar hat gegenüber seinen Wettbewerbern bereits über 10 Prozent an Wert verloren – und das nur seit Jahresbeginn.

Das Kapital fließt immer – doch bleibt die Reserve immer gleich?

Diese freie Adaption eines Zitats des römischen Kaisers Marc Aurel, das wir in der Hauptüberschrift verwendet haben, dient als Einstieg in eine kurze Diskussion über den US-Dollar als Weltreservewährung. Ebenso passend wäre die Aussage George Harrisons gewesen: „All things must pass". Denn die Kernaussage ist dieselbe: Kein System in der Geschichte der Menschheit hat je für immer Bestand gehabt.

Gilt diese Aussage auch für den US-Dollar? Man könnte meinen, die Regierung unter Donald Trump setze alles daran, den Reserve-Status der eigenen Währung zu untergraben. Es blieb nicht nur bei Handelszöllen und Seitenhieben gegen die weltweiten Partner. Auch die Unabhängigkeit der US-Notenbank wurde offen infrage gestellt und sogar attackiert, Mitglieder des Direktoriums wurden unter Druck gesetzt. Ist dies ein bewusster Versuch, den US-Dollar nachhaltig zu schwächen und seine zentrale Rolle im globalen Wirtschaftssystem aufzugeben? Nur auf den ersten Blick erscheint diese Frage radikal:

Die Emission einer Reservewährung ist eng mit Zahlungsbilanzdefiziten verbunden. Die Nachfrage anderer Nationen nach der Reservewährung zwingt das herausgebende Land dazu, das Angebot zu erhöhen – was im Ergebnis das Defizit vergrößert. Diese Beziehung ist heute als **Triffin-Dilemma** bekannt, benannt nach Robert Triffin, obwohl sie zuvor bereits von Feliks Młynarski untersucht wurde (Bordo und McCauley, 2017). Jede Weigerung oder Unfähigkeit, die Reservewährung bereitzustellen, oder eine signifikante Kürzung des Angebots würde die Stabilität des Geldsystems untergraben und könnte sogar eine globale Depression auslösen.

Kurzum: Vieles spricht dafür, dass Staaten wenig echtes Interesse daran haben könnten, die Weltreservewährung zu stellen. Dies dürfte auch auf die Volkswirtschaften Chinas und Europas zutreffen. Leicht vorstellbar ist also eine Welt, in der Autarkie und bilaterale Handelsvereinbarungen wieder mehr Gewicht bekommen, **ganz ohne eine einzelne Reservewährung**.

Darüber hinaus wiegt die sogenannte **unmögliche Dreifaltigkeit** – entstanden durch die (wohl unabhängig voneinander, aber zeitgleich verfassten) Arbeiten der IWF-Ökonomen John Marcus Fleming und Robert Alexander Mundell – gerade im Fall von Reservewährungen besonders schwer und schränkt die geldpolitische Freiheit der

USA zusätzlich ein. Dieses gemeinhin anerkannte ökonomische Konzept besagt, dass eine Volkswirtschaft nicht gleichzeitig einen fixen (oder zumindest kontrollierten) Wechselkurs, Kapitalfreiheit und eine unabhängige Geldpolitik verfolgen kann. Einer dieser Punkte muss aufgegeben werden. All dies dürfte Donald Trump und seine Berater erheblich mehr beschäftigen als die oberflächliche Tatsache, dass die Vereinigten Staaten ein Zahlungs- und Handelsbilanzdefizit ausweisen.

„Aber der US-Dollar kann als Waffe eingesetzt werden", ließe sich einwenden. Jedoch haben die USA noch zahlreiche weitere Instrumente in ihrem Arsenal, mit denen sie international Einfluss nehmen können – jenseits von Militär und US-Dollar. Im selben Maße entscheidend ist die systemische Abhängigkeit von US-amerikanischen Dienstleistungen. Dies zeigt sich im heutigen digitalen und vernetzten Zeitalter besonders deutlich – allen voran in Europa, wo lokale Alternativen bisher kaum Fuß gefasst haben. Die wichtigsten Zahlungsdienstleister, Kreditkartenunternehmen, Softwareanbieter und Cloud-Betreiber stammen fast ausschließlich aus den USA. Diese Abhängigkeit ist strukturell: In solch einer digital vernetzten Welt ließe sich Europa mit einem bloßen Knopfdruck in weiten Teilen lahmlegen.

Diese Vorstellung mag alarmistisch erscheinen, unterstreicht aber, dass die USA nicht zwangsläufig am Reservewährungsstatus des US-Dollar festhalten müssen, um ihre Macht zu bewahren. Sollte der Fokus der aktuellen US-Regierung sich immer stärker auf nationale Interessen und größere geldpolitische Flexibilität richten, wäre dies durchaus ein realistisches Szenario.

Allerdings haben die bisherigen Schritte der Trump-Regierung schon jetzt auf den Kurs des US-Dollar gedrückt. Sollte die Abkehr der Marktteilnehmer vom US-Dollar und den US-Märkten angesichts politischer Instabilität weitergehen, dürfte die Unsicherheit weiter steigen, die Volatilität erneut aufflammen – und es könnte zu einer wesentlich stärkeren Abwertung des US-Dollar kommen als bisher.

Bereiten Sie sich auf einen schwachen US-Dollar vor – auch wenn dies nicht Ihr Hauptszenario ist

Das Wesentliche für Investoren mit US-Dollar-Engagements ist: Gehen Sie Ihre Währungsrisiken heute an – nicht erst in einigen Monaten oder Jahren, nur weil andere Allokationsentscheidungen vordringlicher erscheinen. Suchen Sie das Gespräch mit Währungsspezialisten und analysieren Sie gemeinsam Ihr Portfolio auf versteckte Risiken und die Wechselkursdynamik. Etablieren Sie einen Risikomanagementprozess, der flexibel genug ist, um auf Veränderungen zu reagieren, und in unterschiedlichen Szenarien Bestand hat.

Ein Blick auf die Kaufkraftparität zeigt, dass der US-Dollar seit geraumer Zeit überbewertet ist. Nach unseren Schätzungen würde eine faire Bewertung nach diesem Maßstab einen EUR/USD-Wechselkurs von 1,40 – oder noch höher – rechtfertigen. Wenn dies abwegig erscheint, lohnt ein Blick in die jüngere Vergangenheit: Zwischen 2002 und 2008 stieg der Kurs von unter 0,90 (bei überbewertetem US-Dollar) auf 1,60 (fair bewertet, später tendenziell unterbewertet). Eine erneute, spürbare Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar ist also keineswegs ausgeschlossen. Ob dies tatsächlich das wahrscheinlichste Szenario ist, lässt sich nur schwer beurteilen – jedoch sollten Anleger das Risiko ernst nehmen.

Referenzen

Bordo, Michael D., und Robert N. McCauley (2017). Triffin: dilemma or myth? BIS Working Papers, Nr. 684.

Ghosh, Atish Rex (2021). From the History Books: The Rethinking of the International Monetary System. IMF-Website, abgerufen am 12. September 2025.

Ansprechpartner

Achim Walde, FRM
Head of Currency Management Advisory
069 2104-275
Achim.Walde@metzler.com

Eugenia Buchmüller, CFA
Currency Management Advisor
069 2104-238
Eugenia.Buchmueller@metzler.com

European Pensions AWARDS 2017
WINNER
Currency Manager of the Year

European Pensions AWARDS 2020
WINNER
Currency Manager of the Year

Metzler Currency Management
Metzler Capital Markets
Untermainanlage 1
60329 Frankfurt am Main
Telefon 069 2104-4451
Telefax 069 21041350
FXOverlay@metzler.com
www.metzler.com

Disclaimer

Dieses Dokument ist eine Werbemitteilung der B. Metzler seel. Sohn & Co. AG (Metzler) und richtet sich ausschließlich an geeignete Gegenparteien und professionelle Kunden. Es ist daher nicht für Privatkunden geeignet.
Dieses Dokument beruht auf allgemein zugänglichen Informationen, die Metzler grundsätzlich als zuverlässig einschätzt. Metzler hat die Informationen jedoch nicht auf Richtigkeit und Vollständigkeit überprüft und gibt hinsichtlich der Richtigkeit und Vollständigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen, Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen und Prognosen keinerlei Gewährleistungen oder Zusicherungen ab. Etwaige unrichtige oder unvollständige Informationen, Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen und Prognosen begründen keine Haftung von Metzler, ihrer Anteilseigener sowie Angestellten für Schäden und sonstige Nachteile jedweder Art, die aus der Verteilung oder Verwendung dieses Dokuments entstehen oder damit im Zusammenhang stehen.
Dieses Dokument dient nur zu Werbezwecken und stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Erwerb von Wertpapieren, sonstigen Finanzinstrumenten oder anderen Anlageinstrumenten dar. **Dieses Dokument genügt nicht den gesetzlichen Anforderungen an die Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen nach § 85 WpHG in Verbindung mit § 20 Abs. 1 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung), auf die Artikel 4 und 6 der Delegierten Verordnung (EU) 2016/958 der Kommission vom 9. März 2016 zur Ergänzung der Marktmissbrauchsverordnung Anwendung finden.** Dieses Dokument ist auch nicht auf die speziellen Anlageziele, Finanzsituationen oder Bedürfnisse der Empfänger ausgerichtet und stellt keine individuelle Anlageberatung dar. Mit der Ausarbeitung und Veröffentlichung dieses Dokuments wird Metzler nicht als Anlageberater oder Portfolioverwalter tätig. Die Empfänger sollten ihre eigenständigen Anlageentscheidungen auf der Grundlage unabhängiger Verfahren und Analysen, unter Heranziehung von Verkaufs- oder sonstigen Prospekten, Informationsmemoranden und anderen Anlegerinformationen sowie wenn nötig mithilfe eines unabhängigen Finanzberaters gemäß ihrer spezifischen Finanzsituation und ihren Anlagezielen treffen.
Die Empfänger müssen bedenken, dass Performancedaten der Vergangenheit nicht als Indikation für die zukünftige Performance angesehen werden können und daher nicht als Entscheidungsgrundlage für Investitionen in Finanzinstrumente herangezogen werden sollten.
Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen, Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen und Prognosen geben die unabhängige Meinung des Verfassers über die in diesem Dokument behandelten Finanzinstrumente oder Emittenten zum Zeitpunkt ihrer Veröffentlichung wieder und decken sich nicht notwendigerweise mit der Meinung von Metzler, des Emittenten oder Dritter. Sie können sich aufgrund künftiger Ereignisse und Entwicklungen verändern. Metzler ist nicht verpflichtet, dieses Dokument abzuändern, zu ergänzen oder auf den neuesten Stand zu bringen oder die Empfänger in anderer Weise darüber zu informieren, wenn sich die in diesem Dokument enthaltenen Informationen, Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen und Prognosen verändern oder später als falsch, unvollständig oder irreführend erwiesen haben sollten. Soweit dieses Dokument Modellrechnungen enthält, handelt es sich um beispielhafte Berechnungen möglicher Entwicklungen, die auf verschiedenen Annahmen (zum Beispiel Ertrags- und Volatilitätsannahmen) beruhen. Die tatsächliche Entwicklung kann höher oder niedriger ausfallen – je nach Marktentwicklung und dem Eintreffen der den Modellrechnungen zugrunde liegenden Annahmen. Daher kann die tatsächliche Entwicklung nicht gewährleistet, garantiert oder zugesichert werden.
Die Empfänger sollten davon ausgehen, dass (a) Metzler berechtigt ist, Investmentbanking-, Wertpapier- oder sonstige Geschäfte von oder mit den Unternehmen, die Gegenstand von Researchpublikationen sind, zu akquirieren, und dass (b) Analysten, die an der Erstellung einer Researchpublikation beteiligt waren, im Rahmen des Aufsichtsrechts grundsätzlich mittelbar am Zustandekommen eines solchen Geschäfts beteiligt sein können.
Metzler sowie deren Mitarbeiter könnten möglicherweise Positionen in Wertpapieren der analysierten Unternehmen oder anderen Investitionsobjekten halten oder Geschäfte mit diesen Wertpapieren oder Investitionsobjekten tätigen.
Dieses Dokument wird lediglich zu Informationszwecken bereitgestellt und darf ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Metzler weder ganz noch teilweise kopiert, vervielfältigt oder an andere Personen weitergeben oder sonst veröffentlicht werden. Sämtliche Urheber- und Nutzungsrechte, auch in elektronischen Medien, verbleiben bei Metzler. Soweit Metzler Hyperlinks zu Internetseiten von in ihren Researchpublikationen genannten Unternehmen angibt, bedeutet dies nicht, dass Metzler Daten auf den verlinkten Seiten oder Daten, auf welche von diesen Seiten aus weiter zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder gewährleistet. Metzler übernimmt weder eine Haftung für Verlinkungen oder Daten noch für Folgen, die aus der Nutzung der Verlinkung und/oder Verwendung dieser Daten entstehen könnten.
Dieses Dokument unterliegt dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Der Gerichtsstand für etwaige Streitigkeiten ist Frankfurt am Main, Deutschland. Mit Entgegennahme dieses Dokuments erklärt sich der Empfänger mit den vorangehenden Bestimmungen einverstanden.