

Report: Die Folgen einer Euro-Internationalisierung

@ Nils Gerresheim, Dr. Max Krahé, Dr. Jens van 't Klooster

14.11.2025

nils.gerresheim@dezernatzukunft.org

Executive Summary

Der US-Dollar verliert an Reservewährungsdominanz. Bisher konnte der Euro davon kaum profitieren. Wir untersuchen, ob eine stärkere Internationalisierung des Euro wünschenswert wäre. Dazu analysieren wir die strukturellen Vor- und Nachteile einer Reservewährung und quantifizieren die Effekte einer hypothetischen Euro-Dominanz. Unsere Ergebnisse zeigen leicht positive Nettoeffekte von 0,2 bis 0,8 Prozent des Eurozonen-BIP. Dahinter verbergen sich jedoch beträchtliche Bruttoeffekte einzelner Kanäle. Eine Eurodominanz vergleichbar mit der des US-Dollar heute erscheint somit nicht eindeutig vorteilhaft: Während niedrige Kapitalkosten erhebliche Vorteile bieten, würde eine potenzielle Währungsaufwertung signifikante Kosten und sektorale Umverteilungen implizieren. Eine beschränktere Internationalisierung des Euros wäre nur vorteilhaft, falls es möglich ist, eine übermäßige Aufwertung zu vermeiden.

#RESERVEWÄHRUNG

#WECHSELKURSE

#EURO

#GELDPOLITIK

Einleitung	3
1.1 Der Erosionsprozess des Dollar-Systems	3
1.2 Eine Gelegenheit für den Euro, aber kein Selbstläufer	4
Privilegien und Bürden einer Reservewährung	5
2.1 Die exorbitanten Privilegien	5
2.2 Keine Privilegien ohne Bürden	6
Quantifizierung der Reservewährungseffekte	8
3.1 Das DZ-Modell	8
3.2 Bruttoeffekte durch Erst- und Zweitrundenszenarien	10
3.3 Die Bruttoeffekte dominieren und können zu erheblichen sektoralen Umverteilungen führen	10
Fazit	12
Literaturverzeichnis	13

1. Einleitung

Im Mai 2025 hielt EZB-Präsidentin Christine Lagarde ihre „Europe’s „global euro“ moment“ Rede, in der sie eine zunehmende Fragmentierung der Weltwirtschaft und einen Rollenverlust des US-Dollar (USD) als Reservewährung beschrieb (EZB 2025a). Zugleich betonte sie, dass dies Raum für einen stärkeren Euro als Leitwährung biete. Dies befeuerte die laufende Debatte über die zukünftige Architektur des globalen Währungssystems in Fachkreisen und Medien zusätzlich. Soll und kann der Euro eine größere Rolle als globale Reservewährung übernehmen? Wäre dies wünschenswert?

Der vorliegende Report widmet sich letzterer Frage. Ziel ist es, die Vor- und Nachteile einer Euro-Internationalisierung systematisch zu analysieren, ihre quantitativen Effekte auf den Wohlstand zu schätzen und die Trade-offs offenzulegen, die mit einer stärkeren globalen Rolle des Euros einhergehen. Hierbei gehen wir von dem Extrembeispiel einer vollständigen Eurodominanz aus. Der Report bildet das Ausmaß und Zusammenspiel der Vor- und Nachteile ab, statt die wahrscheinlichste Entwicklung zu simulieren. Hierdurch ermöglichen wir eine fundierte Entscheidungsfindung zur Ausgestaltung potenzieller Internationalisierungsszenarien, in denen möglichst viele Vorteile erhalten bleiben, während etwaige Nachteile minimiert werden.

Unsere Modellrechnungen deuten darauf hin, dass eine Entwicklung zu einer vollständigen Eurodominanz leicht positive Nettoeffekte von 0,2 bis 0,8 Prozent des Eurozonen-BIP hätte. Hinter dem Gesamteffekt verbergen sich allerdings potenziell erhebliche sektorale Transformations- und Umverteilungsprozesse. Kapitalintensive, innovationsorientierte Industrien sowie der öffentliche Sektor würden profitieren, während exportabhängige Industrien unter Druck geraten könnten. Entscheidend wird sein, in welchem Maße die negativen Nebeneffekte, insbesondere eine übermäßige Aufwertung des Euro, vermieden werden können. Diese Frage wollen wir in zukünftigen Projekten beantworten.

Der weitere Report ist folgendermaßen aufgebaut: **Kapitel 1** beschreibt den Erosionsprozess des Dollar-Systems und zeigt auf, warum der Euro bisher noch kein Kapital daraus schlagen konnte. **Kapitel 2** kategorisiert die Vor- und Nachteile der Bereitstellung einer Reservewährung. **Kapitel 3** stellt das von uns entwickelte DZ-Modell vor, welches die potenziellen Wohlstandseffekte einer Euro-Dominanz quantifiziert. **Kapitel 4** fasst die Ergebnisse zusammen, diskutiert die politischen Implikationen und identifiziert offene Forschungsfragen.

1.1 Der Erosionsprozess des Dollar-Systems

Im letzten Jahrzehnt mehren sich Zweifel daran, wie zufriedenstellend der USD seine Rolle als globale Reservewährung erfüllt. Diese Rolle basiert auf einer möglichst reibungslosen Erfüllung der drei klassischen Geldfunktionen, also Tauschmittel, Recheneinheit und Wertaufbewahrungsmittel zu sein (Chahrour & Valchev 2022). Insbesondere Letzteres steht zunehmend infrage, da USD-Reserven ihre Reputation als sichere Anlage verlieren. Ein Grund hierfür ist das steigende US-Haushaltsdefizit, welches im Mai 2025 zur Herabstufung der US-Staatsanleihenbonität durch Moody's führte (Moody's 2025). Die beiden anderen großen Ratingagenturen hatten bereits zuvor US-Staatspapieren das AAA-Rating abgesprochen. Auch die geopolitische Instrumentalisierung des USD führt dazu, dass einige Länder ihren Zugang zu USD-Anlagen bedroht sehen. Ein Beispiel hierfür ist der Ausschluss Russlands aus dem internationalen USD-Zahlungsverkehr, welcher China dazu veranlasste seine USD-Abhängigkeit zu reduzieren. Dementsprechend sank der USD-Anteil an globalen Zentralbankreserven (inkl. Gold) seit 2015 von rund 62 Prozent auf 47 Prozent in 2024 (Abbildung 1).

Die aktuelle Außenpolitik Trumps, sowie eine mögliche künftige Einschränkung der Unabhängigkeit der Federal Reserve und daraus resultierende Inflationsrisiken könnten diese Dynamiken weiter verschärfen.

Zudem sind die Reservewährungsfunktionen eng miteinander verknüpft (Gopinath & Stein 2021; Chahrour & Valchev 2022). Erfüllt der USD nicht mehr seine Wertaufbewahrungsfunktion, könnte es in Zukunft problematischer werden, USD-Anlagen als Sicherheit zu benutzen, was wiederum unerlässlich ist, um den USD als Tauschmittel zu verwenden.

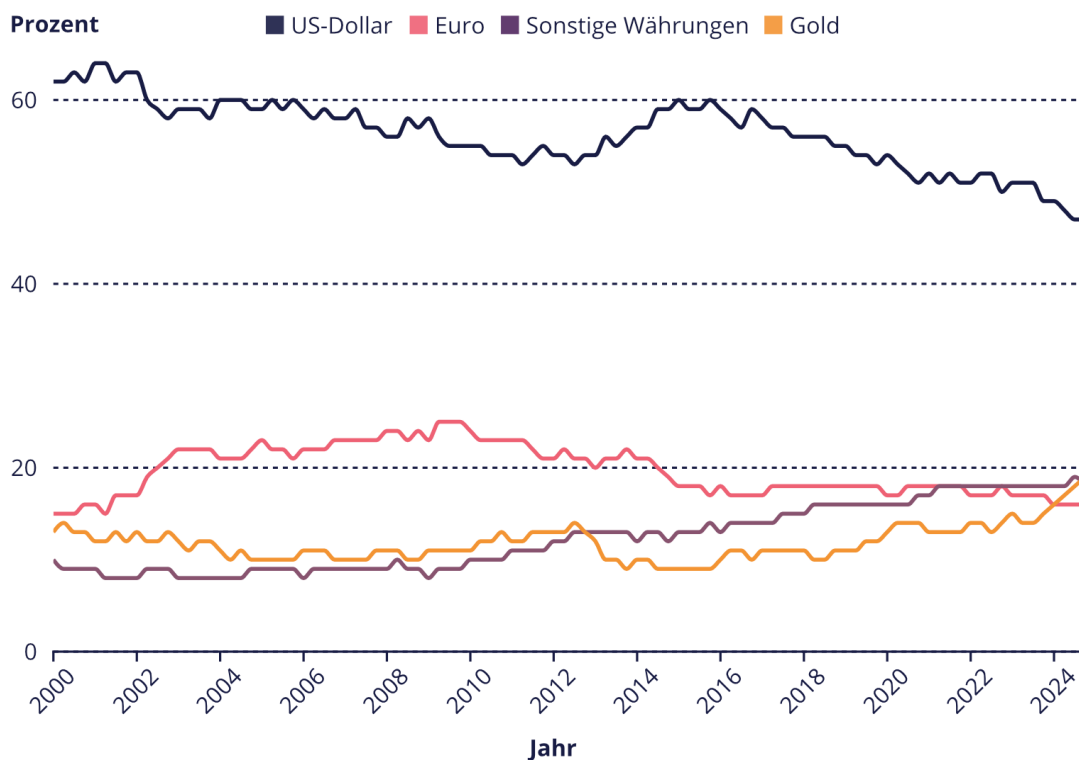
1.2 Eine Gelegenheit für den Euro, aber kein Selbstläufer

Die Gelegenheit, die internationale Rolle des Euros zu stärken, ist da, ein Selbstläufer ist die Entwicklung allerdings nicht.

Statt aus dem US-Dollar in den Euro umzuschichten, erhöhen viele Zentralbanken aktuell ihre Goldbestände. Der Euro-Anteil an den Reserveeinlagen blieb seit 2015 grob konstant, während der Goldanteil von 9 Prozent auf 19 Prozent anstieg (Abbildung 1). Zudem wertete Gold seitdem gegenüber dem USD um über 180 Prozent auf, während der aktuelle Euro-USD-Kurs etwa dem von 2015 entspricht (EZB 2025b; Trading Economics 2025). Gold gilt als krisenfest und sanktionssicher. Langfristig ist Gold als Ersatz für eine Leitwährung jedoch ungeeignet. Gold ist illiquide, preislich volatil und schafft durch langsames Mengenwachstum deflationären Druck. Hier könnte der Euro ansetzen.

Gold und sonstige Währungen ersetzen den US-Dollar

Zusammensetzung der Zentralbankreserven



Die Abbildung zeigt die Zusammensetzung der globalen Zentralbankreserven nach Gold und Währung. Die Währungsanteile unter der Währungsreserven stammen aus dem IMF COFER Datenset. Der Goldanteil im Verhältnis zu den gesamten Währungsreserven stammt aus dem World Gold Council Datenset, welches wiederum auf dem IMF IFS Datenset basiert.

Lesebeispiel: In 2015 Q1 wurden 60 Prozent der Zentralbankreserven in USD gehalten.

Dezernat Zukunft

Institut für Makrofinanzen

Abbildung 1: Gold und sonstige Währungen ersetzen den US-Dollar; **Quellen:** IMF, World Gold Council

2. Privilegien und Bürden einer Reservewährung

Um zu klären, wie wünschenswert eine Internationalisierung des Euro wäre, kategorisieren wir die Vor- und Nachteile der Bereitstellung einer Reservewährung. Grundsätzlich lassen sich die Effekte, die Reservewährung zu stellen, in drei Kategorien einteilen: Wohlstandseffekte, zyklische Effekte und nicht-monetäre Effekte. Wohlstandseffekte betreffen das langfristige Wohlstandsniveau und sind somit ein monetärer Leveffekt. Die zyklischen Effekte hingegen beschreiben, wie sich wirtschaftliche Dynamiken verändern, beispielsweise während des Konjunkturzyklus. Nicht-monetäre Effekte beschreiben Aspekte, die nicht rein monetär quantifiziert werden können, wie geopolitischer Gestaltungsspielraum oder Klimatransformationsziele.

Die beschriebenen Vor- und Nachteile beziehen sich dabei stets auf eine vollumfängliche, dominante Reservewährung, wie es der USD aktuell ist. Eine pragmatische Stärkung der Rolle des Euros würde vermutlich in der näheren Zukunft nicht zu einem vollständigen Dominanzwechsel führen, weshalb gewisse Vor- und Nachteile unterschiedlich ausgeprägt sein würden. Inwiefern man hierdurch von den relevanten Vorteilen profitieren und gleichzeitig Nachteile vermeiden kann, werden wir in zukünftigen Projekten herausarbeiten.

	Vorteile	Nachteile
Wohlstandseffekte	Niedrigere Zinsen fördern Investitionen. Importe werden günstiger.	Die Währungsaufwertung schadet dem Exportsektor. Konsumenten substituieren von heimischen Gütern zu Importgütern.
Zyklische Effekte	Gerade in Krisenzeiten sind Zinsen besonders niedrig und ermöglichen konjunkturfördernde Investitionen.	Gerade in Krisenzeiten wertet die Währung besonders auf, was die Industrie zusätzlich herausfordert.
Nicht-monetäre Effekte	Stärkere Souveränität und zusätzlicher Gestaltungsspielraum im geopolitischen Kontext.	Stärkere geopolitische Verantwortung, die mit höheren Kosten und einem gewissen Handlungsdruck verbunden ist.

Tabelle 1: Vor- und Nachteile von Währungsdominanz; **Quelle:** eigene Darstellung

2.1 Die exorbitanten Privilegien

Die Vorteile der Stellung der Reservewährung werden häufig als „exorbitantes Privileg“ bezeichnet, ein Begriff, den der damalige französische Finanzminister Valéry Giscard d'Estaing in den 1960er-Jahren prägte. Positive Wohlstandseffekte werden vor allem durch ein niedrigeres Zinsniveau erreicht. Durch die höhere globale Nachfrage nach Anlagen in der Reservewährung sinken deren Zinsen. Ähnlich wie bei einer Leitzinssenkung kann dies Investitionen anregen und die Wirtschaft beleben. Zu-

gleich sinkt auch die natürliche Zinsrate. Diese Zinsrate kann als der Gleichgewichtszinssatz der Wirtschaft beschrieben werden, bei dem sich langfristig Angebot und Nachfrage treffen. Weicht die tatsächliche Zinsrate temporär von der natürlichen Zinsrate ab, so entsteht inflationärer Druck. Mithilfe dieses Mechanismus steuern Zentralbanken durch Leitzinsanpassungen die Inflationsrate. Gewinnt eine Währung allerdings an Dominanz, so steigt die Nachfrage nach Anlagen in der Währung dauerhaft und die natürliche Zinsrate passt sich langfristig nach unten an. Deswegen wirken die

niedrigen Zinsen, anders als eine temporäre Leitzinssenkung, nicht inflationär. Zudem sind heimische Unternehmen geringerem Wechselkursrisiko ausgesetzt, wenn der Welthandel in ihrer Währung abgerechnet wird. Hinzu kommt ein höheres Seigniorage-Einkommen, also Einnahmen aus der Geldschöpfung. Diese entstehen, weil Zentralbanken Geld zu geringeren Kosten ausgeben können. Durch den Anstieg der globalen Nachfrage nach Liquidität und sicheren Anlagen in der Währung kann die Zentralbank mehr Geld schöpfen, ohne Inflation zu erzeugen. Die daraus entstehenden Zinsgewinne kommen letztendlich dem emittierenden Land zugute.

Neben langfristigen Wohlstandseffekten hat der Reservewährungsstatus auch zyklische Effekte. In Krisenzeiten flüchten Investoren in „sichere Häfen“. Die Nachfrage nach Reservewährungseinlagen steigt also gerade dann, was die Zinsen besonders stark drückt (Brunnermeier & Merkel 2025). Dies stellt einen erheblichen Vorteil dar, da Investitionen in Rezessionen besonders gebraucht werden.

Die nicht-monetären Vorteile sind vor allem geopolitischer Natur. Die Reservewährung schützt gegen Finanzsanktionen anderer Staaten und schafft zugleich eigene Sanktionsmöglichkeiten. Sie ermöglicht es außerdem, einen sanften Einfluss auf die internationale Kreditvergabe auszuüben. Diese könnte die EZB zum Beispiel nutzen, um internationale Dekarbonisierungsinvestitionen zu unterstützen. Hier wirkt die Federal Reserve eher bremsend.

2.2 Keine Privilegien ohne Bürden

Neben den zahlreichen Vorteilen gibt es auch Nachteile. Durch die erhöhte Nachfrage nach der Reservewährung wertet diese typischerweise auf. Laut dem IWF war der USD beispielsweise in 2023 um 5-10 Prozent überbewertet (Reuters 2024). Eine Zentralbank könnte dem mit einer künstlichen Abwertung entgegenwirken, allerdings würde das mit erheblichen potenziellen Nebenwirkungen einhergehen. So ist beispielsweise im IWF-Gründungsvertrag festgelegt, dass man sich durch Wechselkursmanipulation keinen unlauteren Wettbewerbsvor-

teil verschaffen darf (IWF 2010). Eine künstliche Abwertung könnte zudem Inflationsdruck erzeugen, sollte sie die Wirtschaft über das Produktionspotenzial hinaus beleben. Müsste man mit einem stärkeren Wechselkurs leben, hätte dies spürbare Effekte auf die heimische Industrie. Heimische Güter würden für Ausländer teurer, weshalb der Exportsektor an Wettbewerbsfähigkeit verlieren würde. Der Effekt auf der Importseite ist hingegen weniger eindeutig. Einerseits werden Importe für heimische Konsumenten günstiger, sodass sie von inländischen Gütern wegsostituieren könnten. Andererseits sparen die Konsumenten durch die günstigeren Importpreise Geld, was sie wiederum für heimische Güter ausgeben könnten. Insgesamt schätzt Pierre-Olivier Gourinchas (1999) einen Beschäftigungsrückgang im Handelssektor von 0,3 Prozent bei einem realen Wechselkursanstieg von 10 Prozent.

Ein weiteres Risiko ist das moderne Triffin-Dilemma: Niedrige Zinsen und günstige Kapitalaufnahmebedingungen machen es für den Reservewährungsstaat leicht und attraktiv, sich zu verschulden. Dies schafft Anreize für steigende Fiskaldefizite und kann langfristig zu einer exzessiven Verschuldung führen (Farhi & Maggiori 2017). Ab einem gewissen Verschuldungsgrad können Investoren allerdings das Vertrauen in die zuvor so gefragten Reservewährungsanlagen verlieren. Hierdurch kann das Währungssystem unter Druck geraten. Nach der Hypothese des modernen Triffin-Dilemmas ist die Bereitstellung einer globalen Reservewährung damit über sehr lange Fristen inhärent instabil: Das System erfordert ständig neue Schulden, um den weltweiten Bedarf an sicheren Anlagen zu decken, untergräbt damit aber schrittweise seine eigene Stabilität.

Auch bei den Nachteilen einer Reservewährung spielen zyklische Aspekte eine wichtige Rolle. Ähnlich wie Zinsen in Krisenzeiten wegen erhöhter Nachfrage besonders sinken, steigen auch die Wechselkurse. Das könnte die Industrie gerade in Krisen zusätzlich belasten. Experten wie Markus Brunnermeier oder Kenneth Rogoff schätzen zwar, dass die positiven zyklischen Effekte überwiegen, belastbare Zahlen hierzu fehlen jedoch bislang (Rogoff 2025).

Schließlich sind auch Sicherheitsaspekte mit Kosten verbunden. Eine Reservewährung setzt eine starke militärische Absicherung voraus (Eichengreen u. a. 2019). Das ist nicht nur teuer, sondern wirft für Deutschland und Europa schwierige Fragen auf: Unter welcher Führung sollte ein europäisches Militär organisiert werden und wo

darf es zum Einsatz kommen? Wie kann eine geteilte Bedrohungseinschätzung und eine gemeinsame strategische Kultur geschaffen werden? Inwiefern wäre die EU bereit, militärische Mittel einzusetzen, um Währungspartner geopolitisch abzusichern?

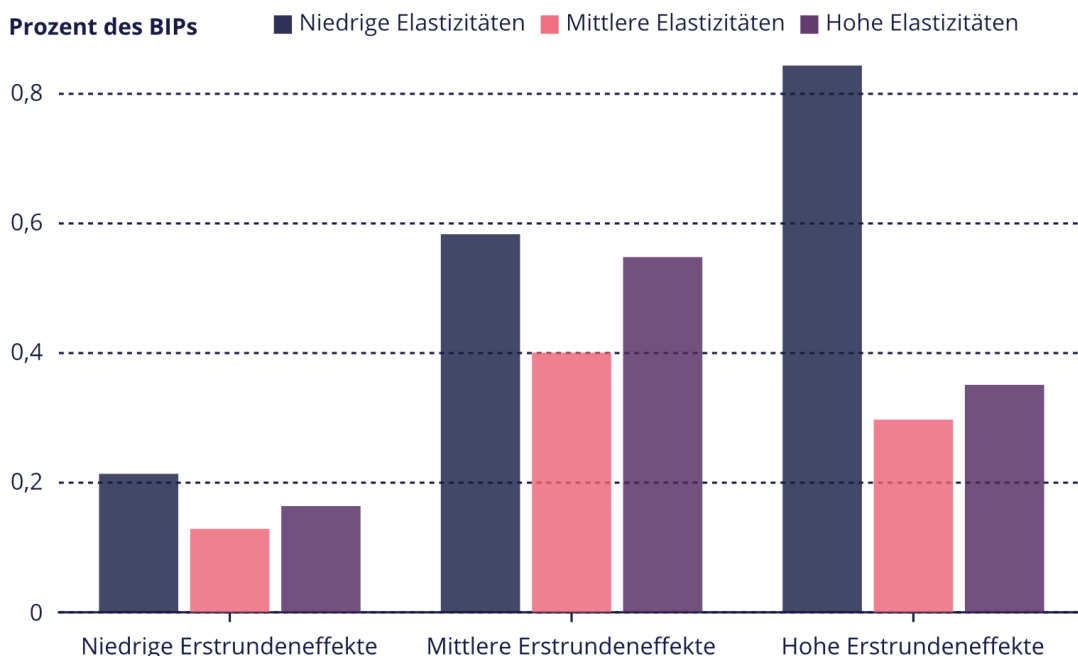
3. Quantifizierung der Reservewährungseffekte

Bisher existieren nur wenige Studien, die versuchen, den Gesamteffekt der Bereitstellung einer Reservewährung zu quantifizieren. Dies ist vermutlich der hohen Komplexität der vielfältigen und häufig gegenläufigen Effekte geschuldet. Zudem entfalten die Effekte häufig erst in der langen Frist ihre volle Wirksamkeit und historische Wechsel der dominanten Reservewährung sind selten. Dies erschwert es, die genauen Effektgrößen zu identifizieren. In seinem Buch „Our Dol-

lar, Your Problem“ schätzt Rogoff den Nettoeffekt für den USD auf etwa 0,5 Prozent des US-Bruttoinlandsprodukts (BIPs) (Rogoff 2025). Eine McKinsey-Studie von 2008 kommt mit 0,3 Prozent bis 0,5 Prozent des US-BIPs auf einen ähnlichen Wert (Dobbs u. a. 2009). Chahour und Valchev (2022) schätzen mithilfe eines DSGE-Modells, dass der Konsum des Reservewährungsbereitstellers um etwa 0,03 Prozent steigt.

Nettoeffekte sind positiv, aber klein

Nettoeffekte einer Euro-Internationalisierung nach Szenarien



Die Abbildung zeigt die Nettoeffekte einer Euro-Internationalisierung auf das BIP je nach Szenario. Die Szenarien bilden alle Kombinationen der jeweils drei Erstrunden- und Elastizitätsszenarien ab.

Lesebeispiel: In dem Szenario mit niedrigen Erstrundeneffekten und hohen Elastizitäten würde eine Euro-Internationalisierung das Eurozonen-BIP um 0,16 Prozent steigern.

Dezernat Zukunft

Institut für Makrofinanzen

Abbildung 2: Nettoeffekte sind positiv, aber klein; **Quelle:** eigene Berechnungen

3.1 Das DZ-Modell

Im Zuge unserer Analyse haben wir ein eigenes Modell aufgestellt, das sich an dem McKinsey-Ansatz orientiert, diesen allerdings adaptiert und aktualisierte Parameterschätzungen einfließen lässt, um den potenziellen Effekt einer Euro-Internationalisierung zu quantifizieren. Um die

Komplexität der Schätzung zu limitieren, fokussieren wir uns in unserem Modell ausschließlich auf Wohlfahrtseffekte einer Euro-Reservewährungsdominanz.

Durch die Komplexität der Thematik weisen unsere Schätzungen trotz des beschriebenen Fokus weiterhin erhebliche Spannen auf.

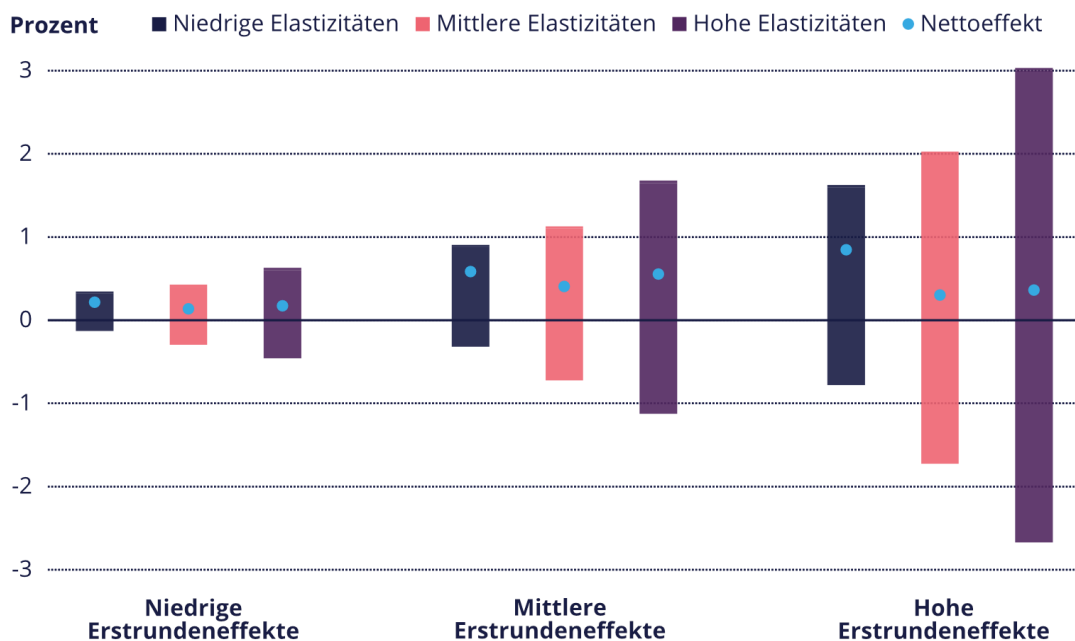
Diese wollen wir durch insgesamt neun Szenarioberechnungen transparent darlegen, die sich aus der Kombination von drei Erstrundenszenarien und drei Zweitrundenszenarien ergeben. Die Erstrundenszenarien unterscheiden zwischen verschiedenen direkten Effekten. Also beispielsweise wie sehr eine Währung aufwertet, wenn sie Reservewährung wird, oder welchen Kapitalkostenvorteil dies impliziert. Die Zweitrundenszenarien modellieren indirekte Effekte, wie verschiedene Elastizitätsschätzungen, zum Beispiel von Exporten auf eine Währungsaufwertung. Die Varianz zwischen den verwendeten Parametern kann damit begründet werden, dass es kaum Schätzungen konkret für den Reservewäh-

rungsfall gibt. Stattdessen wurden viele Parameter in einem leicht abweichenden Kontext geschätzt¹.

Die verschiedenen Szenarien unseres Modells schätzen einen positiven Nettoeffekt auf das BIP der Eurozone von knapp 0,2 Prozent bis leicht über 0,8 Prozent, was gut mit den existierenden Schätzungen übereinstimmt. Wie beschrieben, resultieren unsere Ergebnisse vor allem aus positiven Effekten niedrigerer Zinsen sowie negativen Effekten durch eine Währungsaufwertung. Diese gegenläufigen Effekte heben sich weitgehend auf, sodass der Nettobeitrag relativ klein ist.

Bruttoeffekte dominieren Nettoeffekte um das Sechsfache

Bruttoeffekte in Prozent des Eurozonen-BIPs



Die Abbildung zeigt die Bruttoeffekte je Szenario unseres Euro-Internationalisierungsmodells. Diese setzen sich aus den Kategorien Kapitalkostenvorteil, Seigniorageeinkommen und Währungsüberbewertung zusammen. Die resultierenden Nettoeffekte sind in Hellblau hervorgehoben.

Lesebeispiel: Die dritte Säule von links beschreibt den Effekt einer Euro-Internationalisierung bei niedrigen Erstrunden- und hohen Elastizitäten. Kapitalkostenvorteil und Seigniorageeinkommen führen zu einem positiven BIP-Effekt von 0,63 Prozent, die Währungsüberbewertung zu einem negativen BIP-Effekt von -0,46 Prozent. Insgesamt ergibt dieses Szenario einen positiven BIP-Nettoeffekt von 0,17 Prozent.

Dezernat Zukunft

Institut für Makrofinanzen

Abbildung 3: Bruttoeffekte dominieren Nettoeffekte um das Sechsfache; **Quelle:** eigene Berechnungen

¹ Ein Beispiel hierfür wäre der Effekt auf Exporte wegen eines Wechselkursschocks, der die jeweilige Währung aufwertet. Eine solche Währungsaufwertung könnte andere Erwartungen über die Dauer der Aufwertung wecken als eine Aufwertung durch

einen stärkeren Reservewährungsstatus. Varianz durch solche Ungenauigkeiten bilden wir durch die verschiedenen Szenarien ab.

3.2 Bruttoeffekte durch Erst- und Zweitrundenszenarien

Hinter den relativ kleinen Nettoeffekten verbergen sich je nach Szenario große Bruttoeffekte, also die Effekte der einzelnen Kanäle. Beim niedrigen Erstrundenszenario orientieren wir uns für den Kapitalkostenvorteil am McKinsey-Report, der ihn für die USA auf 50-60 Basispunkte (bp) schätzt (Dobbs u. a. 2009)². Für ein konservatives Niedrigszenario setzen wir deswegen einen Kapitalkostenvorteil von 40 bp an. Diese Annahme liegt am unteren Rand, insbesondere im Vergleich aktuellerer Schätzungen. Gräb u.a. (2019) veranschlagen etwa 160 bp Kapitalkostenvorteil für die USA durch das „exorbitante Privileg“, Jiang u.a. (2021) sogar 200 bp. Dementsprechend unterstellen wir im hohen Erstrundenszenario ebenfalls 200 bp Kapitalkostenvorteil für die Eurozone. Für die Wechselkursveränderungen setzen wir im niedrigen Erstrundenszenario, ähnlich zu dem Zinseffekt, bewusst einen etwas kleineren Effekt an als McKinsey für die USA. McKinsey schätzt eine 5-10-Prozent-Überbewertung des USD aufgrund seiner Reservewährungsrolle (Dobbs u. a. 2009)³. Für den Euro modellieren wir eine Aufwertung von 4 Prozent. Im High-Impact-Szenario orientieren wir uns an einer Schätzung von Martínez u.a. (2025), die eine handelsgewichtete Wechselkursabwertung des Euro zwischen 2010 und 2024 von 4,7 Prozent auf Basis rückläufiger Euro-Zentralbankreserven ermittelt. Extrapoliert man dies auf einen Anstieg der Zentralbankreserven hin zum aktuellen USD-Niveau, ergäbe sich eine 25-Prozent-Überbewertung des Euro.

Analog zu den Erstrundeneffekten teilen wir die Zweitrundeneffekte in drei Szenarien. Im Zentrum stehen Elastizitäten gegenüber den Erstrundeneffekten: Wie stark steigt das BIP bei einem gegebenen Kapitalkostenvorteil? Was ist die Preisweitergaberate bei sich verändernden Kosten? Wie reagieren Import- und Exportmengen auf eine Euro-Aufwertung? In unserer Schätzung halten wir die inländischen nominalen Konsumausgaben konstant. Je nach Elastizität kann es

daher sein, dass die Aufwertung des Euro importseitig sogar das BIP erhöht. Obwohl die Importmengen zunehmen, sinkt ihr nominaler Wert so stark, dass mehr Einkommen für inländische Güter verbleibt. Solche Effekte, kombiniert mit unterschiedlichen Elastizitätsverhältnissen zwischen den Szenarien, führen dazu, dass das mittlere Zweitrundenszenario geringere BIP-Nettoeffekte ausweist als die beiden anderen.

3.3 Die Bruttoeffekte dominieren und können zu erheblichen sektoralen Umverteilungen führen

Insgesamt sind die Nettoeffekte also positiv. Sie zu erreichen, bedeutet aber, je nach Szenario erhebliche Bruttoeffekte einzelner Kanäle hinzunehmen. Dies würde signifikante sektorale Verschiebungen in der Transformationsphase implizieren. Durch solche Verschiebungen verlieren stets manche Sektoren und einzelne Unternehmen, was für die Betroffenen mit signifikanten Beeinträchtigungen einhergehen kann. Die Transformation wäre deswegen kostenaufwändig und könnte dementsprechend politisch trotz der positiven Gesamteffekte schwer umzusetzen sein.

Der Kapitalkostenvorteil liegt im Szenario mit hohen Erst- und Zweitrundeneffekten bei rund 3 Prozent des BIP der Eurozone, der Währungsüberbewertungseffekt bei -2,7 Prozent. Summiert man die absoluten Werte über die Szenarien hinweg, belaufen sie sich im Durchschnitt auf das Sechsfache des Nettoeffektes (siehe Abbildung 3). Die sektoralen Verschiebungen sind sogar noch größer. Im Vergleich zum kontrafaktischen Szenario, in dem die Eurozone keinerlei Reservewährungsmacht hat, sinken aktuelle Exporte im mittleren Szenario um etwa 11 Prozent, bei 5 Prozent mehr Importen. In unserem Extremszenario wachsen diese Effekte auf 32 Prozent weniger Exporte und 22 Prozent mehr Importe an. Diese direkten Effekte schlagen allerdings nicht eins zu eins auf das BIP durch,

² Basierend auf Schätzungen von Warnock und Warnock (2009).

³ Basierend auf Schätzungen von Cline und Williamson (2008) und Isard (2007).

denn die Sektoren passen sich an das neue Umfeld an. So würden sich auch im Extremszenario die aggregierten Exporte nur um knapp 13 Prozent verringern. Auch würden die höheren Importmengen durch niedrigere Importpreise verwässert. Doch sie verdeutlichen, dass ein stärkerer Euro starke Verschiebungen auslösen würde.

Potenzielle Verlierer wären vermutlich dennoch exportabhängige Unternehmen, preissensitive Sektoren, sowie Unternehmen mit geringer Marktmacht und somit geringem Anpassungsspielraum. Dem stehen niedrigere Kapitalkosten gegenüber, die nicht nur die Konjunktur beleben, sondern auch die Transformation hin zu einem neuen Wirtschaftsmodell und Innovationen fördern könnten. Eine Euro-Internationalisierung könnte damit ein Baustein einer Zeitenwende im europäischen Wirtschaftsmodell sein, das sich stärker auf Innovation und technologische Dienstleistungen fokussiert und zugleich die Abhängigkeit von einzelnen Ländern in Zeiten steigender geopolitischer Spannungen reduziert. Potenzielle Gewinner wären vor allem kapitalin-

tensive und innovationsfokussierte Unternehmen, die Bauindustrie, sowie der Finanzsektor, der den erhöhten Bedarf an Euro-Finanz- und Zahlungsdienstleistungen abdecken könnte. Zudem würde auch die öffentliche Hand profitieren: Durch Zinsen, die in unserer Analyse 40 bis 200 Basispunkte niedriger ausfallen könnten, sind für die Eurozonen-Regierungen jährliche Zinskostensparnisse in Höhe eines mittleren zwei- bis dreistelligen Milliardenbetrags denkbar.

Ein ähnlicher Strukturwandel war in den USA nach der Vertiefung des Dollar-Raums zu beobachten: Nach Abschluss des Nordamerikanischen Freihandelsabkommens (NAFTA) 1994 und Chinas WTO-Beitritt 2001 weitete sich der globale Handel in USD aus, sodass sich die Reservewährungseffekte verstärkten. Der US-Finanz- und Technologiesektor profitierte von Kapitalzuflüssen und sinkenden Finanzierungskosten, während Teile der verarbeitenden Industrie an Wettbewerbsfähigkeit verloren⁴.

⁴ Konkrete Effekte von NAFTA bzw. Chinas WTO-Beitritt auf eine Dollaraufwertung sind empirisch schwer zu identifizieren, da Wechselkursbewegungen in dieser Zeit auch durch Produktivitätsdifferenzen, Geldpolitik und globale Risikoaversion beeinflusst wurden. Allerdings zeigen zahlreiche Studien, dass die nach 2001 stark zunehmenden Leistungsbilanzüberschüsse und Devisenreserven Chinas zu erheblichen Kapitalzuflüssen in US-Staatsanleihen führten, die die langfristigen US-Zinsen

senkten (Caballero u. a. 2008; Warnock & Warnock 2009; Krishnamurthy & Vissing-Jorgensen 2012). Diese globalen Reserveakkumulationen stärkten zugleich die Nachfrage nach US-Dollar-Anlagen und stützten damit den Wechselkurs, was den US-Finanzsektor begünstigte, während Teile der Industrie durch den Aufwertungsdruck an Wettbewerbsfähigkeit verloren.

4. Fazit

Sollte es gelingen, eine signifikante Aufwertung des Euro zu vermeiden, ließen sich die negativen Effekte erheblich abfedern. Dies könnte möglicherweise durch Zentralbankmaßnahmen oder Offshore-Geldschöpfung erreicht werden. In diesem Fall wäre eine Euro-Internationalisierung positiv zu bewerten. Geht man hingegen davon aus, dass eine Aufwertung des Euro zwingende Konsequenz der Internationalisierung ist, fällt das Fazit weniger eindeutig aus. Zwar sind die geschätzten Nettoeffekte leicht positiv, doch könnten negative Bruttoeffekte überwiegen,

wenn sie erhebliche Umverteilungseffekte und Transformationskosten nach sich ziehen. Es bleiben also zwei Schlüsselfragen: (1) Ist es möglich, Nachteile einer Reservewährung, wie einer Währungsüberbewertung, zu begrenzen, und (2) wie sähe eine Transition zu einem neuen Wirtschaftsmodell konkret aus und welche Kosten würden damit einhergehen? Beide Aspekte werden wir in künftigen Artikeln genauer beleuchten.

Literaturverzeichnis

- Brunnermeier, M. K. / Merkel (2025): "Preserving the global safe asset status of US Treasuries and the US dollar is in everyone's interest | PIIE", <https://www.piie.com/blogs/realtime-economics/2025/preserving-global-safe-asset-status-us-treasuries-and-us-dollar>, [Zuletzt aufgerufen: 28.10.2025].
- Caballero, R. J. / Farhi, E. / Gourinchas, P.-O. (2008): "An Equilibrium Model of „Global Imbalances“ and Low Interest Rates", *American Economic Review*, 98 (1), S. 358–93, <https://doi.org/10.1257/aer.98.1.358>.
- Chahrour, R. / Valchev, R. (2022): "Trade Finance and the Durability of the Dollar", *The Review of Economic Studies*, 89 (4), S. 1873–910, <https://doi.org/10.1093/restud/rdab072>.
- Cline, W. R. / Williamson, J. (2008): "New Estimates of Fundamental Equilibrium Exchange Rates", Peterson Institute.
- Dobbs, R. / Skilling, D. / Hu, W. / Lund, S. / Manyika, J. / Roxburgh, C. (2009): "An exorbitant privilege? Implications of reserve currencies for competitiveness | McKinsey", in: *Discussion paper*, McKinsey Global Institute, <https://www.mckinsey.com/featured-insights/employment-and-growth/an-exorbitant-privilege>, [Zuletzt aufgerufen: 28.10.2025].
- Eichengreen, B. / Mehl, A. / Chițu, L. (2019): "Mars or Mercury? The geopolitics of international currency choice*", *Economic Policy*, 34 (98), S. 315–63, <https://doi.org/10.1093/epolic/eiz005>.
- EZB, E. Z. (2025a): "Europe's „global euro“ moment", <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2025/html/ecb.blog20250617~7de14a39c3.en.html>, [Zuletzt aufgerufen: 28.10.2025].
- EZB, E. Z. (2025b): "Euro exchange rates charts", https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/euro_reference_exchange_rates/html/eurofxref-graph-usd.en.html, [Zuletzt aufgerufen: 28.10.2025].
- Farhi, E. / Maggiori, M. (2017): "The new Triffin Dilemma: The concerning fiscal and external trajectories of the US", CEPR, <https://cepr.org/voxeu/columns/new-triffin-dilemma-concerning-fiscal-and-external-trajectories-us>, [Zuletzt aufgerufen: 28.10.2025].
- Gopinath, G. / Stein, J. C. (2021): "Banking, Trade, and the Making of a Dominant Currency*", *The Quarterly Journal of Economics*, 136 (2), S. 783–830, <https://doi.org/10.1093/qje/qjaa036>.
- Gourinchas, P.-O. (1999): *NBER macroeconomics annual 1999*, Cambridge, Mass., MIT.
- Gräß, J. / Kostka, T. / Quint, D. (2019): "Quantifying the „exorbitant privilege“ - potential benefits from a stronger international role of the euro", European Central Bank.
- Isard, P. (2007): "Equilibrium Exchange Rates: Assessment Methodologies".
- IWF (2010): "Articles of Agreement of the International Monetary Fund", <https://www.imf.org/external/pubs/ft/aa/index.htm#art4>, [Zuletzt aufgerufen: 28.10.2025].
- Jiang, Z. / Krishnamurthy, A. / Lustig, H. (2021): "Foreign Safe Asset Demand and the Dollar Exchange Rate", *The Journal of Finance*, 76 (3), S. 1049–89, <https://doi.org/10.1111/jofi.13003>.
- Krishnamurthy, A. / Vissing-Jorgensen, A. (2012): "The Aggregate Demand for Treasury Debt", *Journal of Political Economy*, 120 (2), S. 233–67, <https://doi.org/10.1086/666526>.
- Martínez, M. / Neut, A. / Ramírez, D. (2025): "Equilibrium of the Euro-Dollar Exchange Rate: A Long-Term Perspective", BBVA.
- Moody's (2025): "Moody's Ratings downgrades United States ratings to Aa1 from Aaa; changes outlook to stable", https://ratings.moodys.com/ratings-news/443154?utm_source=chatgpt.com, [Zuletzt aufgerufen: 28.10.2025].
- Reuters (2024): "Trump's dollar logic and confusion", Reuters.
- Rogoff, K. (2025): *Our Dollar, Your Problem*, Yale University Press.
- Trading Economics (2025): "Gold - Price - Chart - Historical Data", <https://tradingeconomics.com/commodity/gold>, [Zuletzt aufgerufen: 28.10.2025].

Warnock, F. E. / Warnock, V. C. (2009):
"International capital flows and U.S. interest
rates", Journal of International Money and
Finance, 28 (6), S. 903–19, [https://doi.org/
10.1016/j.jimonfin.2009.03.002](https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2009.03.002).

Dezernat Zukunft

Institut für Makrofinanzen

Das Dezernat Zukunft ist eine überparteiliche Vereinigung, die Geld-, Finanz- und Wirtschaftspolitik verständlich, kohärent und relevant erklären und neu denken will. Dabei leiten uns unsere Kernwerte:

Demokratie, Menschenwürde und breit verteilter Wohlstand.



www.dezernatzukunft.org



@DezernatZ

Diese Arbeit wurde unterstützt von der William and Flora Hewlett Foundation, Open Society Foundation und Open Philanthropy.

Impressum

Veröffentlicht durch:

Dezernat Zukunft e.V.,
Chausseestraße 111, 10115 Berlin
www.dezernatzukunft.org

Vertretungsberechtigter Vorstand:

Dr. Maximilian Krahé

Vorstand:

Dr. Maximilian Krahé, Janek Steitz, Dr. Maximilian Paleschke

Vereinsregister des Amtsgerichts Charlottenburg

Vereinsregisternummer 36980 B

Inhaltlich Verantwortlicher nach §18 MstV: Dr. Maximilian Krahé

Herausgeber:

Dr. Maximilian Krahé, Berlin
E-Mail: max.krahe@dezernatzukunft.org

Design:

Burak Korkmaz

Diese Arbeit von Dezernat Zukunft ist lizenziert unter der CC BY-NC 4.0



Die Inhalte können mit klarer Kennzeichnung der Quelle und, sofern angegeben, unter Angabe des Autors bzw. der Autorin verwendet werden.