

## ▶▶▶ Hat Bretton Woods ausgedient?



In seinem Artikel vom 10. Februar 2023 auf der Website der Non-Profit-Organisation „Project Syndicate“ schreibt Ökonom und Forschungsdirektor der African Export-Import Bank Hippolyt Fofack über die Notwendigkeit der Dekolonialisierung des globalen Finanzwesens durch die Einführung eines modernen Reservesystems.<sup>1</sup>

In den 1940er Jahren, als das Bretton-Woods-System entstand, wurden damit die Interessen der damals führenden Industrienächte der Welt gewahrt. Imperiale Mächte beherrschten 1944 noch den größten Teil des globalen Südens.

<sup>1</sup>Fofack, Hippolyt. „Decolonizing Global Finance“. 10.02.2023. Project Syndicate. <https://www.project-syndicate.org/onpoint/making-global-monetary-system-work-for-global-south-by-hippolyte-fofack-2023-02> (14.02.2023)

Obwohl das Bretton-Woods-System gelegentlich angepasst wurde um der zunehmenden Globalisierung und Abhängigkeit der Länder untereinander Rechnung zu tragen, verstärkte es doch Schwankungen des Konjunkturzyklus und behinderte den Aufholprozess ärmerer Länder. Es hielt die Dichotomie von Industrie- und Entwicklungsländern aufrecht, so Fofack.

Seiner Meinung nach sind umfassende Reformen nötig, um im Zeitalter der Multipolarität<sup>2</sup> und des geopolitischen Wettbewerbs eine tiefere Fragmentierung zu vermeiden. Damit könnten die strukturellen Geburtsfehler des Finanzsystems korrigiert werden.

Ein Beispiel ist Indonesien: Im Jahr 2013 gab es eine Marktpanik nach der Ankündigung der Fed, ihre monatlichen Anleihekäufe zu reduzieren. Die indonesische Rupiah verlor plötzlich mehr als 20% ihres Wertes. Heute gibt es noch viel größere Bedenken, dass eine quantitative Straffung und aggressive Zinserhöhungen massive Kapitalabflüsse antreiben und eine neue Welle von Währungsschwankungen und Staatsschuldenkrisen auslösen.

Aus diesem Grund legte die indonesische Finanzministerin Sri Mulyani Indrawati während der indonesischen G20-Präsidentschaft Anfang 2022 den Fokus auf die hohen Kosten, die mit der übermäßigen Abhängigkeit von nur wenigen Reservewährungen verbunden sind und setzte sich für die Abwicklung von Transaktionen in lokaler Währung ein (LCS<sup>3</sup>).

In den 1970er Jahren erfolgten zwei der folgenreichsten Anpassungen des ursprünglichen Bretton-Woods-Systems: der Übergang von festen zu variablen Wechselkursen und die Aussetzung der Konvertibilität des US-Dollars in Gold. Durch den Wegfall des Goldstandards verbesserte sich die globale Liquidität, brachte aber eigene Herausforderungen mit sich, denn die Volatilität kurzfristiger Kapitalströme erhöhte sich und nun gab es das Risiko plötzlicher Stopps.

---

<sup>2</sup> Beim Vorhandensein von mehr als zwei Staaten mit ähnlichen Machtpotentialen, spricht man von Multipolarität. Die Begriffsverwendung ist speziell für die neorealistische Denkschule der Internationalen Beziehungen, in der die Machtverteilung das Kriterium der Strukturbildung ist.

<sup>3</sup> Local Currency Settlement (LCS) bezeichnet die Abwicklung einer bilateralen Transaktion zwischen zwei Ländern, die in der jeweiligen Währung jedes Landes durchgeführt wird, in dem die Abwicklung innerhalb ihrer Gerichtsbarkeit erfolgt.

In manchen Fällen waren gefährdete Länder dadurch mit starken Währungsabwertungen, eingeschränktem Zugang zu externer Finanzierung, hohen Finanzierungskosten und einer hohen Wahrscheinlichkeit eines Zahlungsausfalls ihrer Auslandsschulden konfrontiert.

Die Dominanz des US-Dollars sorgt dafür, dass etwa 60% der Devisenreserven der Zentralbanken heute in auf US-Dollar lautenden Instrumenten gehalten werden. Der US-Dollar ist zudem an über 90% der außerbörslichen Transaktionen an den Devisenmärkten beteiligt. Zwischen 2015 und 2020 wurden 80-90% der Exporte großer Schwellenländer in Südostasien in US-Dollar fakturiert.

Fofack geht davon aus, dass die Dominanz des US-Dollars bei Handelszahlungen in den Jahrzehnten nach dem Zweiten Weltkrieg, als die USA das Produktionszentrum der Welt und größtes Handelsland waren, wirtschaftlich gerechtfertigt war. Mit dem Aufstieg des globalen Südens hat die USA jedoch an Bedeutung verloren. Dies gilt insbesondere angesichts der zunehmenden Verbreitung von Technologien und der wachsenden Rolle von Zwischenprodukten durch globalisierte Wertschöpfungsketten.

Für viele Länder ist nun China der größte Handelspartner. Veränderungen in der globalen Handelsdynamik intensivieren daher das Streben nach einer Diversifizierung der Reservewährungen. Die Renditen im zunehmenden bilateralen Handel zwischen einer wachsenden Zahl von Ländern des globalen Südens könnten durch die Verwendung von den jeweiligen lokalen Währungen anstelle des US-Dollars besser skaliert werden.

Im Laufe der Zeit haben die strukturellen Ungleichgewichte die makroökonomischen Herausforderungen in den Entwicklungsländern verschärft, die Wechselkursrisiken erhöht und die Auswirkungen globaler Schocks verstärkt. Viele Länder werden z.B. durch den Druck auf die Zahlungsbilanzen von den internationalen Kapitalmärkten ausgeschlossen oder mit hohen Zinsspreads belastet.

Die Verwendung von LCS im bilateralen Handel gewinnt jedoch z.B. in Asien an Bedeutung. Die Länder entwickeln institutionelle Vereinbarungen und eine eigene Finanzinfrastruktur. Zwischen 2016 und 2019 schlossen die Zentralbanken von Indonesien, Malaysia, den Philippinen und Thailand LCS-Vereinbarungen und erteilten Banken Lizenzen, um Konten in lokaler

Währung und Hedging-Instrumente anzubieten. Die Verwendung von lokaler Währung hat seither zugenommen und die Anfälligkeit dieser Länder für globale Schocks verringert.

In Ost- und Südostasien sank der Anteil der in US-Dollar fakturierten Exporte im Jahr 2019 auf rund 80%, verglichen mit 90% Anfang der 2000er bis Mitte der 2010er Jahre. Transaktionen in Schwellenmarktwährungen haben erheblich zugenommen und machen jetzt über 25% des weltweiten Devisenumsatzes aus, gegenüber 7% im Jahr 2001.

Dadurch veränderte sich aber auch die Dynamik an den Kapitalmärkten. Der ausländische Besitz von US-Schulden sank von 34% im Jahr 2015 auf weniger als 24% im Jahr 2021, dem niedrigsten Stand seit Jahrzehnten.

Fofack meint, dass die Eskalation der Finanzsanktionen diesen Trend und eine weitere „Entdollarisierung“ beschleunigen wird. Immer mehr Länder profitieren von der Digitalisierung, um ihre Nutzung von LCS für bilaterale Transaktionen auszuweiten und mehr Absicherungsinstrumente zu entwickeln. Der ehemalige US-Finanzminister Jack Lew warnte bereits 2016: „Je mehr wir die Verwendung des Dollars und unseres Finanzsystems von der Einhaltung der US-Außenpolitik abhängig machen, desto größer wird mittelfristig das Risiko einer Migration zu anderen Währungen und anderen Finanzsystemen.“

Die Hegemonie des US-Dollars verzerrte auch die Verteilung der internationalen Liquidität. Die fortgeschrittenen Volkswirtschaften wurden zu Hauptlieferanten internationaler Reserven und das Risiko von Liquiditätskrisen wurde fast ausschließlich zu einem Problem für die Entwicklungsländer im globalen Süden, wo der größte Teil der Nachfrage entsteht.

Beispiel Sri Lanka: Das Land hat seine Reserven aufgebraucht und kam mit seinen Schulden in Verzug. Im September 2022 einigte sich seine Regierung mit dem IWF auf ein Darlehen von 2,9 Milliarden US-Dollar. Gemäß dem ursprünglichen Bretton-Woods-Abkommen sollten alle Handelsungleichgewichte auf der Defizitseite der Zahlungsbilanz gelöst werden (da es keine Überschussbegrenzung gab), und der IWF wurde beauftragt, Länder mit ernsthaften Leistungsbilanzproblemen durch die Durchsetzung von Sparmaßnahmen zu unterstützen.

Weiter heißt es im Artikel von Hippolyt Fofack: Aufgrund der hohen Nachfrage nach Dollar-unterstützten Wertpapieren können die USA billiger als sonst Kredite aufnehmen und Defizite

machen. Tatsächlich recycelt der Rest der Welt ständig seinen Leistungsbilanzüberschuss und seine überschüssigen Reserven, um Amerikas strukturelles Leistungsbilanzdefizit zu decken. Und anders als im globalen Süden führen US-Defizite (sowohl interne als auch externe) niemals zu Herabstufungen der Kreditwürdigkeit, größeren Spreads und unerschwinglich höheren Kreditkosten und/oder Refinanzierungsrisiken.

Auch in der Geldpolitik zeigen sich ähnliche Ungleichgewichte. Entscheidungen systemrelevanter Zentralbanken haben globale Auswirkungen, insbesondere im Fall einer geldpolitischen Straffung, die durch Währungsabwertung, höhere Importpreise (und damit Inflation), steigende Kreditkosten und insgesamt geringere Kreditaufnahme Nachbeben für Entwicklungsländer erzeugen.

Freilich gab es Bemühungen, das Problem zu lindern. Eine davon betrifft das Sondererziehungsrecht des IWF, das 1969 in Erwartung künftiger Krisen eingeführt wurde. Es sollte Liquiditätsengpässe lindern, verstärkte in der Praxis jedoch die Ungleichheiten, indem die größten Anteile an fortgeschrittene Volkswirtschaften, die sie nicht benötigten, verteilt wurden.

Fofack rechnet vor, dass das Sondererziehungsrecht an die Mitgliedsstaaten im Verhältnis zu ihren Quoten (Stimmanteilen) verteilt werden, die ihrerseits die historischen Ungleichgewichte bei der Erschaffung des Bretton-Woods-Systems widerspiegeln. Daher haben 27 einkommensschwache Länder mit einer Gesamtbevölkerung von 611 Millionen weniger Quoten als das Vereinigte Königreich mit einer Bevölkerung von nur 67 Millionen.

In Bretton Woods setzte sich 1944 der US-White-Plan gegen den Plan des Engländers John Maynard Keynes durch. Die Engländer waren infolge des Zweiten Weltkriegs in der Schuldnerposition und waren an keiner dominanten nationalen Währung interessiert.

Selbst nach der Finanzkrise 2008/09 verliefen alle Reformversuche buchstäblich im Sand, obwohl sich die USA in einer ausgeprägten Schuldnerposition befanden.

Ein multilaterales Reservesystem, das sich Fortschritte bei der Digitalisierung zunutze macht – einschließlich innovativer Technologien, die Reibungsverluste mildern und die Effizienz grenzüberschreitender- und Abwicklungsmechanismen erhöhen – könnte dazu beitragen, die

strukturellen Ungleichheiten zu überwinden und das Ausmaß globaler makroökonomischer Ungleichgewichte zu verringern (durch Förderung des Gleichgewichts im Welthandel).

Es würde auch das internationale Währungssystem sicherer machen und es vom ständigen Mangel an sicheren Vermögenswerten befreien, der zu Kapitalabflüssen aus dem globalen Süden führt, oft zu ungünstigen Zeiten.

In einer von multiplen Krisen und erhöhten geopolitischen Spannungen und monetärem Wettbewerb gezeichneten Welt muss der Übergang zu dieser Art von System jedoch richtig gemaagt werden. In seinem Artikel geht Fofack auch auf die verschiedenen Voraussetzungen und Umsetzungsmöglichkeiten eines derartigen Wandels ein.

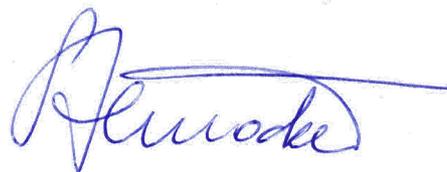
Abschließend merkt er an, dass die Welt sich seit 1944 dramatisch verändert hat und ihre Schlüsselinstitutionen dies widerspiegeln müssen. Die Demokratisierung der Ausgabe von Reservewährungen würde viel dazu beitragen, das Vertrauen in das internationale Finanzsystem wiederherzustellen. Nach der Dekolonisierungswelle nach dem Zweiten Weltkrieg ist eine globale Initiative zur Dekolonisierung des Systems selbst längst überfällig – insbesondere in einer zunehmend multipolaren Welt.

Ceterum censeo TradeCom Fonds esse emendum!

Mit freundlichen Grüßen



Mag. Reinhard Wallmann  
(Geschäftsführer)



Mag. Margot Steinöcker  
(Public Relations)

### **Risikohinweis!!!**

Dies ist eine interne Unterlage und ist nur an einen ausgewählten Personenkreis gerichtet. Sie basiert auf dem Wissensstand der mit der Erstellung betrauten Personen und dient der zusätzlichen Information unserer Anleger. Unsere Analysen und Schlussfolgerungen sind genereller Natur und berücksichtigen nicht die individuellen Bedürfnisse von Anlegern hinsichtlich Ertrag, steuerlicher Situation oder Risikobereitschaft. Jede Kapitalanlage ist mit Risiken verbunden. Wir übernehmen für die Vollständigkeit, Richtigkeit und Aktualität der hier wiedergegebenen Informationen und Daten sowie das Eintreten von Prognosen keine Haftung. Die Unterlage ersetzt keinesfalls eine anleger- und objektgerechte Beratung sowie umfassende Risikoaufklärung. Die steuerliche Behandlung der Fonds ist von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Kunden abhängig und kann künftig Änderungen unterworfen sein.

Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine verlässlichen Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung eines Investmentfonds zu. Ausgabe- und Rücknahmespesen der Fonds sowie sonstige externe Spesen und Steuern sind in den Performanceberechnungen nicht berücksichtigt und mindern die Rendite der Veranlagung. Ertragserwartungen stellen bloße Schätzungen zum Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage dar und sind kein verlässlicher Indikator für eine tatsächliche künftige Entwicklung.

Die aktuellen Prospekte und das Basisinformationsblatt ("BIB") sind in deutscher Sprache auf der Homepage [www.securitykag.at](http://www.securitykag.at) (Unsere Fonds/Fonstdokumente) sowie am Sitz der Security Kapitalanlage AG, Burgring 16, 8010 Graz als Emittentin und der Liechtensteinische Landesbank (Österreich) AG, Hessgasse 1, 1010 Wien, als Depotbank kostenlos erhältlich.

Beratung und Verkauf erfolgen ausschließlich über befugte Wertpapierdienstleister und Banken. Alle Angaben ohne Gewähr.