

Was die Kybernetik des Marktes über die Attraktivität der amerikanischen Währung verrät

# Für ein Neuengagement im Dollar ist es zu früh

Von Artur P. Schmidt

Gegenwärtig gibt es für den Dollar, die Welt-Leitwährung, fünf wichtige Trends: die angehäuften öffentlichen und privaten Schulden, die Kaufkraftparität, die hohen Immobilienpreise, der demographisch bedingte Rückgang der Kaufkraft der Baby-boomer-Generation sowie das zunehmende Outsourcing von High- und Low-tech-Arbeitsplätzen nach Indien und China. Durch diese Megatrends haben sich mittlerweile ausgeprägte Verwerfungen in der US-Ökonomie herausgebildet.

Zentralbankchef Alan Greenspan fehlen heute scheinbar die Mittel, um eine sanfte Landung der amerikanischen Volkswirtschaft herbeizuführen. Morgan Stanley's Chefökonom Stephen Roach spricht sogar von einer Dollar-Bubble. Das durch die oben beschriebenen Megatrends bestehende Währungsrisiko könnte zu einem deutlichen Rückgang der ausländischen Investitionen in Amerika führen und so den Greenback relativ zu anderen Währungen weiter entwerten. Eine Währungskrise im Dollar wäre zwar für die Amerikaner eine Möglichkeit, sich über höhere Inflationsraten zu entschulden, nicht jedoch für die Gläubiger Amerikas, die herbe Verluste hinnehmen müssten.

## Grössere Ungleichgewichte

In den Neunzigerjahren hat vor allem Japan einen massiven Bestand an Dollar und amerikanischen Obligationen aufgekauft. In den jüngsten Jahren ist China diesem Beispiel gefolgt. Während jedoch die japanische Währung keine feste Kopplung an den Dollar kennt, wird der chinesische Yuan künstlich auf einem viel zu tiefen Niveau gehalten. Doch trotz dieses Umstands dürfte eine Aufwertung der chinesischen Währung zum Dollar diesen kaum entlasten. Man kann heute fast kein Niedrigpreisprodukt in Amerika kaufen, das nicht in China produziert wurde.

Verteuern sich diese Billigwaren in den USA, könnte die Inflation weiter anziehen und im Einklang mit den steigenden Rohstoffpreisen den Zinsanstieg beschleunigen. Abgedempft werden diese inflationären Tendenzen heute durch die Deflation in der Informationstechnologie. Es besteht jedoch die Gefahr, dass die Teuerungsrate in den USA bald stärker als erwartet steigt. Ob dieser Effekt von der US-Regierung gewollt ist, um die heimische Volkswirtschaft über eine hohe Inflationsrate zu entschulden, liegt nicht im Ermessen des Autors. Fest steht jedoch, dass sich die Ungleichgewichte in der Weltwirtschaft markant verstärkt haben.

Der Abbau der Terror- und Kriegsprämie, die der Dollar nach den Ereignissen des 11. September 2001 und dem Einsatz der amerikanischen Armee in Afghanistan und dem Irak aufgebaut hatte, kann nicht allein für den massiven Kursverfall der letzten Monate verantwortlich gemacht werden. Seit dem 11. September 2001 ist der Dollar in der Spitze zum Euro mehr als 40% gefallen. Allein die Hälfte der Abwertung ereignete sich nach dem 2. Mai 2003, als die Kampfhandlungen zur Befreiung des Iraks beendet waren.

Da das europäische Wirtschaftswachstum eigentlich keinen starken Euro favorisieren würde, müssen versteckte Kräfte am Werk sein, die den Dollar in die Knie zwingen. Kaum eine Währung hat zum Dollar nicht an Wert gewonnen, inklusive des südafrikanischen Rands, der sich mehr als verdoppelt hat. Gold ist im Vergleich zum Dollar seit dem «9/11»-Terroranschlag 60% gestiegen. Unter Privatanlegern ist der zwanzigjährige Devestitionszyklus in Gold, seit den Rekordmarken von 1984, beendet, was in einer Trendumkehr resultierte. Das Edelmetall ist wieder teurer geworden. Zu den jüngsten Goldkäufern zählen immer mehr Chinesen, die im Vergleich zu den amerikanischen Konsumenten wesentlich mehr sparen.

Die US-Notenbank musste, um die Kriege seit 1945 zu finanzieren, immer mehr Dollars drucken. Dies hat jedoch die Kaufkraft des Greenback in den letzten Jahrzehnten ausgehöhlt. Die Kaufkraftparität und nicht das Handelsbilanzdefizit



Der US-Notenbankchef Alan Greenspan (in der Mitte) steckt in einer Art Gefangenendilemma.

BILD: BLOOMBERG

bestimmt das Umtauschverhältnis zwischen Währungen. Wie für die Preise von Gütern bestimmen Angebot und Nachfrage nach Geld dessen Preis. Wird das Angebot an Geld für eine bestimmte Gütermenge erhöht, fällt die Kaufkraft des Geldes, da es weniger Güter pro Dollar gibt. Umgekehrt steigt die Nachfrage nach

Geld, sobald die Produktion erhöht wird. Betrachtet man die jüngsten Steigerungsraten der Geldmenge in den USA, Europa und Japan, legt dieser Trend seit geraumer Zeit eher eine Erholung des Dollars nahe.

Würde jedoch die amerikanische Regierung die Geldmenge nachhaltig erhöhen, könnte der Greenback in den nächsten

Monaten einbrechen. Übersteigen sowohl in Europa als auch in Japan die Geldmengenwachstumsraten die in den USA, dürfte sich der Dollar in den nächsten Monaten eher deutlich erholen. Heute drücken die Europäer wie auch die Japaner mehr Geld als die Amerikaner.

Schon vor über einem Jahr hat sich ein Abwärtstrend des Dollars gegenüber dem Euro, dem Yen sowie dem Gold etabliert. Die einzige Möglichkeit, in diesem Umfeld den Verfall der amerikanischen Währung zu stoppen, wäre eine kräftige Zinserhöhung in den USA, was wiederum eine Krise im dortigen Immobilienmarkt zur Folge haben könnte. Greenspan befindet sich deshalb in einer Art Gefangenendilemma. Was immer er auch tut: Er muss das System destabilisieren, wenn er die von ihm erzeugten Spekulationsblasen auflösen will. Steigende Zinsen allein sind nicht der entscheidende Motor, der dem Dollarkurs neuen Auftrieb verleihen könnte.

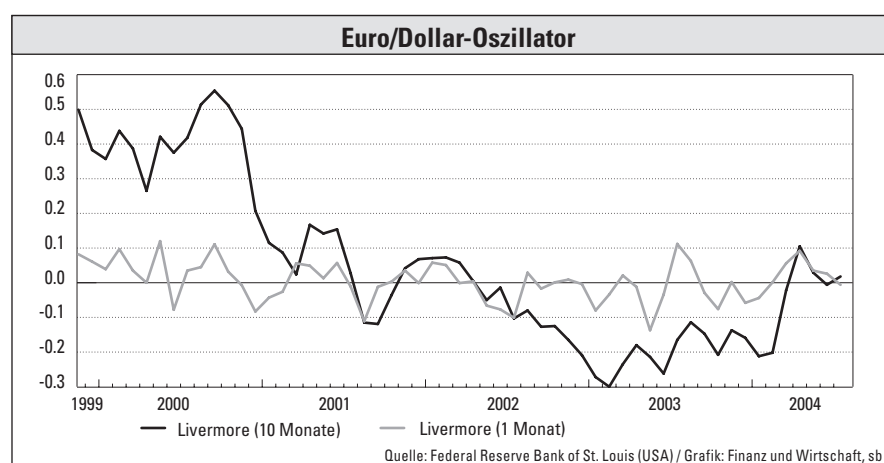
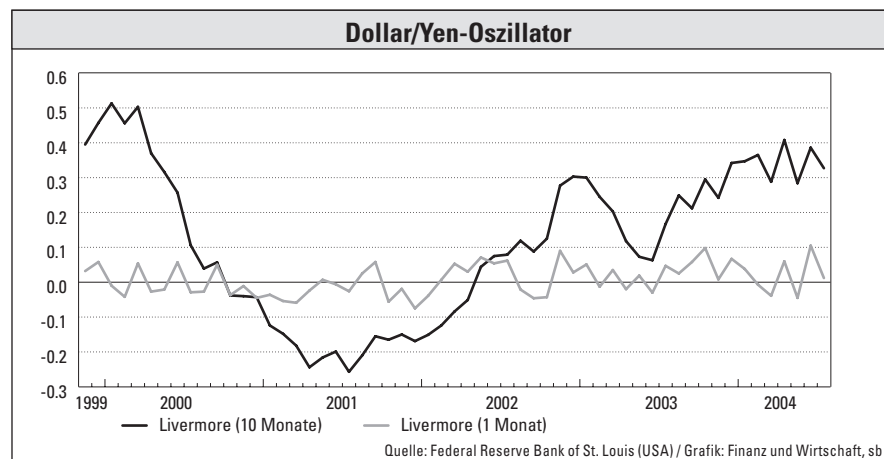
Damit das Vertrauen in den Greenback zurückkommt, muss Amerika die Verschuldung gegenüber dem Ausland und das hohe Handelsbilanzdefizit deutlich zurückführen. Gelingt dies nicht, wird die Erholung des Dollars nur von kurzer Dauer sein. Inwieweit die Zinsen zu lange zu niedrig gehalten wurden und ob es besser gewesen wäre, einer Überhitzung der amerikanischen Ökonomie frühzeitig entgegenzuwirken, ist ein beliebtes Spielfeld für ökonomische Kommentare.

## Der Markt selbst weist den Weg

In den Finanzmärkten ist jedoch nicht entscheidend, was Analysten oder Ökonomen denken, sondern wie der Markt sich entwickelt. Verlassen wir deshalb das Feld der Interpretationen und blicken wir auf das, was uns die Analyse des Marktes sagt. Nur das Verhalten der Marktteilnehmer entscheidet über Gewinn oder Verlust. Da Irren menschlich ist, steckt der Fehler oftmals in den eigenen Interpretationen. Hier können kybernetische Analysen Abhilfe schaffen. Für ein Investment in den Dollar ist es notwendig, seine Wechselwirkungen mit seiner Systemumgebung zu kennen. Das Erkennen dieser Abhängigkeiten ermöglicht es, zu sehen, ob die amerikanische Währung in der Lage ist, wieder eine Robustheit gegenüber anderen Devisen aufzubauen.

Erst wenn der Markt und nur der Markt in diesem Bereich klare Signale aussendet, ist ein Dollarinvestment gerechtfertigt. Im Juli 2002 gab der Livermore-Indikator (vgl. Textkasten links) ein klares Kaufsignal für den Euro, als der langfristige Livermore-Indikator den kurzfristigen Livermore-Indikator von oben nach unten geschnitten hat und die Divergenz der beiden Indikatoren zunahm.

Gegenwärtig zeigt die Kybernetik des Marktes, dass der Dollar noch einen intakten Abwärtstrend zum Yen aufweist und sich zum Euro in einer Art Pattsituation befindet. Die nächsten Wochen dürften hier jedoch klare Hinweise geben, wohin die Reise geht. Dies legt für Investoren den Schluss nahe, von einem Dollarengagement noch abzusehen.



## Was der Livermore-Indikator aussagt

Der Livermore-Indikator misst die Robustheit von Trends, indem er die Wechselwirkung eines Indikators mit seiner Umgebung analysiert. Hierzu wird zu frei wählbaren Zeitpunkten die kybernetische Wechselwirkung eines Indikators mit seinen Umgebungsindikatoren ermittelt. Dazu zählen u. a. die Cross rates zu anderen Währungen, die Zinsentwicklung, die Inflationsrate, der Verlauf der Edelmetallpreise, die Entwicklung an den Aktienmärkten, die Geldmenge M3 sowie das Handelsbilanzdefizit und die Verschuldungskennzahlen. Dieser Wechselwirkungsindikator wird zu Ehren des berühmten Traders Jesse Livermore aus den Zwanzigerjahren des letzten Jahrhunderts Livermore-Indikator genannt. Er kann zur Analyse sowohl von Devisenmärkten als auch von Aktienmärkten oder Commodities eingesetzt werden.

Jeder Einzelindikator an den Finanzmärkten hat eine zeitlich variierende Send- und Empfangsstärke gegenüber seinen Umgebungsindikatoren. Der Livermore-Indikator berechnet hierbei das Verhältnis der kybernetischen Send- zu

seiner Empfangsstärke. Eine hohe Send- und geringe Empfangsstärke bedeutet eine geringe Robustheit und lässt die Kurse fallen, während eine geringe Send- und hohe Empfangsstärke eine hohe Robustheit anzeigt, die die Kurse steigen lässt. Immer dann, wenn sich die langfristige Send-/Empfangsstärke unter der kurzfristigen befindet, können Kurse nachhaltig steigen. Liegt dagegen die langfristige über der kurzfristigen, ist der Indikator für Störungen von aussen besonders anfällig, und es sind erhebliche Kursabschwächungen möglich.

Mit dem Livermore-Indikator wurde erstmals ein Finanzindikator entwickelt, der nicht durch die lineare Überlagerung mit anderen Indikatoren Investmentempfehlungen gibt, sondern diese durch nichtlineare Rückkopplungen mit seiner Systemumgebung ermittelt. Da jeder Indikator durch seine Wechselwirkung das Gedächtnis des Marktes in sich trägt, ist es möglich, durch die Auswahl weniger Schlüsselfaktoren die Robustheit von Markttrends, d. h. von Kauf- und Verkaufssignalen zu ermitteln. **APS**

## Neue derivative Produkte

### Vontobel lanciert Sprinter-Warrants auf Bund-, Conf- und Bobl-Futures

Vontobel begibt 20 Mio. (25) Call-Sprinter-Warrants auf den Conf-Futures zu 0.29 Fr. (0.24), 13 Mio. (15, 20) Call- bzw. 15 Mio. (13) Put-Sprinter-Warrants auf den Bund-Future zu 0.47 Fr. (0.39, 0.32, 0.35, 0.44) sowie 20 Mio. Call- bzw. 30 Mio. Put-Sprinter-Warrants zu 0.35 (0.19) Fr. auf den Bobl-Futures. 10 Sprinter-Warrants berechtigen am 7. Dezember 2004 zum Barbezug der Differenz, um die der Basiswert den Ausübungspreis von 125% (125,5, 113, 113,5, 114, 118, 118,5, 110, 113) überschreitet (Calls) bzw. unterschreitet (Puts). Der Ausübungspreis wird am Rollover-Datum um den Rollover-Spread angepasst. Berührt oder unterschreitet (Calls) bzw. überschreitet (Puts) der Basiswert zwischen dem Emissions- und dem Verfalltag den Knock-out-Preis von 125% (125,5, 113, 113,5, 114, 118, 118,5, 110, 113), verfallen die Warrants wertlos. Die Sprinter-Warrants haben die Valorenummern 1 929 826 bis 1 929 834. Die Börsenkürzel der Sprinter lauten SCONG, SCONH, SBUNF, SBUNG, SBUNH, SBUNS, SBUNT, SBOBC und SBOBX. Liberiert wird am 23. August.

### ZKB plziert Casuals auf Lonza

Zürcher Kantonalbank (ZKB) emittiert 300 000 Cash-or-underlying-Zertifikate (Casuals) auf Converium Namen zu 21.60 Fr. Schliesst der Kurs des Basiswertes am 23. August 2005 über oder auf dem Cap-Niveau von 25 Fr., erfolgt eine Rückzahlung in Höhe des Cap-Niveaus. Notieren die Dividendepapiere unter dem Cap, wird pro Casual ein Basiswert geliefert. Die Casuals haben die Valorenummer 1 931 323. Das Börsensymbol lautet CHRCD. Die Liberierung erfolgt am 24. August

Die Tabellen «Neue Franken-Warrants» und «Neue Zertifikate» finden Sie auf Seite M 13 im vierten Bund.

Anzeige

MONIKA ROTH  
RECHTLICHE BEGLEITUNG  
STÄNDIG UND VERBUNDEN  
FÜR BANKEN IN PRIVATE BANKING

**Die Spielregeln  
des Private Banking  
in der Schweiz**

RECHTLICHE BEGLEITUNG,  
STÄNDIG UND VERBUNDEN  
FÜR BANKEN IN PRIVATE BANKING

VERLAG FINANZ UND WIRTSCHAFT AG

## Aktualisierte und erweiterte 2. Auflage

Am 1. Juli 2003 sind die neue Verordnung zur Verhinderung der Geldwäscherei und die revidierte Vereinbarung der Ständesregeln über die Sorgfaltspflicht der Banken (VSB 03) in Kraft getreten. Die 2. Auflage des Buches «Die Spielregeln des Private Banking in der Schweiz» enthält diese Neuerungen, und die Auswirkungen sind entsprechend kommentiert.

Der Autorin, Monika Roth, ist es gelungen, das dichte Netz von Richtlinien, Geboten und Verböten, denen Banken und andere Finanzintermediäre Rechnung zu tragen haben, übersichtlich darzustellen. Der Anhang enthält die neu gültigen Richtlinien und Verordnungen.

Das Buch richtet sich an Bankmitarbeiter, Bankkunden und allgemein am Finanzplatz Schweiz Interessierte.

Preis Fr. 57.– (für FuW-Abonnenten Fr. 52.–) inkl. MWST, exkl. Versandkosten (Mengenrabatt auf Anfrage).



Finanz und Wirtschaft AG  
Versandhandel, Postfach, 8021 Zürich  
Telefon 044 298 35 35, Fax 044 298 35 00  
versand@fuw.ch, www.finanzinfo.ch/buecher