

Die Nachhaltigkeit des Konjunkturaufschwungs ist nicht gesichert

Endlich, ist man geneigt zu sagen, zeigt die expansive Geld- und Fiskalpolitik erste Früchte in Form einer spürbaren konjunkturellen Belebung. Das trifft vor allem für die USA zu, wo das Wachstum des Bruttoinlandprodukts im zweiten Halbjahr 2003 bei stolzen 5,5% liegen sollte. Positiv überrascht hat auch die Wirtschaftsentwicklung in Japan. Die übrigen Länder Asiens erholten sich zudem überraschend schnell vom Sars-Schock. Nur in Kontinentaleuropa ist von dieser Verbesserung noch recht wenig zu spüren. Hier wird der Konjunkturauftrieb wohl mit der üblichen zeitlichen Verzögerung von ungefähr sechs Monaten zu den USA einsetzen und vergleichsweise schwach ausfallen (Grafik 1). Angesichts dieser Entwicklung erstaunt es nicht, dass die Finanzmärkte derzeit wieder auf Wachstum eingestellt sind. So haben sich die Aktienmärkte seit Mitte März markant von ihren Tiefstkursen gelöst, und die Renditen langlaufender Staatsanleihen zogen innerhalb weniger Wochen kräftig an. Gerade deshalb stellt sich die Frage nach Qualität und Nachhaltigkeit des erwarteten globalen Aufschwungs.



Von Bernhard Tschanz
Leiter Research
Credit Suisse Private Banking, Zürich

Abflachende Wachstumsdynamik im zweiten Halbjahr 2004?

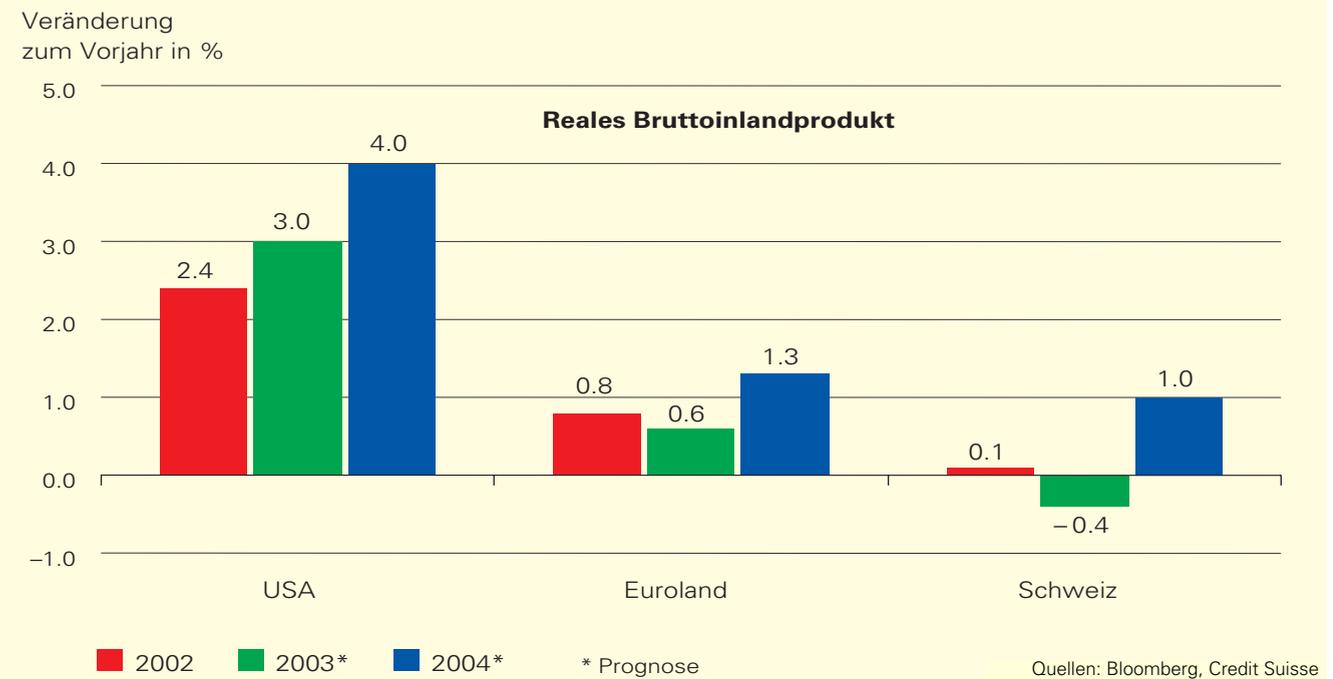
Trotz derzeit starkem Wirtschaftswachstum in den USA und unübersehbaren Ansätzen zu einem synchronisierten globalen Aufschwung schliessen wir eine Abschwächung der konjunkturellen Wachstumsdynamik bereits in der zweiten Jahreshälfte 2004 nicht aus. Denn der gegenwärtige Wachstumsschub in den USA ist auf eine geballte Ladung von Stimulierung-

gen zurückzuführen, die mittelfristig nachlassen werden. So laufen die konsumstimulierenden Steuersenkungseffekte im ersten Halbjahr 2004 aus, und Spielraum für eine noch grosszügigere Fiskalpolitik besteht kaum. Zumindest, sofern man akzeptiert, dass der wirtschaftspolitische Spielraum der USA dadurch eingeengt wird, dass sich die Wirtschaft jetzt nicht in einem Zustand des stabilen Gleichgewichts befindet. Das sich auf über 9% des Bruttoinlandprodukts belaufende Zwillingdefizit (Leistungsbilanz- und Budgetdefizit) bestätigt das eindrücklich. Eine weitere Dollarabschwächung

gegenüber dem Euro und dem Yen ist damit 2004 wohl unausweichlich. So wie in den 80er Jahren, als das Zwillingdefizit ebenfalls hohe 8% betrug und der US-Dollar unter Abgedruck geriet (Grafik 2).

Allein vermögen es die USA auf Dauer nicht, die Weltwirtschaft auf einem zufriedenstellenden Wachstumspfad zu halten. Die Konjunkturlokomotive USA muss deshalb durch verstärktes Wachstum in der übrigen Welt entlastet werden. Diesbezüglich stehen die Chancen längerfristig wohl nicht allzu gut. Die strukturellen Probleme Kontinentaleuropas sind hinlänglich bekannt – auch bezüglich des Arbeitsmarktes. Sie äussern sich in der hohen Sockelarbeitslosigkeit und damit in der Unfähigkeit, in konjunkturellen Aufschwüngen neue Arbeitsplätze in genügender Zahl zu schaffen. Hinzu kommt nicht nur die sehr tiefe Kapazitätsauslastung der Unternehmen, sondern auch die merklich verbesserte Disziplin der Kapitalbewirtschaftung. Beides spricht gegen eine substantielle Erholung des Arbeitsmarktes. Eine kräftige Entspannung wäre aber zur Stimulierung des privaten Konsums und damit zur Sicherstellung einer nachhaltigen konjunkturellen Erholung unerlässlich. In Japan sind die Chancen gestiegen, die Deflation zu überwinden. Mehr aber auch nicht.

Grafik 1: Deutschland und die Schweiz als Schlusslichter

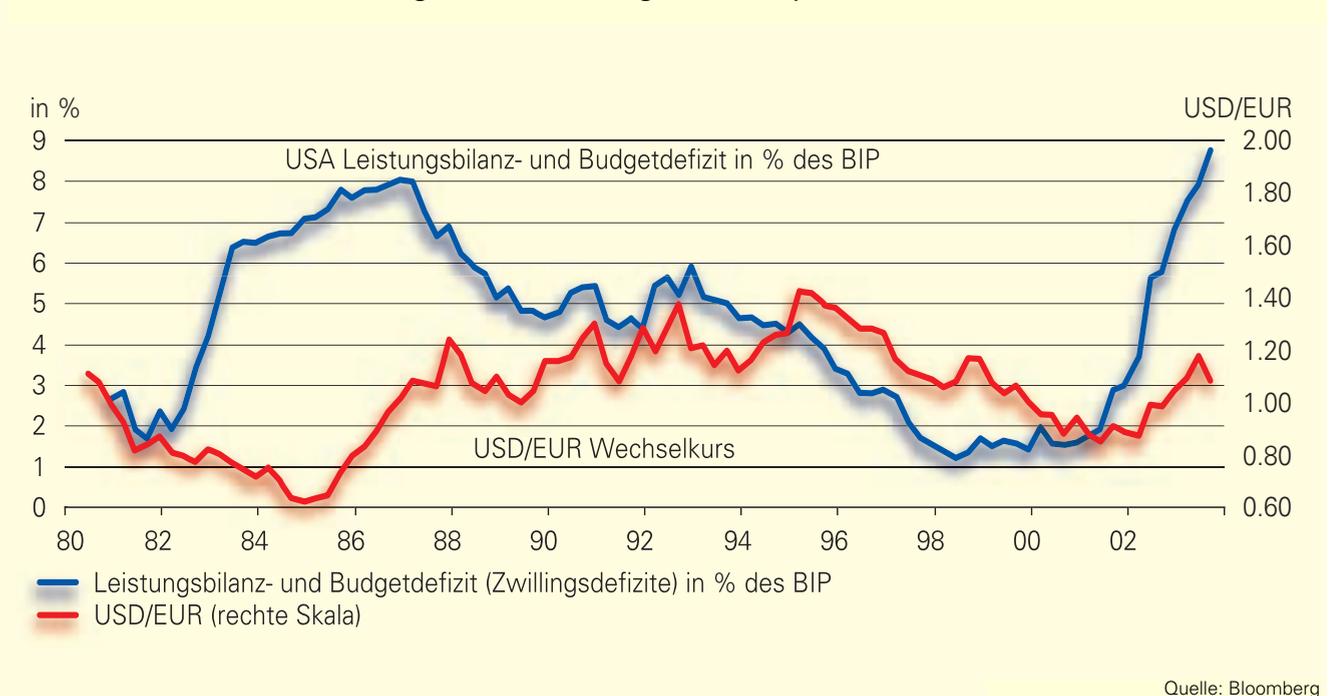


Anlagepolitische Konsequenzen

Es ist unbestritten, dass die Ausschläge an den Finanzmärkten von den Marktteilnehmern systematisch unterschätzt werden – gerade in einem von steigendem Optimismus geprägten Umfeld, in dem die Nachhaltigkeit der konjunkturellen Erholung noch nicht gesichert ist. Für den Anleger ergeben sich daraus folgende Konsequenzen:

- In volatilen Finanzmärkten bleibt die Kapitalerhaltung die zentrale Aufgabe – alternative Anlagen werden nichts von ihrer Attraktivität einbüßen.
- Die Aktienmärkte könnten bis in den Frühling 2004 hinein eine recht gute Performance aufweisen. Erst dann wird sich zeigen, ob der Konjunkturmotor global angesprungen ist.
- Anleihen bieten aufgrund des von uns prognostizierten moderaten Anstiegs langfristiger Zinsen in den nächsten zwölf Monaten wohl nur noch bescheidene Anlagerenditen. Der erwartete stärkere Aufwärtsdruck in den US-Dollar-Zinsen spricht für Bonds in Euro und Franken, aber gegen Anleihen in US-Dollar. ■

Grafik 2: Dramatischer Anstieg der US-Zwillingsdefizite spricht für schwächeren Dollar



The Sustainability of the Economic Recovery Is by No Means Assured

It is now difficult to deny that expansionary monetary and fiscal policy is showing its first fruits in the form of a noticeable economic revival. This is particularly true in the U.S., where GDP growth for the second half of 2003 is expected to come in at a healthy 5.5%. Developments in the Japanese economy have also been surprisingly positive, while the remaining Asian economies have made an unexpectedly quick recovery following the Sars shock. It is only in continental Europe that little improvement can be seen. Here, the economic upturn is likely to become apparent around six months later than in the U.S., i.e. with the usual time delay, but can be expected to be comparatively weak in its impact (see chart). Given this trend, it is not surprising that the financial markets are currently focusing on growth again. Since mid-March, the equity markets have moved well off their lows, and the yield on long-term government bonds rose markedly within a period of just a few weeks. For this very reason, we need to question the quality and sustainability of the anticipated global recovery.

By Bernhard Tschanz
Head of Research
Credit Suisse Private Banking

Growth Momentum to Slow in the Second Half of 2004?

Despite current robust growth in the U.S. and unmistakable signs of a synchronized global recovery, we cannot exclude the possibility that there will be a slowdown in the momentum behind economic growth as early as the second half of 2004. This is because the current growth spurt in the U.S. is due to a combination of stimulating factors that will ease in the medium term. The tax cuts that are boosting consumption will lose their impact in the second half of 2004, and there remains little scope for any more gener-

ous fiscal measures. At least, that is, if we accept that any scope to influence the U.S. economy will be limited by the fact that it is currently in a state of imbalance. This impression is confirmed by the existence of a twin deficit in the balance of payments and the budget amounting to over 9% of gross domestic product. Hence, the US dollar must inevitably weaken further against the euro and the yen in 2004. The same happened back in the 80s when the twin deficit was similarly high (8%) and the US dollar came under selling pressure.

The U.S. alone will be unable to keep the world economy on a satisfactory growth path over the longer term. The burden it carries as the engine of economic growth will have to be shared by other nations, which will need to grow more strongly. However, the likelihood of this happening in the longer term is not particularly high. Continental Europe's structural problems, including its labor market malaise, are well-known. They are reflected in the high base long-term unemployment rate and hence an inability

to create enough new jobs at times of economic upturn. In addition, companies' capacity utilization is very low and capital procurement is much more disciplined. As a result, no major improvement in the unemployment situation can be expected. However, an easing in unemployment is essential if private consumption is to be stimulated and a sustained economic recovery assured. In Japan, it looks more likely that deflation can be overcome. However, that would be about the best we can expect.

The Consequences for Investors

It is undisputed that swings on the financial markets are generally underestimated by market players – particularly against a background of rising optimism in which the sustainability of the economic recovery is not yet assured. The consequences for investors are as follows:

- In volatile financial markets, capital preservation must remain key – alternative investments will lose none of their appeal.
- The equity markets could well put in a solid performance until spring 2004. Only then will it be clear if the economic engine has sparked into life worldwide.
- Based on our forecast of a moderate increase in long-term interest rates over the next twelve months, bonds will offer only modest returns. The stronger pressure on US dollar interest rates speaks in favor of bonds in Euro and Swiss francs, but against bonds in US dollars. ■

Germany and Switzerland Bringing Up the Rear

