

# Investment Essentials

7. November 2012

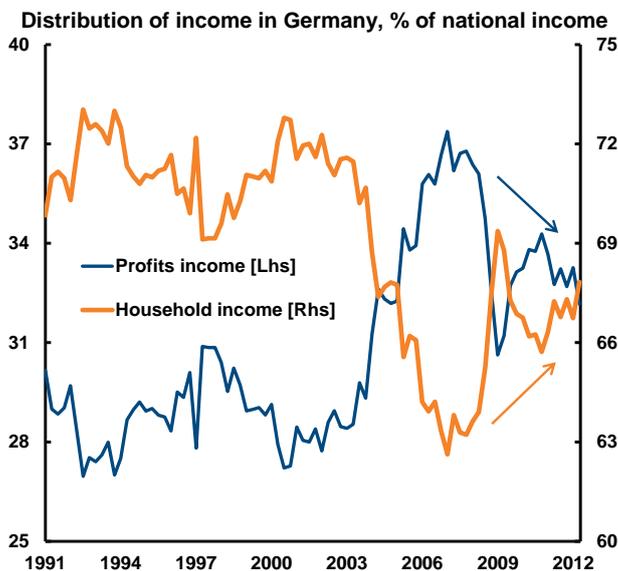
AXA Investment Managers - Research & Investment Strategy

## Kann Deutschland im Alleingang wachsen? (Teil 2)

### Zentrale Punkte

**von**  
Maxime ALIMI

Abbildung 1  
Arbeitsmarkt holt auf



Quelle: Destatis, AXA IM Research

- Im zweiten Teil unserer Analyse einer möglichen „Entkopplung“ der deutschen Wirtschaft beschäftigen wir uns mit den heimischen Impulsgebern, vor allem Privathaushalte und Bauindustrie.
- Im vergangenen Jahrzehnt profitierte vor allem der Kapitalektor von der Verteilung des Volkseinkommens. Doch der Arbeitssektor holt jetzt auf.
- Trotz niedrigen Wachstumspotenzials könnte der Privatkonsum daher in den nächsten zwei bis drei Jahren zulegen.
- Die Bauindustrie könnte von positiven Spillover-Effekten profitieren und die Normalisierung fortsetzen, die von der Finanzkrise 2008 unterbrochen wurde.
- Die positiven Impulse aus heimischen Wachstumsquellen werden sich aber wohl in Grenzen halten. Wirtschaftspolitisch besteht die Herausforderung darin, das potenzielle Wachstum mittelfristig zu stärken.

## Deutscher Verbraucher wieder da?

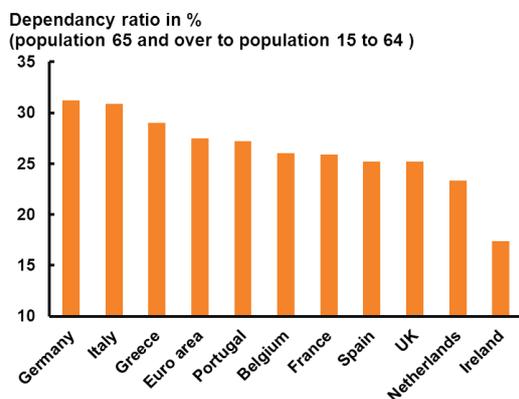
Im ersten Teil unserer Analyse einer möglichen „Entkopplung“ Deutschlands vom stagnierenden Euroraum untersuchten wir externe Wachstumstreiber. Solange die EWU nicht auseinanderbricht, sind deutsche Exporteure im Ergebnis gut aufgestellt, um weiterhin vom globalen Wachstum zu profitieren.

**Wir beschäftigen uns in diesem Teil mit den heimischen Wachstumstreibern, vor allem Privathaushalte (Konsum) und Bauindustrie.** Nach nahezu einem Jahrzehnt der Stagnation wird immer wieder das Wiedererstarken der Konsumnachfrage beschworen. Doch durch Finanz- und EWU-Staatsschuldenkrise ist dieses Strukturproblem in den Hintergrund gerückt. Hinzu kommt, dass nun auch die Preise am deutschen Wohnimmobilienmarkt wieder anziehen. Im vergangenen Jahrzehnt verpasste Deutschland die Immobilienblase. Nun könnte das Land sich erneut gegenläufig entwickeln – kletternde Häuserpreise, während die übrige Welt sich von der Immobilienkrise erholt.

## Weniger Menschen am Arbeitsmarkt

**Die demografische Entwicklung ist ein Schlüsselfaktor für das strukturelle Wachstum in Deutschland.** Die deutsche Bevölkerung altert auch im Vergleich zu den europäischen Nachbarn sehr viel schneller (Abbildung 2).

Abbildung 2  
Deutschland altert

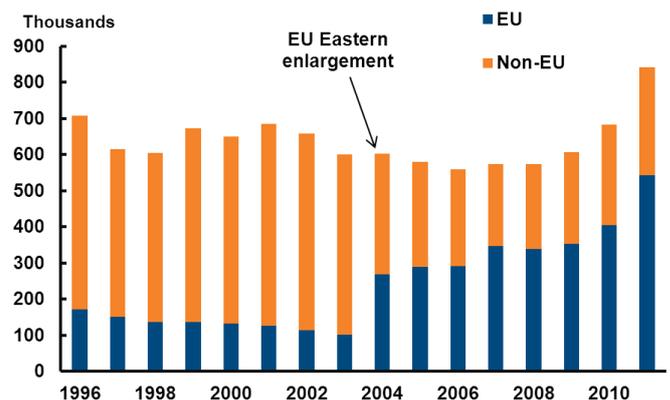


Quelle: Eurostat, AXA IM Research

Nach Schätzungen der Bundesbank wird die Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter von 54,3 Millionen (2011) bis 2020 um 1,5 Millionen zurückgehen<sup>1</sup>. Damit sind dem Angebot an Arbeitskräften natürliche Grenzen gesetzt. Auch wenn ältere Arbeitnehmer und Frauen stärker in den Arbeitsprozess einbezogen werden, so wird dies den Rückgang nur teilweise aufwiegen, u. a. weil diese Gruppen eher Teilzeit arbeiten.

**Einwanderung wird deshalb eine Schlüsselrolle für das strukturelle Wachstum in Deutschland spielen.** Nach der Jahrtausendwende büßte Deutschland aufgrund wirtschaftlicher Stagnation zunächst einiges an Attraktivität ein. 2008 kam es dann zur Trendumkehr. Durch den konjunkturellen Aufschwung, die Krise an der Euro-Peripherie und den zunehmend beweglichen Arbeitsmarkt innerhalb der EU stiegen die Einwandererzahlen in Deutschland im Jahr 2011 auf den bisher höchsten Stand (Abbildung 3). Netto wuchs die deutsche Bevölkerung im vergangenen Jahr um 240.000 Menschen, doppelt so viel wie im Vorjahr.

Abbildung 3  
Einwandererzahlen steigen  
Immigration into Germany



Quelle: Destatis, AXA IM Research

## Wie steht's um das Potenzial?

Was bedeutet das für den Zuwachs der Wirtschaftsleistung? Die Wachstumsentwicklung des BIP beruht auf Faktoren wie Beschäftigung, Arbeitsstunden pro Beschäftigtem und

<sup>1</sup> Deutsche Bundesbank, [Potenzialwachstum der deutschen Wirtschaft](#), Monatsbericht, April 2012

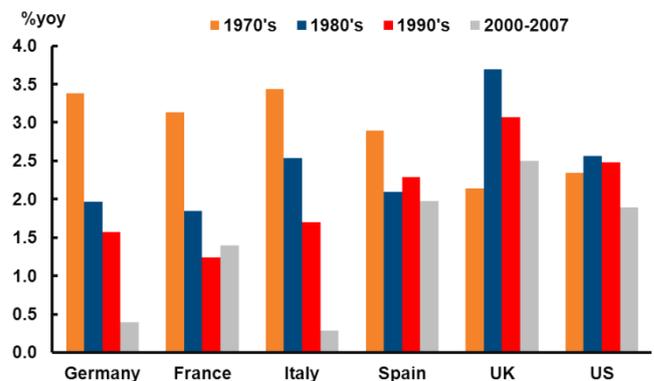
Arbeitsproduktivität. In den vergangenen Jahrzehnten wurde die Wirtschaftsleistung vor allem von Produktivitätszuwächsen und in geringerem Maße von der höheren Beschäftigungsquote angetrieben. Die Arbeitsstunden gingen dagegen stetig zurück (Abbildung 4). Durch den Rückgang der Produktivitätszuwächse im vergangenen Jahrzehnt pendelte das BIP-Wachstum im Durchschnitt um magere 1,0 %. In Zukunft bleibt wegen der ungünstigen demografischen Entwicklung nur noch der Wachstumsfaktor Produktivität.

Unser Basis-Szenario entspricht insofern den Prognosen von Bundesbank und IWF, als dass auch wir **keine höhere Zuwachsrate als 1,25 % im nächsten Jahrzehnt** erwarten. Das setzt einen Wanderungssaldo von 200.000 für 2011-2015 bzw. 150.000 für 2016-2020 voraus. Wenn es aufgrund der anhaltenden Krise in den europäischen Randstaaten zu einer Massenmigration käme, könnten diese Zahlen um einige Zehntausend steigen.

vermeiden und damit seine Wettbewerbsfähigkeit erheblich steigern konnte, wird immer wieder lobend erwähnt. Die Kehrseite ist, dass im selben Zeitraum – auch bei Bereinigung um das schwächere Bevölkerungswachstum – der Konsum der Privathaushalte stagnierte (Abbildung 5).

Das liegt zum einen am schwierigen Anpassungsprozess nach der Wiedervereinigung und zum anderen an den Strukturreformen des Arbeitsmarktes unter Kanzler Schröder zu Beginn des Jahrzehnts. Die Arbeitslosenquote stieg kontinuierlich in der ersten Hälfte des Jahrzehnts und erreichte mit 11,5 % im April 2005 ihren höchsten Stand. Gleichzeitig stagnierten die Reallöhne. Überdies belastete die Angst um den Arbeitsplatz die Verbraucherstimmung und damit die Konsumausgaben.

Abbildung 5  
**Deutsche Verbraucher: seit fast 10 Jahren auf Diät**  
Growth in real private consumption per capita



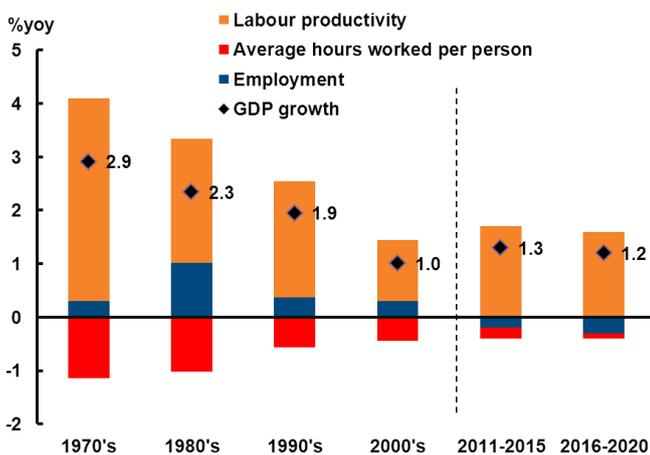
Quelle: Destatis, AXA IM Research

Mittlerweile **tragen die Reformen jedoch Früchte**. Die deutsche Arbeitslosenquote ist eine der niedrigsten im Euroraum, der deutsche Arbeitsmarkt hat sich in der Krise als außerordentlich widerstandsfähig erwiesen und es ist sicherlich kein Zufall, dass ein EZB-Bericht<sup>2</sup> unlängst die sogenannten Hartz-Reformen als erfolgreich und beispielhaft bezeichnete.

Als Konsequenz dieses Anpassungsprozesses fand eine deutliche Verschiebung bei der Verteilung des Volkseinkommens von Kapital zu

<sup>2</sup> EZB-Strukturbericht, [Euro-area labour markets and the crisis](#), Oktober 2012

Abbildung 4  
**Produktivität entscheidend**  
German GDP growth accounting



Quelle: OECD, Bundesbank und AXA IM Research

### Kommt der Wandel?

Die Wachstumsaussichten für Deutschland geben wenig Grund zur Freude. Dennoch **könnten die privaten Konsumausgaben in den nächsten paar Jahren – entgegen dieser strukturellen Parameter – steigen**. Hier kommen nämlich weitere semistrukturelle Faktoren ins Spiel. Die Tatsache, dass Deutschland im vergangenen Jahrzehnt Lohnanstiege

Arbeit statt. Während die Verbraucher den Gürtel enger schnallten und die Unternehmen florierten, stieg der Anteil des Kapitalssektors an den Gewinnen, der in den 1990er Jahren bei etwa 29 % gelegen hatte, bis 2007 auf 37 %.

Seitdem schwingt das Pendel zurück (*Abbildung 1*). Zum Teil ist diese Entwicklung wohl durch das konjunkturelle Umfeld bedingt, in dem die Unternehmen am stärksten vom Abschwung betroffen waren. Die Rahmendaten deuten indes darauf hin, dass der strukturelle Wandel vorerst anhalten wird. Das würde bedeuten, dass **das Einkommen und die Ausgaben der Privathaushalte schneller steigen als die Wirtschaftsleistung insgesamt**.

## Arbeitsmarkt lebhafter

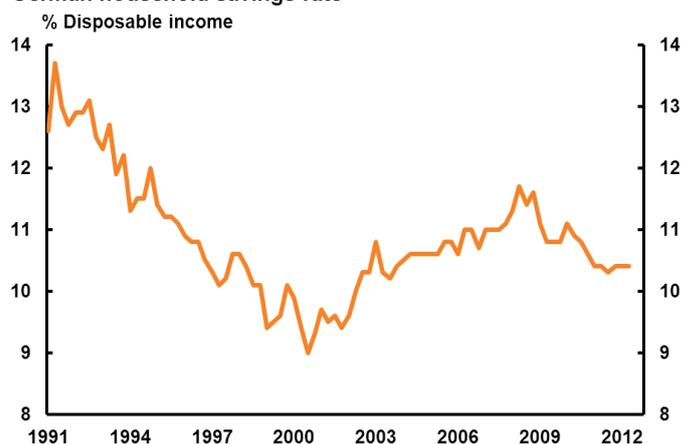
Nach allen Maßstäben **liegt die Arbeitslosenrate in Deutschland zurzeit unter der NAIRU**, der inflationskonstanten Arbeitslosenquote. Im September 2012 betrug die Rate 6,8 %, während die offiziellen Schätzungen (IWF, OECD und Europäische Kommission) mehrheitlich von einer NAIRU von 7-8 % ausgehen. In den kommenden Jahren könnte der Rückgang dieser Rate sich jedoch fortsetzen. Untersuchungen haben ergeben, dass insbesondere der Ausgleich zwischen Arbeitskräfteangebot und -nachfrage in Deutschland effizienter erfolgt<sup>3</sup>.

**Die angespanntere Arbeitsmarktlage macht sich bereits durch Lohndruck bemerkbar.** Seit 2008 sind die Nettolöhne kontinuierlich gestiegen: in den Jahren 2003-2007 um durchschnittlich 1,1 % und seit 2008 um 2,1 % jährlich.

<sup>3</sup> L. Sala u. a., [Structural and cyclical forces in the labor market during the Great Recession](#), NBER Working Paper no. 18434, Oktober 2012

Abbildung 6  
Deutsche sparen viel

## German household savings rate



Quelle: Destatis, AXA IM Research

## Ist es an der Zeit, weniger zu sparen?

Der letzte Punkt betrifft das Sparverhalten deutscher Haushalte. Die Sparquote war im vergangenen Jahrzehnt – auf hohem Niveau – erstaunlich stabil (*Abbildung 6*). **Ein Rückgang der Sparquote würde die Konsumentwicklung ankurbeln und es spricht einiges dafür**, dass dies bereits geschieht (auch wenn wir vorerst noch nicht ganz überzeugt sind):

1. Mit der Alterung der Bevölkerung sinkt tendenziell auch die Sparquote, da Menschen mit zunehmendem Alter ihre Ersparnisse aufbrauchen (wie dies beispielsweise in Japan der Fall ist).
2. Mitunter wird argumentiert, dass die hohe Sparquote in Deutschland durch die hohe Schwankungsanfälligkeit der Wirtschaft und damit auch der Arbeitseinkünfte bedingt ist<sup>4</sup>, wenn auch aller Wahrscheinlichkeit nach Faktoren, wie erschwerter Zugang zu Krediten, ebenfalls eine Rolle spielen. Eine Verlagerung weg von exportgetriebenen Modellen hin zu verstärktem Privatkonsum sollte die Volatilität der Wirtschaft und damit auch die Sparquote senken.

<sup>4</sup> F. Bornhorst und A. Mody, [Tests of German resilience](#), IMF Working Paper, Oktober 2012

## Baugewerbe im Aufwind?

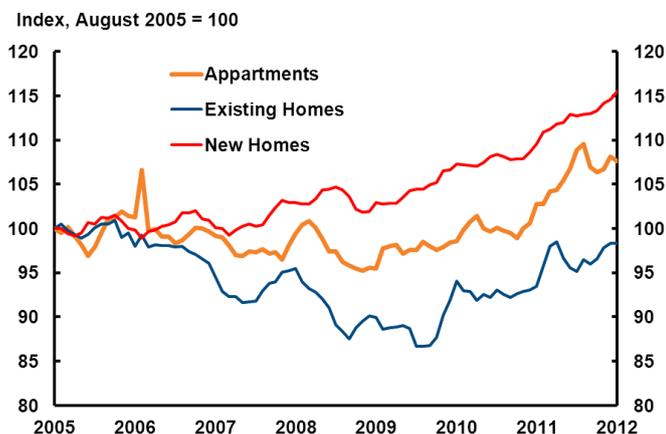
Quelle:

Ein robusterer Arbeitsmarkt kann sich auch auf die Bauindustrie günstig auswirken, einem weiteren heimischen Wachstumstreiber. Bekanntermaßen fand in Deutschland nach der Wiedervereinigung ein Bau-Boom statt, befeuert von Steuererleichterungen und der Migration von Ost nach West, die zu Wohnungsknappheit im Westen führte.

Nachdem die Bautätigkeit Ende 1994 ihren Höhepunkt erreichte, ließ sie in den Folgejahren bis 2006 allmählich nach. Im zweiten Quartal 2012 entfielen auf den Bausektor nur 4,5 % des Bruttomehrwerts; in vergleichbaren Ländern wie Frankreich, Italien und Großbritannien liegt dieser Wert bei rund 6 %. **Pi mal Daumen wäre also damit zu rechnen, dass eine Erholung der Bauindustrie auf ein „normales“ Niveau das Wachstum in den nächsten paar Jahren um 1,5 Prozentpunkte des BIP ankurbeln könnte.**

Die grundsätzliche Lage des deutschen Immobiliensektors legt nahe, dass eine solche Erholung möglich ist. Erstens kam es bei zahlreichen Indikatoren (Häuserpreise, Baugenehmigungen, Hauskaufabsichten) im Jahr 2008 zur Wende. Vor allem im Wohnimmobilienbereich zeigt der Europace-Index, dass ab Anfang 2008 die Preise von Neubauten, gefolgt von Wohnungen und bestehenden Objekten, in den Jahren 2009 bis 2010 deutlich stiegen (Abbildung 7)

Abbildung 7  
Immobilienmarkt belebt sich nach 10 Jahren  
German house prices



Zweitens **begünstigen unserer Ansicht nach verschiedene Faktoren eine Erholung der Immobilienpreise:**

- Stärkeres Wachstum der verfügbaren Einkommen** begünstigt die Nachfrage nach Eigenheimen. 2011 ergab eine OECD-Studie<sup>5</sup>, dass der Zusammenhang zwischen Wohneigentum und verfügbarem Einkommen nirgendwo in den entwickelten Ländern so ausgeprägt ist wie in Deutschland. Im Vergleich zu anderen OECD-Ländern ist der Eigenheimbesitz (2011: 45 %) in Deutschland prozentual sehr gering.
- Der **Bestand an Wohnbauten** ist nach langjährigen Investitionsdefiziten **stark veraltet**. Nach Schätzungen der Bundesbank<sup>6</sup> beträgt das Durchschnittsalter 27,5 Jahre gegenüber 25 Jahren in 1991.
- In einigen Regionen ist der Wohnungsmarkt stark angespannt. So beträgt die **Leerstandsrate** in Bayern und Baden-Württemberg nur 2,0 %<sup>7</sup>.

Der **größte Negativfaktor für Immobilien – die demografische Entwicklung – wird indes von zwei Faktoren gemildert:**

- Trotz der stagnierenden Bevölkerungszahlen steigt die Zahl der Haushalte weiter. Mit zunehmender Alterung der Bevölkerung steigt die Zahl der Einpersonenhaushalte, die besondere Anforderungen an die Art der Wohnungen stellen.
- Einwanderung nach Deutschland, wenn auch der Stellenwert dieses Faktors noch nicht ganz klar ist (siehe oben).

<sup>5</sup> D. Andrews und A. Caldera Sanchez, [Drivers of homeownership rates in selected OECD countries](#), OECD Working Papers, März 2011

<sup>6</sup> [Ausgedehnter Investitionszyklus bei stabilen Preisen: Angebot und Nachfrage am deutschen Wohnungsmarkt](#), Bundesbank Monatsbericht, Juni 2010

<sup>7</sup> Siehe [Empirica Leerstandsindex](#) (2009)

## Fazit: etwas Rückenwind

Unsere Analyse deutet darauf hin, dass **heimische Wachstumstreiber in den nächsten zwei, drei Jahren positive Impulse bieten werden**. Dabei haben wir zwei semistrukturale Faktoren identifiziert – die Verlagerung der Verteilung des Nationaleinkommens hin zu den Privathaushalten sowie die Normalisierung des Bausektors –, die im Kontext europäischer Stagnation Erleichterung schaffen könnten.

**Diese Faktoren ändern allerdings nichts daran, dass das Wachstumspotenzial der deutschen Wirtschaft** im Großen und Ganzen beschränkt bleibt. In den kommenden Jahren werden die Herausforderungen also vor allem darin bestehen, die demografische Entwicklung über die Einwanderungspolitik zu steuern und die Produktivität zu steigern.

**Wir wollen diese Analyse der deutschen Wirtschaft mit einem letzten Beitrag schließen, der unsere Schlussfolgerungen für die Anlagestrategie zusammenfasst.** Dabei wollen wir versuchen, die skizzierten makroökonomischen Aussichten in praktische Empfehlungen für Marktteilnehmer umzusetzen.

## Our research on the internet

All our research is available on our website: <http://www.axa-im.com/en/research>

Our last two publications:

### [Reverse engineering China's monetary policy](#)

The PBOC has opted for an unusual monetary policy lever – open market operations via direct liquidity injections. Qi Sun investigates the rationale behind this move and concludes that pro-growth monetary policy tweaking is in the making. Toward that goal, active liquidity management and support to non-bank financing seem more appealing than rate cuts.

### [Food prices and monetary policy in emerging markets](#)

Summer droughts in the US and Russia and poor rainfalls in Asia fuelled a rally in global food prices. Manolis Davradakis argues that higher food prices impact inflation similarly across emerging markets, while a spike in energy prices results in higher inflation particularly in Latin America. He anticipates that this time the impact of higher food prices to inflation will be limited, due to weak global demand.

*This document is used for informational purposes only and does not constitute, on AXA Investment Managers Paris part, an offer to buy or sell, solicitation or investment advice. It has been established on the basis of data, projections, forecasts, anticipations and hypothesis which are subjective. Its analysis and conclusions are the expression of an opinion, based on available data at a specific date.*

*Due to the subjective and indicative aspect of these analyses, we draw your attention to the fact that the effective evolution of the economic variables and values of the financial markets could be significantly different from the indications (projections, forecast, anticipations and hypothesis) which are communicated in this document.*

*Furthermore, due to simplification, the information given in this document can only be viewed as subjective. This document may be modified without notice and AXA Investment Managers Paris may, but shall not be obligated, update or otherwise revise this document.*

*All information in this document is established on data given made public by official providers of economic and market statistics. AXA Investment Managers Paris disclaims any and all liability relating to a decision based on or for reliance on this document.*

*Furthermore, due to the subjective nature of these analysis and opinions, these data, projections, forecasts, anticipations, hypothesis and/or opinions are not necessary used or followed by AXA IM Paris' management teams or its affiliates who may act based on their own opinions and as independent departments within the Company.*

*By accepting this information, the recipients of this document agrees that it will use the information only to evaluate its potential interest in the strategies described herein and for no other purpose and will not divulge any such information to any other party. Any reproduction of this information, in whole or in part, is unless otherwise authorised by AXA IM prohibited.*

*Editor : AXA INVESTMENT MANAGERS, a company incorporated under the laws of France, having its registered office located at Cœur Défense Tour B La Défense 4, 100, Esplanade du Général de Gaulle 92400 Courbevoie, registered with the Nanterre Trade and Companies Register under number 393 051 826.*