Flossbach von Storch
RESEARCH INSTITUTE

Konjunkturbericht

Februar 2023

Einleitung

Im Januar 2023 erholte sich das **Wachstum** der Eurozone. Insbesondere der **Dienstleistungssektor** überraschte mit einer positiven Entwicklung. In China waren erste Erholungszeichen nach der Umkehr aus der Zero-Covid-Strategie zu sehen. Der **Inflationsdruck** hat weiter nachgelassen.

In diesem Monat legen wir einen besonderen Fokus auf die **Impulse** aus **Fiskal- und Geldpolitik**. Die USA hatte 2020 den stärksten Fiskalimpuls. Die expansive Geldpolitik endete im Jahr 2022, als die Zinsen stiegen und die finanziellen Bedingungen erschwert wurden. Aktuell werden die Finanzbedingungen in den USA mit der Erwartung einer Zinssenkung später im Jahr wieder lockerer.

Wir verfolgen die Entwicklungen der Realwirtschaft in Echtzeit mit unserem *Real Economy Tracker*. In unserem *Inflation Tracker* finden Sie Grafiken zur Inflationsentwicklung und ihren Determinanten.

Inhalte

Realwirtschaft 4

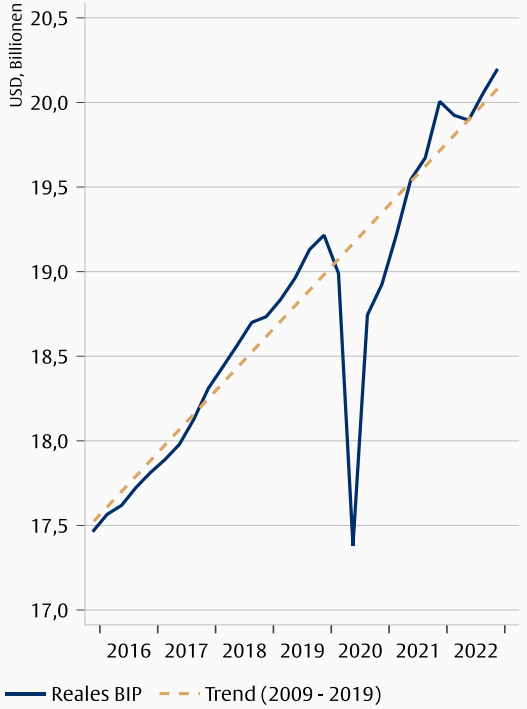
Fokus: Fiskalimpuls & finanzielle Bedingungen 16

Preise 20

REALWIRTSCHAFT

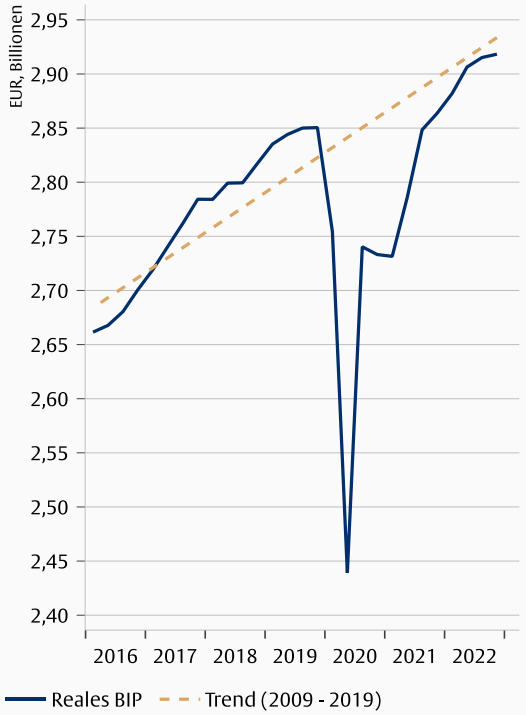
Schwaches 2022

USA Reales BIP



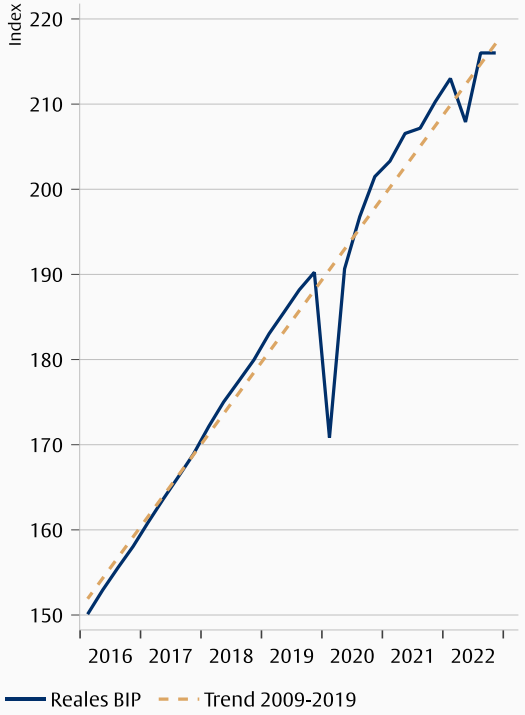
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Bureau of Economic Analysis (BEA). Daten vom 22.02.2023

Eurozone: Reales BIP



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Eurostat. Daten vom 22.02.2023

China: Reales BIP

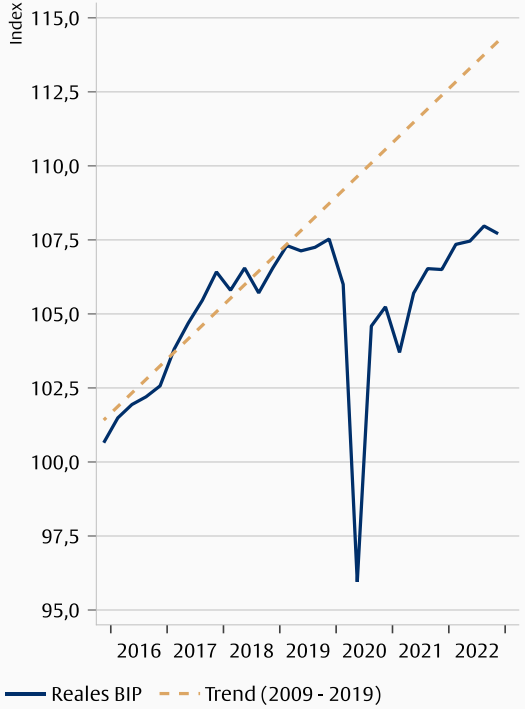


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, China National Bureau of Statistics (NBS). Daten vom 22.02.2023

In den **USA** liegt das BIP leicht über dem zwischen 2009 und 2019 berechneten Wachstumstrend, in der **Eurozone** und in **China** endete das BIP leicht darunter. Steigende Energiepreise, höhere Zinsen und Unsicherheit über die konjunkturelle Entwicklung haben insbesondere in den USA und der Eurozone die Nachfrage geschwächt. In China wurde das Wachstum durch die erst im Dezember 2022 gelockerte Zero-Covid-Strategie gebremst.

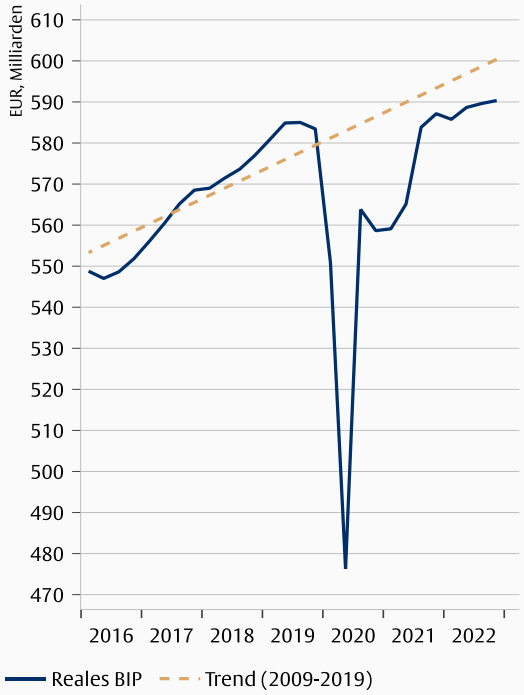
Schwache Eurozone 2022

Deutschland Reales BIP



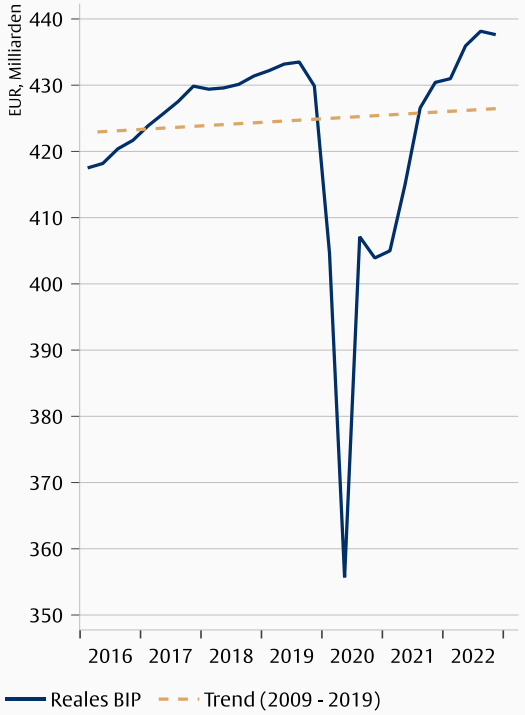
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, German Federal Statistical Office (Statistisches Bundesamt). Daten vom 22.02.2023

Frankreich: Reales BIP



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, French National Institute of Statistics & Economic Studies (INSEE). Daten vom 22.02.2023

Italien: Reales BIP

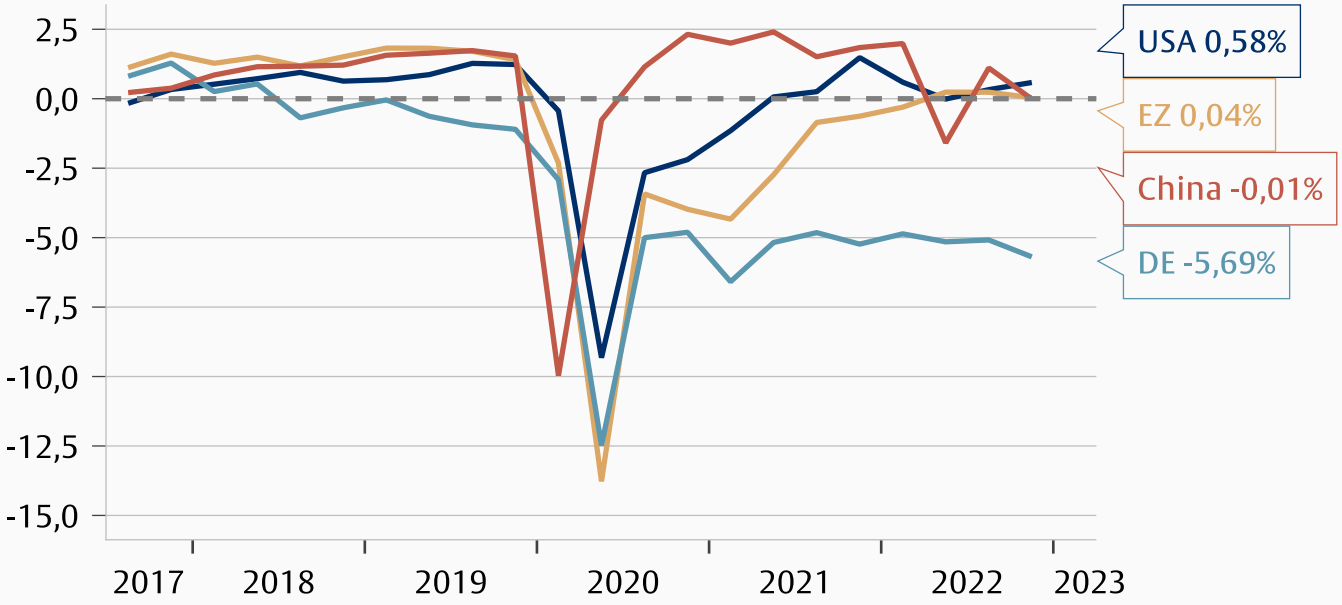


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Italian National Institute of Statistics (Istat). Daten vom 22.02.2023

Innerhalb der Eurozone wuchs die italienische Wirtschaft am schnellsten. Das Bruttoinlandsprodukt (BIP) lag Ende 2022 über dem aus 2009 - 2019 fortgeschriebenen Trend. Dieser Wachstumstrend war jedoch nur minimal positiv. Vor allem das Wachstum in Deutschland blieb unterhalb des vorpandemischen Wachstums.

Deutschland unter dem Wachstumstrend

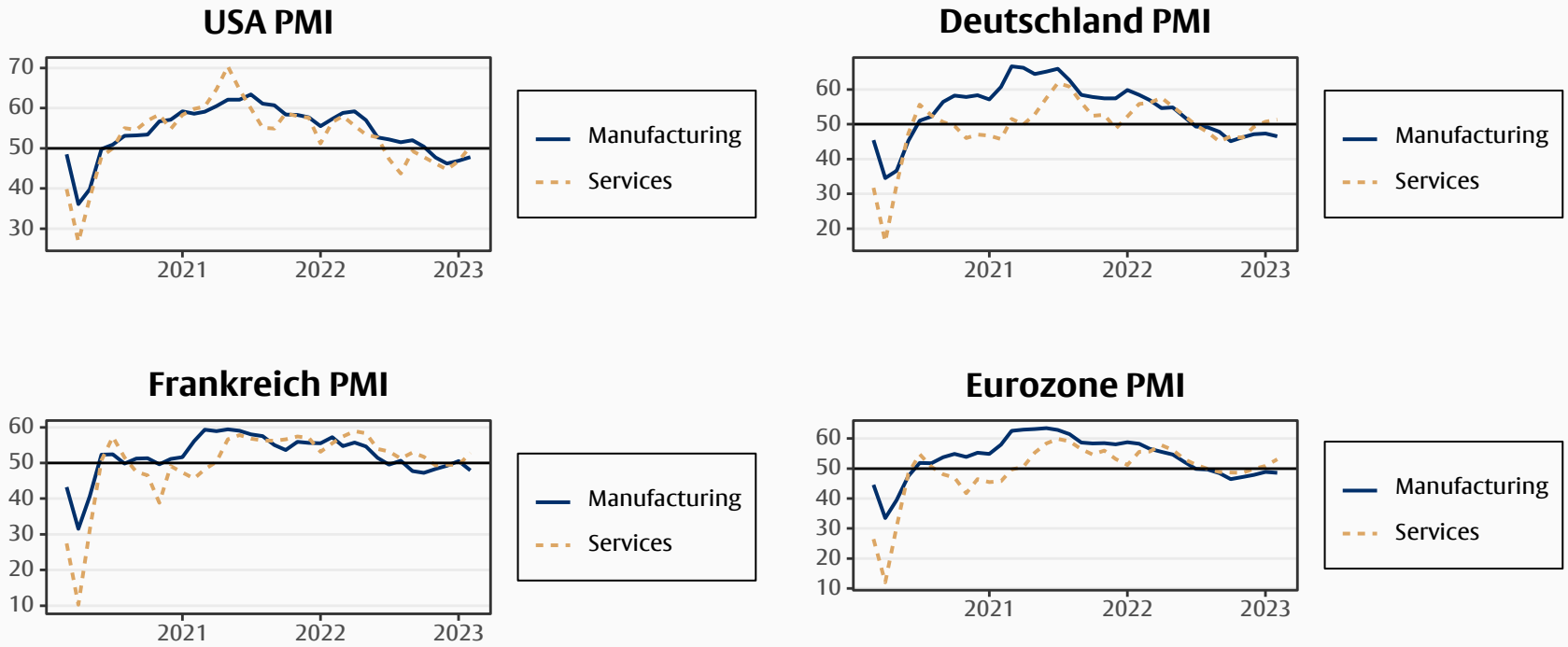
Abstand zwischen BIP und Wachstumstrend (2009-19)



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond.
Daten vom 22.02.2023.

Bereits 2018 war das Wachstum in Deutschland relativ schwach. Mit der Pandemie wurde es noch schwächer, sodass das BIP Ende 2022 um 5% unter dem zwischen 2009 und 2019 errechneten Wachstumstrend lag. Gleichzeitig konnten die USA, die gesamte Eurozone und China ihren früheren Wachstumspfad wieder erreichen.

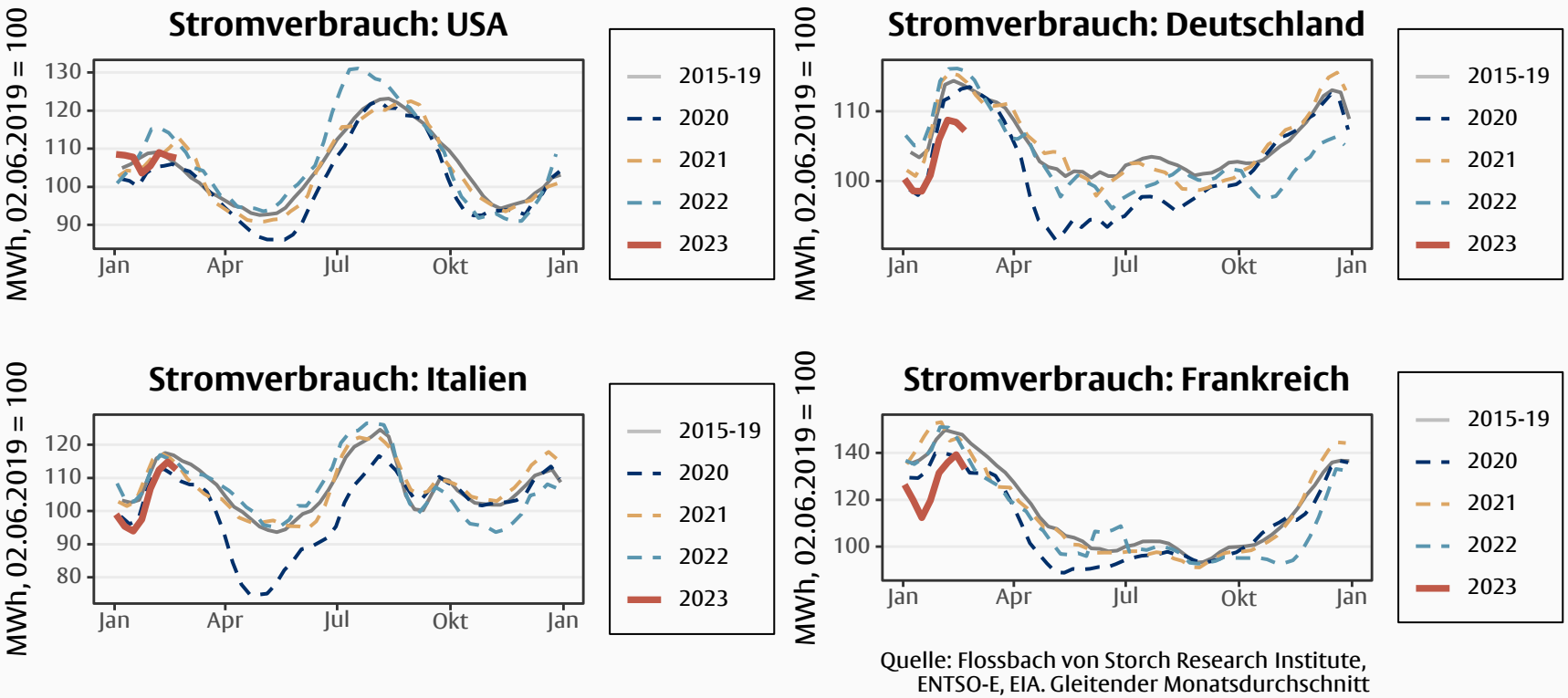
Die Realwirtschaft schrumpft in den USA weiter



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, S&P Global

Im Februar stiegen die **Einkaufsmanagerindizes** (**PMI**) für den Dienstleistungssektor der **Eurozone** leicht an und liegen nun wieder im expansiven Bereich (über 50), während die Indizes für das verarbeitende Gewerbe weiterhin im kontraktiven Bereich liegen. In den **USA** stiegen die PMIs ebenfalls leicht an, blieben aber sowohl im Dienstleistungssektor als auch im verarbeitenden Gewerbe im kontraktiven Bereich (unter 50). Ausschlaggebend für eine niedrige Nachfrage waren die **steigenden Zinsen, die Inflation** und die **Unsicherheit**.

Stromverbrauch bleibt niedrig

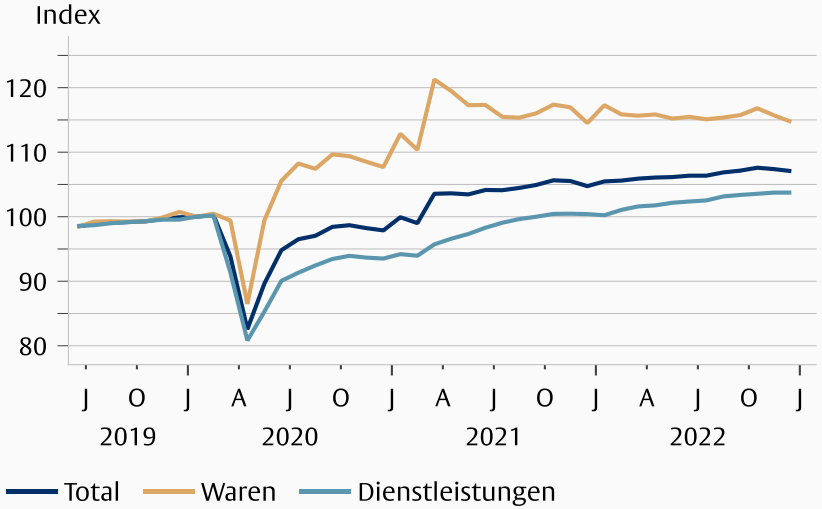


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, ENTSO-E, EIA. Gleitender Monatsdurchschnitt

Der **Stromverbrauch** in der **Eurozone** blieb in den ersten Januar-Wochen unter dem Niveau der letzten sieben Jahre. Besonders in **Deutschland**, **Frankreich** und **Italien** war er so niedrig wie im Jahr 2020 vor dem Ausbruch der Pandemie in Europa.

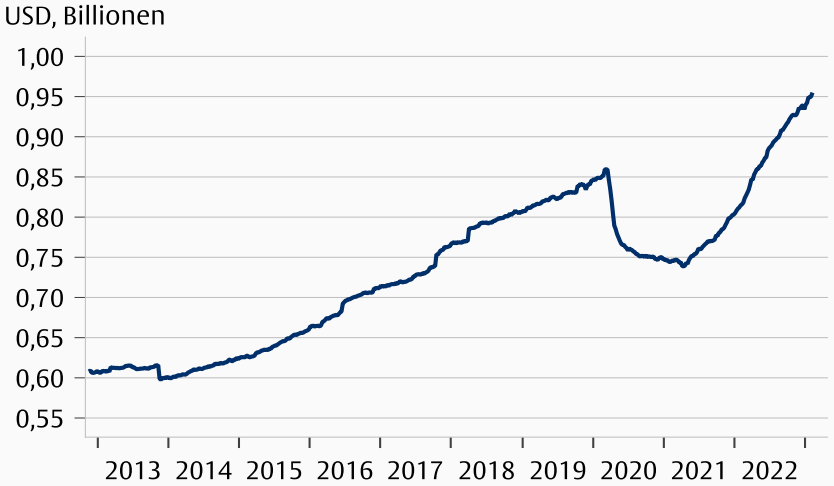
USA: Der private Konsum bleibt stabil

Mengenindex (PCE), 01.2020 = 100



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Bureau of Economic Analysis (BEA). Daten vom 22.02.2023

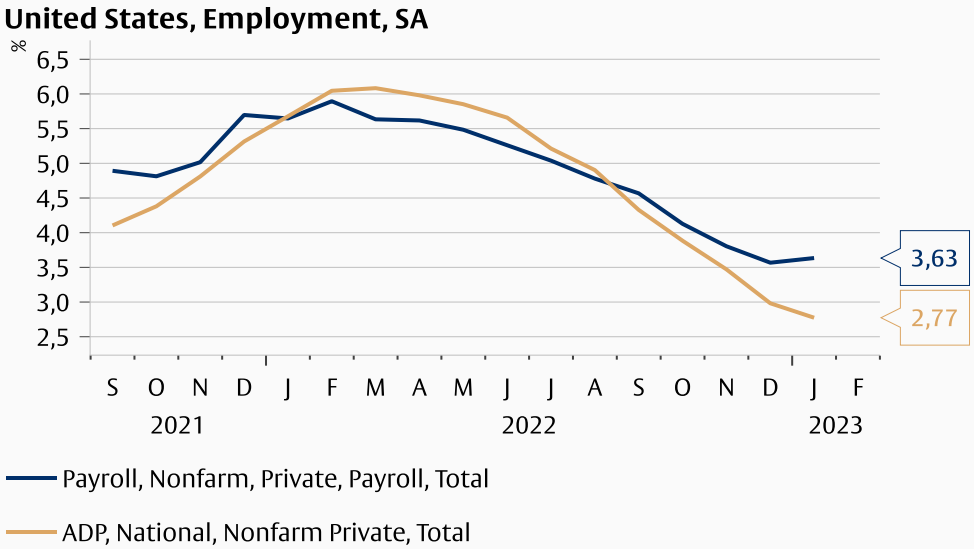
Konsumentenkredite: Kreditkarten



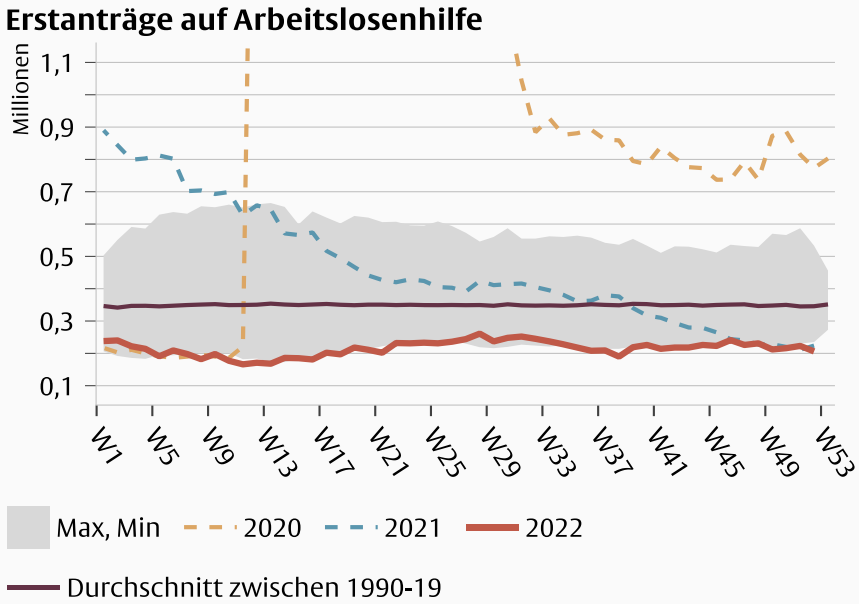
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Federal Reserve. Daten vom 22.02.2023

Der **Konsum** in den **USA** bleibt stark. In den letzten Wochen sind die **Konsumentenkredite** mit Kreditkarten weiter angestiegen. Die preisbereinigten Ausgaben für **Waren** bewegen sich seit Monate seitwärts, während die für **Dienstleistungen** leicht gestiegen sind.

USA: Der Arbeitsmarkt bleibt stark



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS), Automatic Data Processing, Inc. (ADP).
Daten vom 22.02.2023

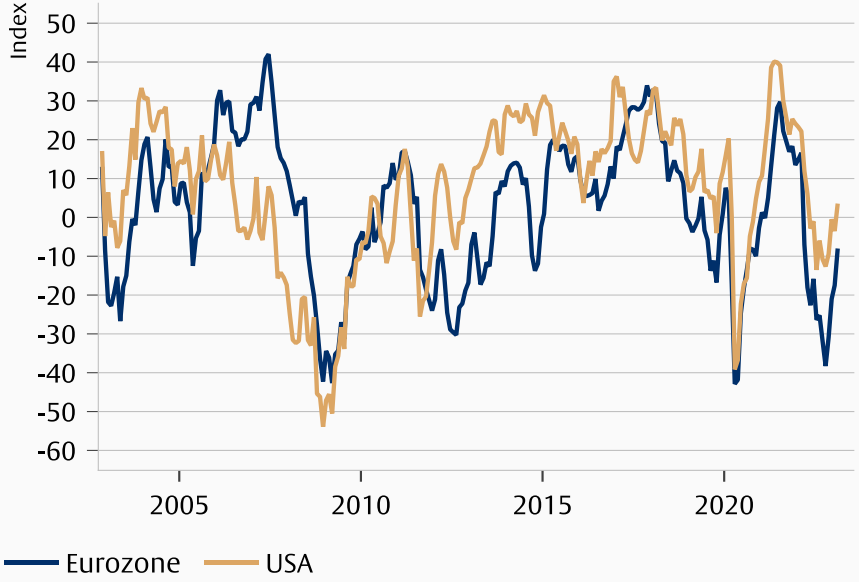


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Department of Labor.
Daten vom 22.02.2023

Im **Januar** stieg die Anzahl der **Stellen** im privaten Sektor (ohne Landwirtschaft) um 3,63 % im Vergleich zum Vorjahresmonat. Laut dem **ADP-Arbeitsmarktbericht** lag der jährliche Anstieg bei 2,77 %. In den letzten Monaten ist die Zuwachsrate jedoch gesunken. Die Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe verbleiben auf einem historisch niedrigen Niveau.

USA und Eurozone: die Stimmung erholt sich weiter

Sentix Konjunkturindex USA und Eurozone



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Sentix.
Daten vom 22.02.2023

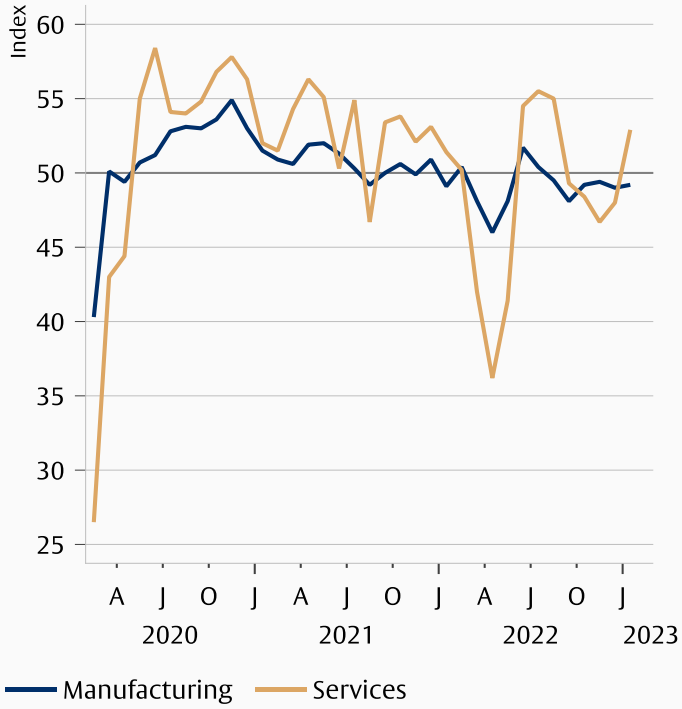
USA, Konsumklima Uni Michigan, YoY%

Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, University of Michigan, U.S. Bureau of Economic Analysis (BEA), NBER (National Bureau of Economic Research).
Daten vom 22.02.2023

Im **Februar** konnte eine Erholung **des Konsum- und Investitionsklimas** in den USA sowie der Eurozone im Vergleich zu ihrem jüngsten Tiefststand festgestellt werden. Der **Sentix** Konjunkturindex und der **Konsumklimaindex** der Uni-Michigan stiegen beide jüngst deutlich an.

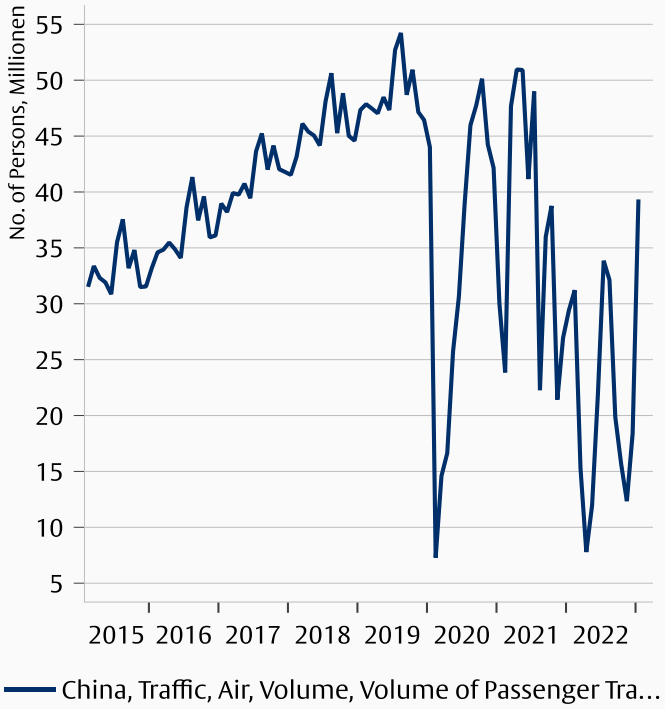
Chinas Realwirtschaft erholt sich

China: Einkaufsmanagerindizes (PMI)



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, S&P Global. Daten vom 22.02.2023

China, Passagieraufkommen Innlandsflüge

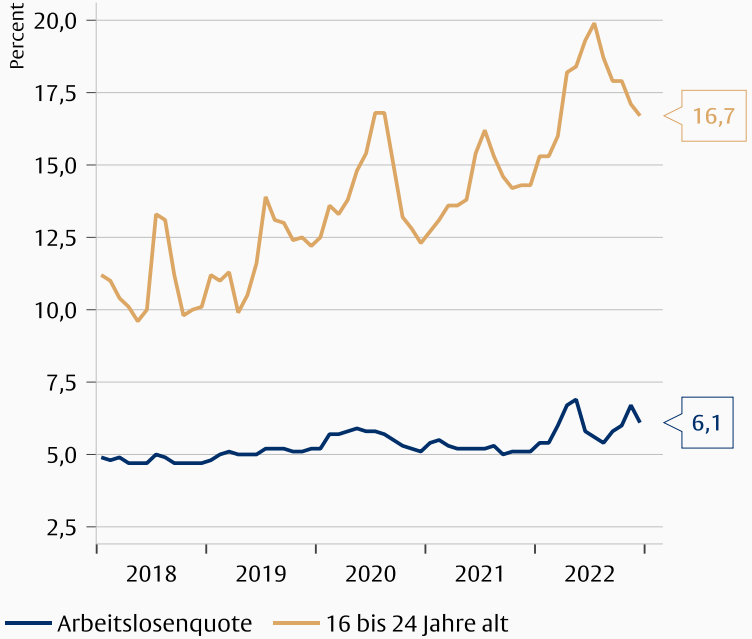


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, China Civil Aviation Administration. Daten vom 22.02.2023

Seit **Januar** liegt der **Einkaufsmanagerindizes** (PMI) für das verarbeitende Gewerbe wieder im expansiven Bereich (größer 50), für den Dienstleistungssektor liegt er jedoch weiterhin leicht im **schrumpfenden** Bereich. Durch die **Aufhebung von Reisebeschränkungen** und der Feierlichkeiten des chinesischen Neujahres ist das Passagieraufkommen bei **Inlandsflügen** jüngst wieder angestiegen, liegt aber weiterhin deutlich unterhalb des Jahres 2019.

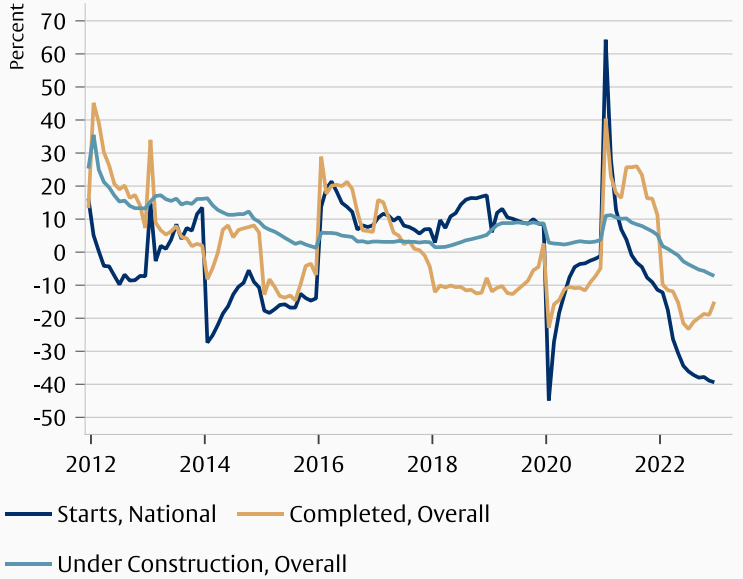
Chinas Arbeitsmarkt und Bausektor immer noch schwach

China: Arbeitslosenquote



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, China National Bureau of Statistics (NBS). Daten vom 22.02.2023

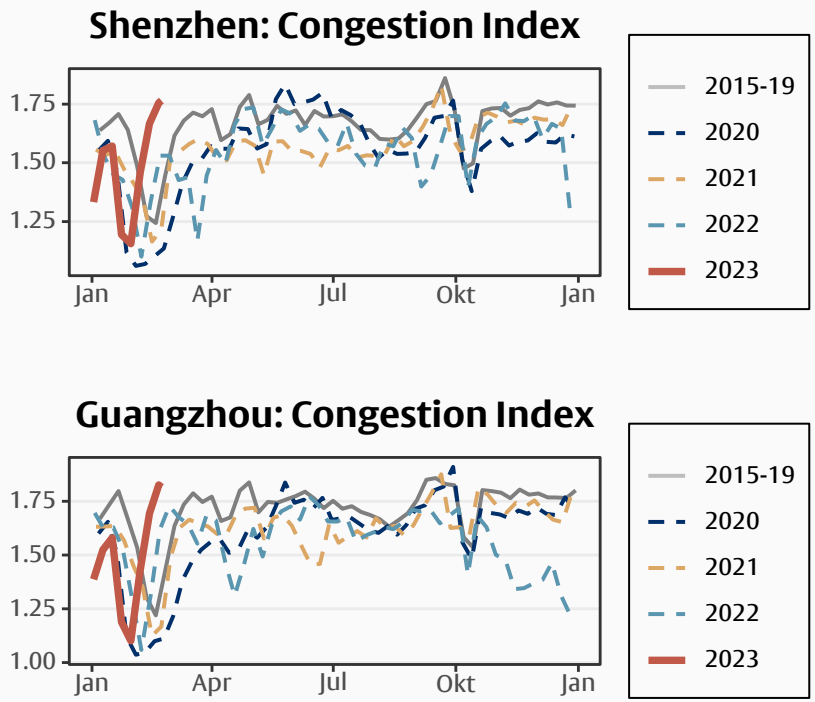
China, Construction Status, Floor Space of Real Estate, Change YTD Y/Y

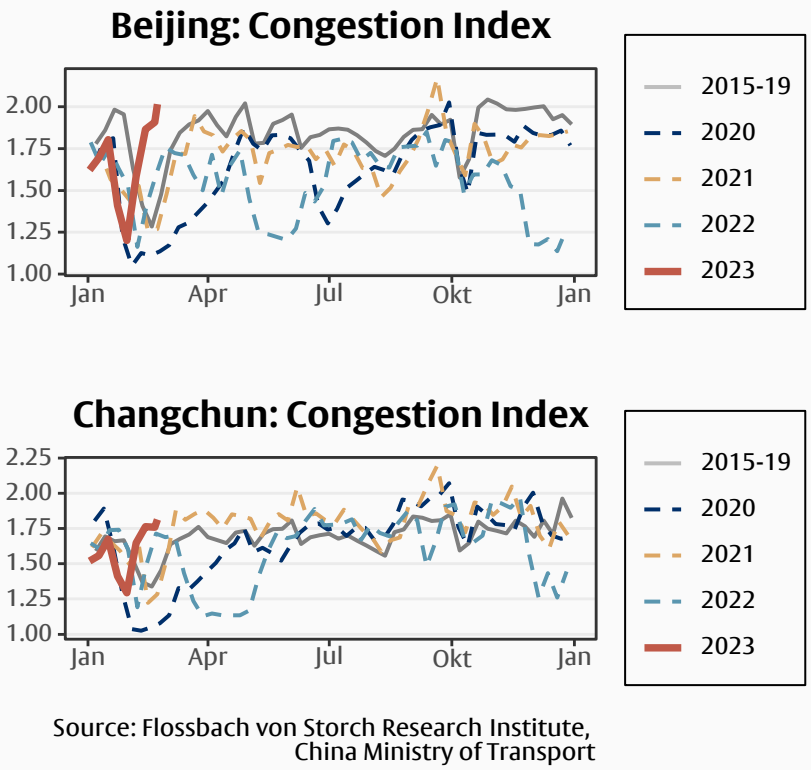


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, China National Bureau of Statistics (NBS).
Daten vom 22.02.2023

Die Arbeitslosenquote bei den 16 bis 24-jährigen fiel im Januar auf 16,7 %. Die Anzahl an fertig gestellten Immobilien erholt sich sehr langsam, jedoch fiel die Anzahl an neu begonnenen Bauvorhaben weiter.

China: Covid-19 und Mobilität





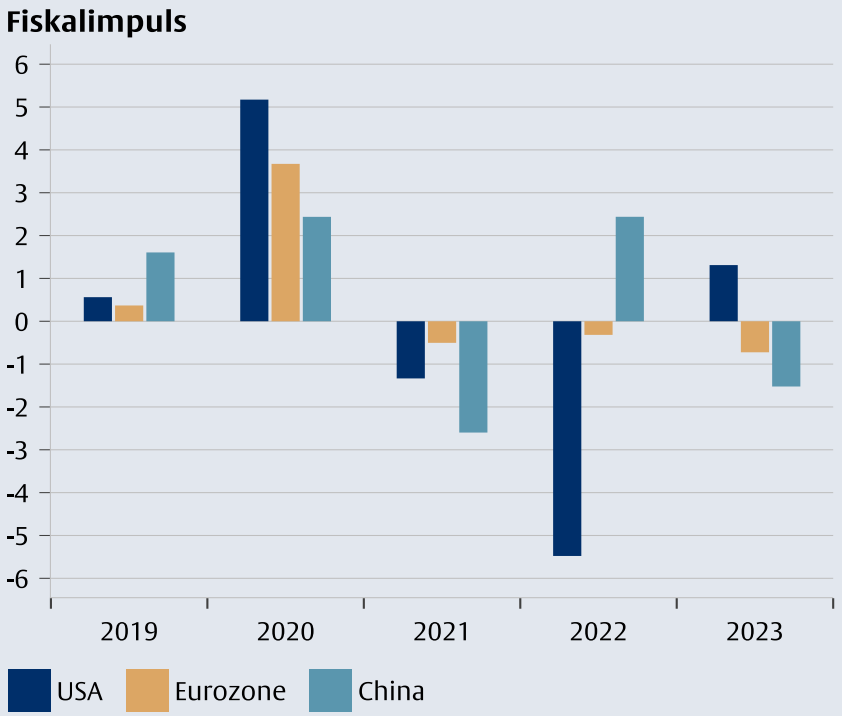
Source: Flossbach von Storch Research Institute,
China Ministry of Transport

Der **Verkehr** auf den Straßen lässt deutliche **Erholungszeichen** erkennen. Der "**Congestion-Index**" wird mithilfe von Navigationsdaten als das Verhältnis zwischen der tatsächlich verbrauchten Reisezeit und der geschätzten Reisezeit ohne Verkehr für die gefahrenen Strecken ermittelt. Dieser zeigt, dass die **Mobilität** in einigen Großstädten wieder das Niveau von Anfang 2020 erreicht hat.

Fokus: Fiskalimpuls & Financial Conditions

Fiskal- und Geldpolitik haben koordiniert auf den Covid-Schock reagiert. Während Regierungen mit Lockdowns versuchten, die Verbreitung des Virus einzudämmen, kauften Zentralbanken Staatsanleihen im großen Stil mit neugeschaffenem Geld. Dies ermöglichte den Finanzpolitiker die Finanzierung von Konjunkturprogrammen, unter anderem in Form von Direkttransfers, Subventionen und Kurzarbeitergeld.

Der Fiskalimpuls war in den USA besonders stark. Im Jahr 2020 stieg der Staatsdefizit relativ zum BIP um fünf Prozentpunkte (konjunkturbereinigt) im Vergleich zum Vorjahr. In der Eurozone und in China war der Fiskalimpuls etwas kleiner, allerdings der stärkste der letzten zwanzig Jahre. Für 2023 erwartet der IWF nur in den USA einen positiven Fiskalimpuls.



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, International Monetary Fund (IMF). Der Fiskalimpuls ist definiert als die Veränderung des konjunkturbereinigten staatlichen Finanzierungsdefizit in Prozent des BIPs. Prognosen ab 2022. Daten vom 22.02.2023

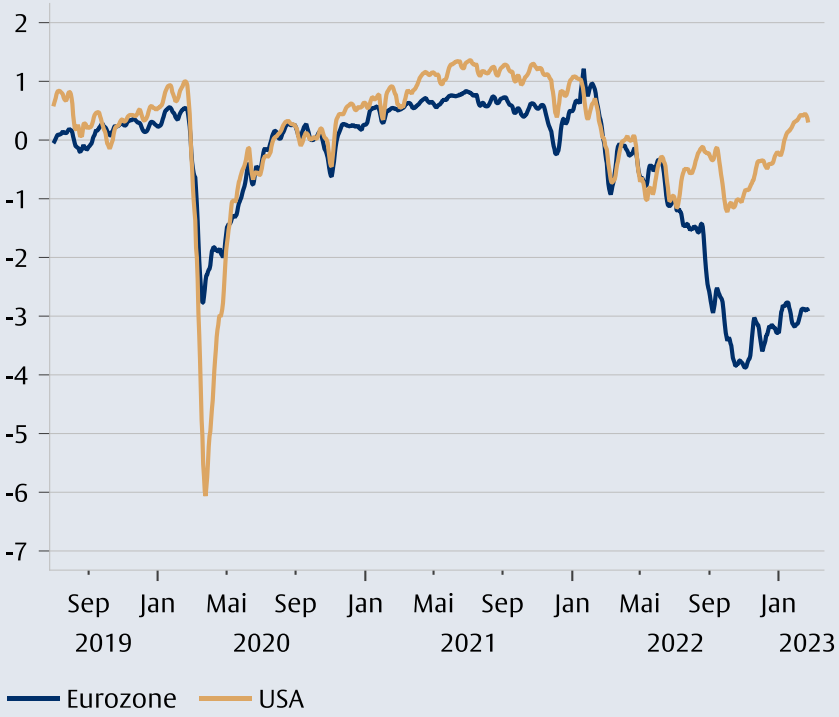
Geldpolitik und finanzielle Bedingungen

Die Geldpolitik wirkt durch den Finanzsektor auf die Realwirtschaft. Der Financial Conditions Index (FCI) fasst den Stand der finanziellen Variablen in Geld-, Anleihen- und Aktienmärkte sowie des Wechselkurses zusammen. Hohe Indexwerte spiegeln lockere Finanzierungsbedingungen wider.

Nach einem Höhepunkt im Oktober 2021, wurden mit dem Anstieg der Inflation die finanziellen Bedingungen in den USA und der Eurozone knapper. Der FCI fiel schnell mit der geldpolitischen Wende der Zentralbanken Anfang 2022, wobei die finanziellen Bedingungen in der Eurozone deutlich enger wurden.

Seit dem dritten Quartal des Jahres steigt der FCI wieder. In den USA ist der FCI auf dem Niveau vom Februar 2022, als die Fed die erste Zinserhöhung des jetzigen Zyklus ankündigte. Dies deutet auf die Markterwartung hin, dass die Inflation und der Leitzins in der zweiten Jahreshälfte sinken werden.

Bloomberg Financial Conditions-Index



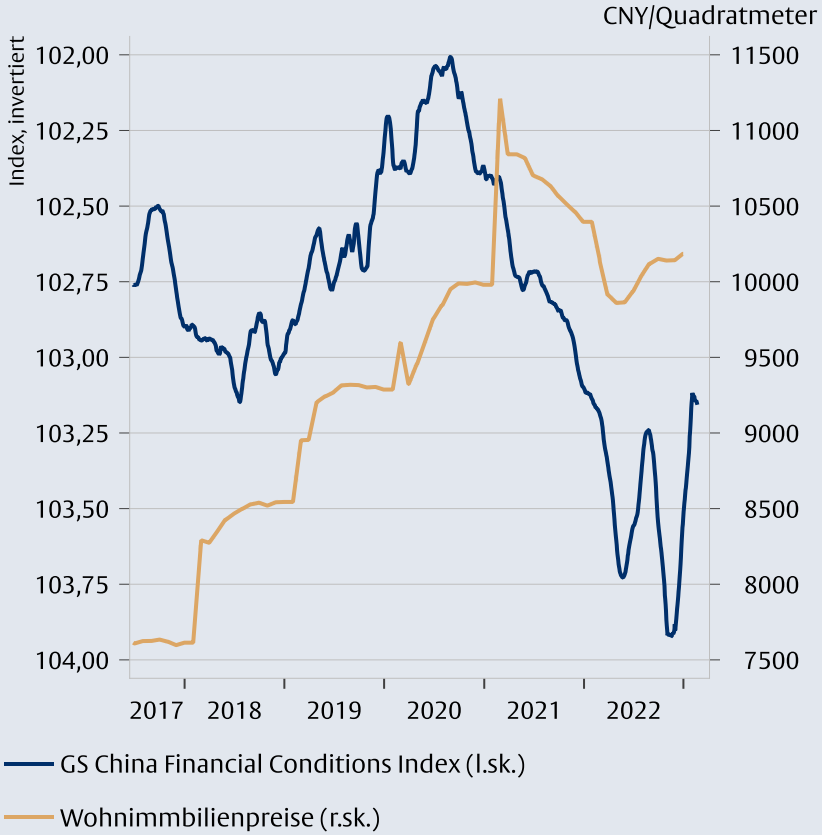
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Bloomberg, . Daten vom 22.02.2023

China

In China wurden die finanziellen Bedingungen seit Mitte 2020 enger. Mit der Implementierung der „drei roten Linien“ zur Reduzierung der Liquidität im Immobiliensektor, sank der FCI bis Ende 2022. Die Absicht dahinter war, die finanziellen Risiken im Immobiliensektor zu verringern. In der Folgezeit sanken die Preise und Immobilienentwickler gerieten in finanzielle Schwierigkeiten.

Anfang 2023 wurde mit dem Ausstieg von der Zero-Covid-Strategie eine Lockerung der „drei roten Linien“ angekündigt. Der FCI stieg wieder und die Immobilienpreise erholen sich langsam. Es ist insgesamt zu erwarten, dass die finanziellen Bedingungen in China im Laufe 2023 erneut lockerer werden.

China: Financial Conditions & Immobilienpreise



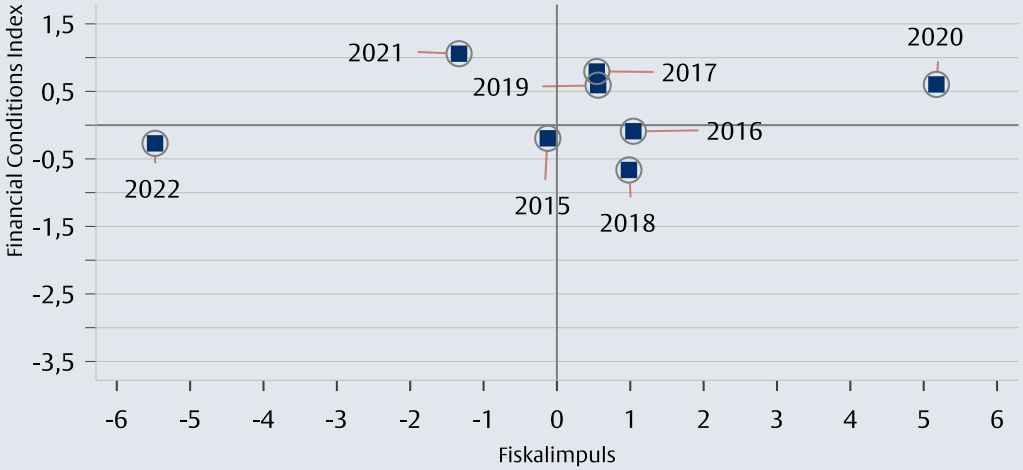
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Bloomberg, Macrobond, China National Bureau of Statistics (NBS). Rollierende Dreimonatsdurchschnitte. Daten vom 22.02.2023

Fazit

2021 blieben die finanziellen Bedingungen im Durchschnitt expansiver als 2020. 2022 wurden sie allerdings insbesondere in der Eurozone restriktiv, während der Fiskalimpuls negativ war. Wenn sich die Erwartungen der Märkte bezüglich Inflation und Zinsentscheidungen der Fed bewahrheiten, könnten sich die finanziellen Bedingungen in den USA im Laufe des Jahres entspannen.

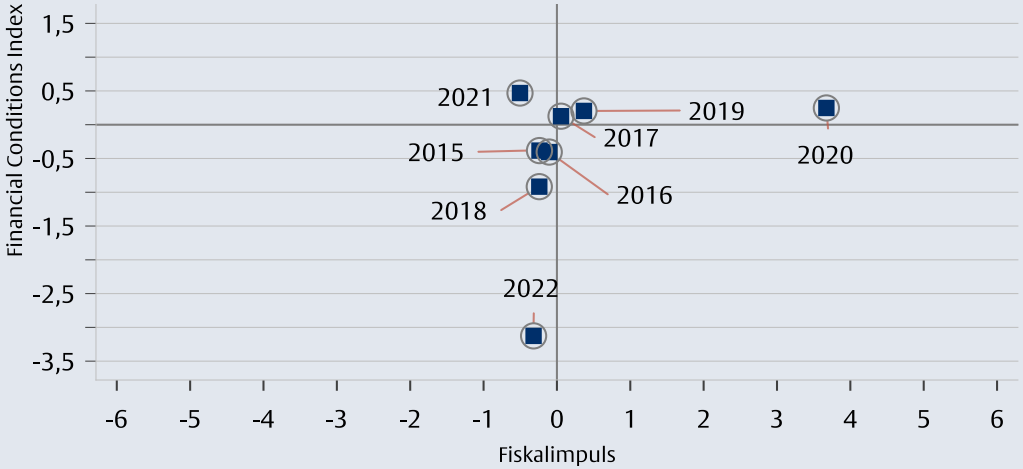
Für die Eurozone dürfte die Geldpolitik etwas länger dank weiterer Zinsanhebungen und der angekündigten Verkleinerung der EZB-Bilanz restriktiv anhalten. Deshalb dürften die finanziellen Bedingungen zunächst nicht so stark wie in den USA ansteigen.

USA: Fiskalimpuls und Financial Conditions Index



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, International Monetary Fund (IMF). Daten vom 22.02.2023.

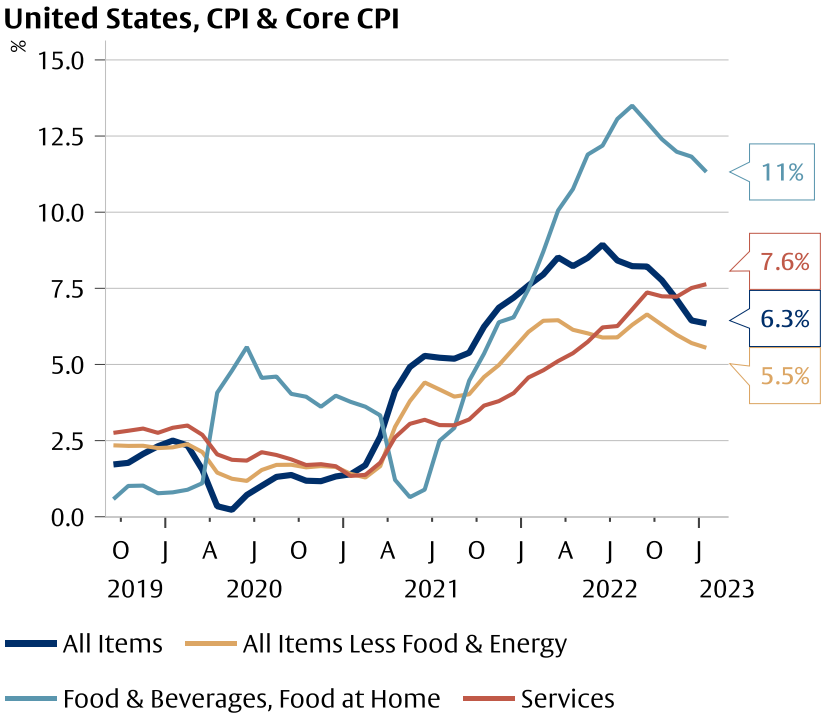
Eurozone: Fiskalimpuls und Financial Conditions Index



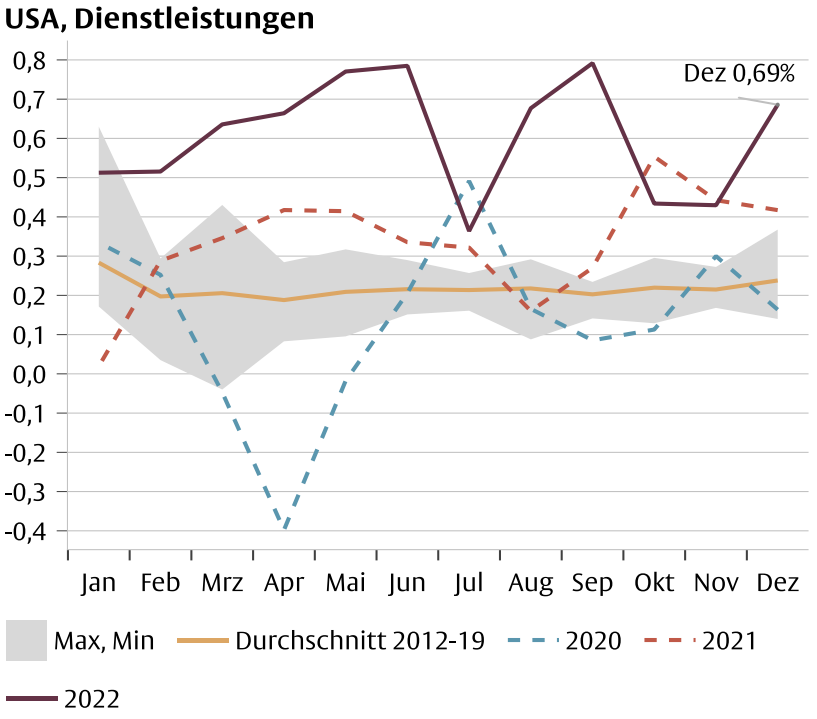
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, International Monetary Fund (IMF). Daten vom 22.02.2023

PREISE

Inflation in den USA



Source: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS). Data: 2/22/2023

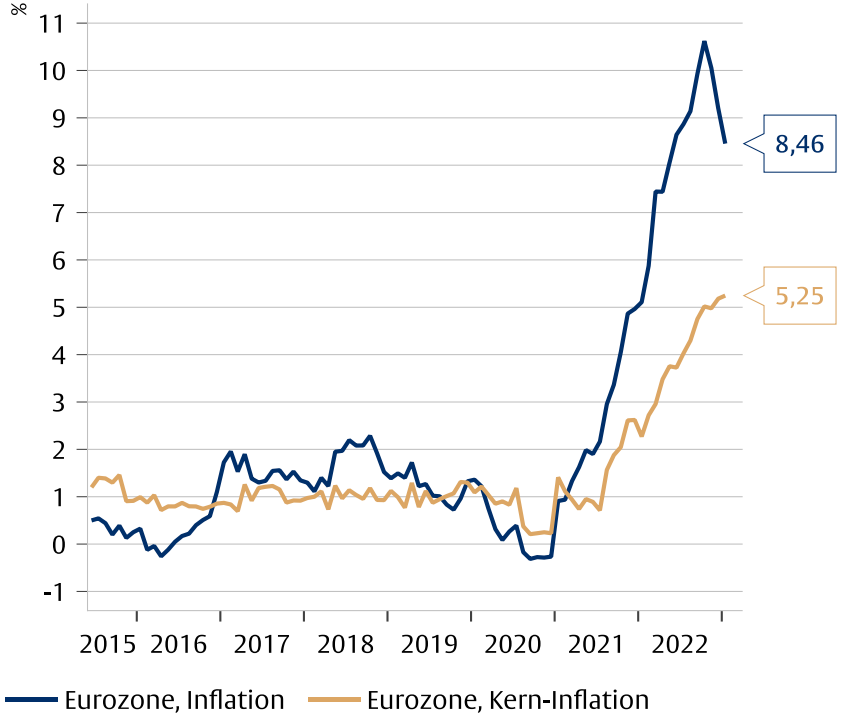


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS). Daten vom 22.02.2023

Im **Januar** ist der CPI weiter gesunken und die Wachstumsrate (YoY) fiel auf 6,3 %. Preise für **Dienstleistungen** sind im Januar weiter angestiegen und erreichten eine jährliche Veränderungsrate von 7,6 % und lagen somit höher als in den Januar-Monaten der letzten 10 Jahre.

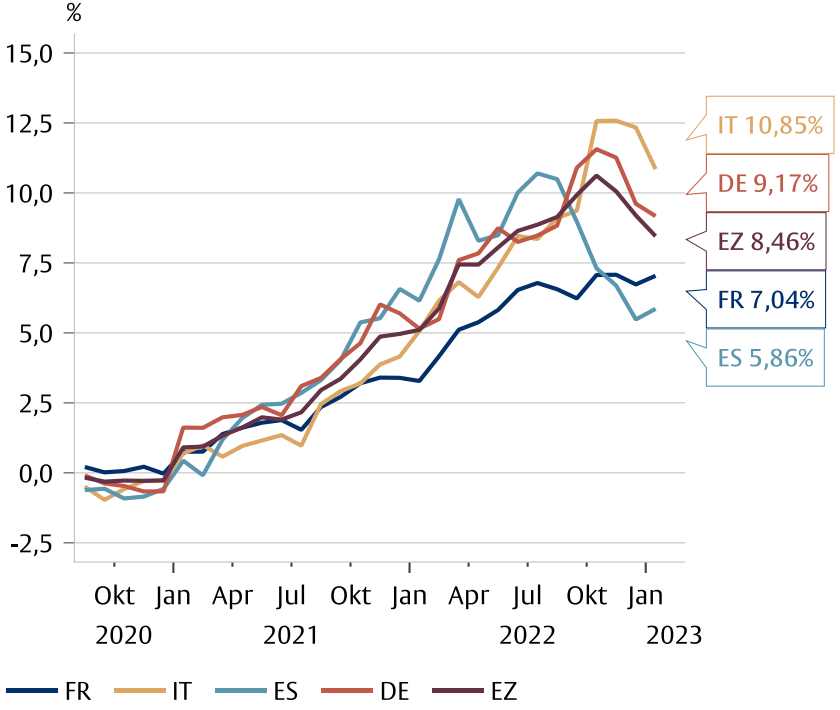
Inflation in der Eurozone

Inflation und Kerninflation in den USA und der Eurozone



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Eurostat.
Daten vom 22.02.2023

Inflation in der Eurozone (HVPI, YoY%)

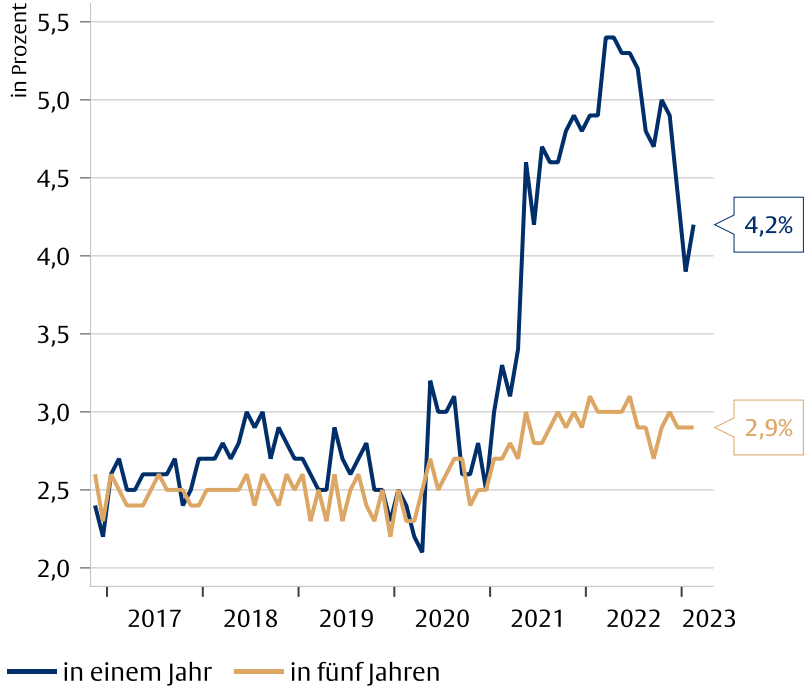


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, nationale statistische Ämter.
Daten vom 22.02.2023

Der harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI) der **Eurozone** ging im Januar auf 8,46 % gegenüber dem Vorjahresniveau zurück. Die Preissteigerungen reduzierten sich aufgrund sinkender **Energiepreise** und **staatlicher Subventionen**. Die Kerninflation stieg jedoch weiter an und legte um 5,25 % zu.

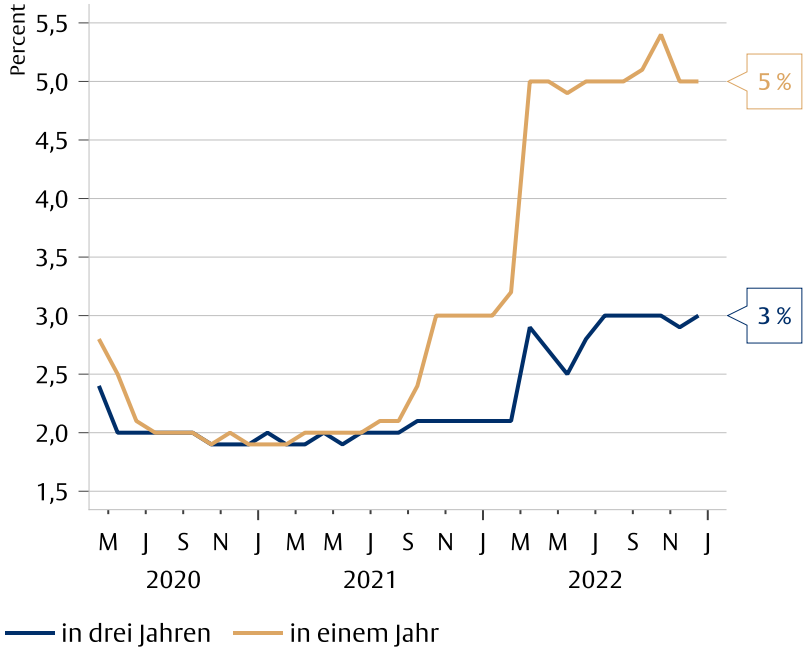
Inflationserwartungen geben nach

Inflationserwartungen der Konsumenten: 1 vs 5 Jahre



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, University of Michigan.
Daten vom 22.02.2023

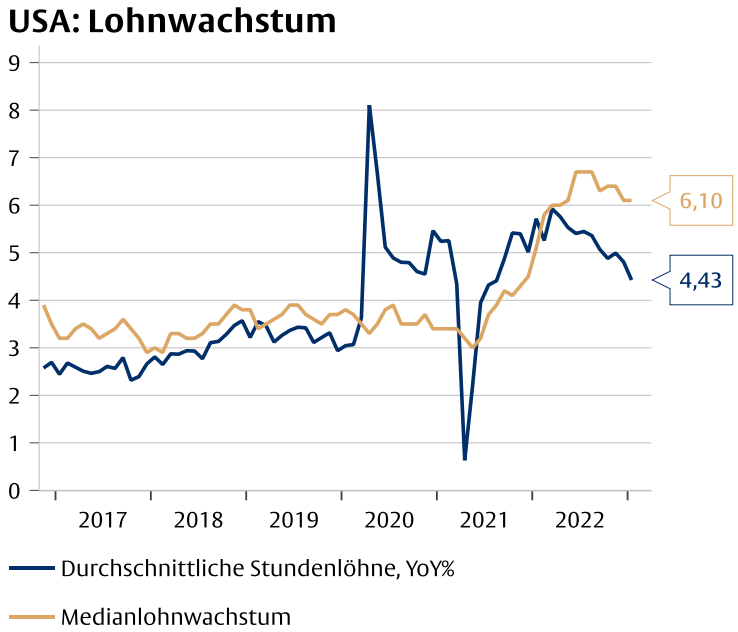
Eurozone: Inflationserwartung der Konsumenten (Median)



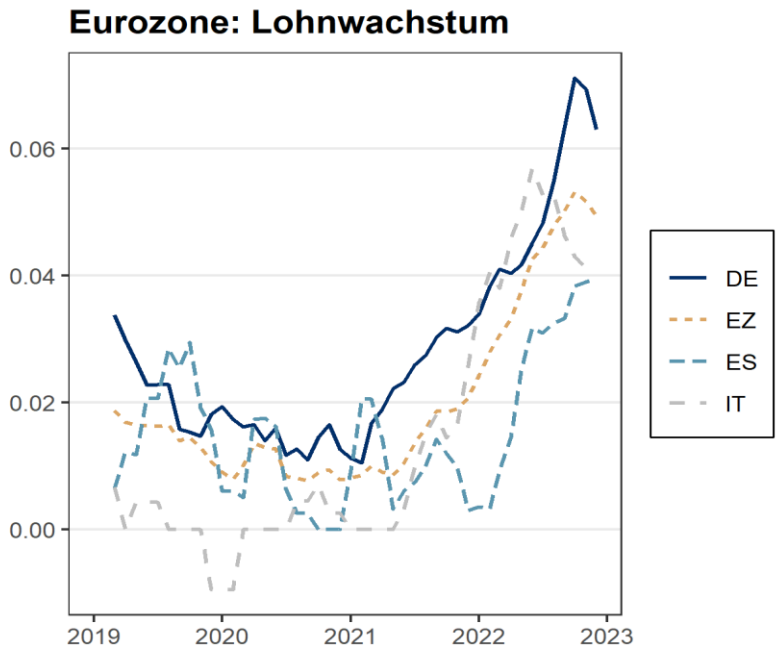
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, ECB (European Central Bank).
Daten vom 22.02.2023

In den **USA** gehen seit Dezember die **Inflationserwartungen** der Konsumenten für die nächsten 12 Monate schnell zurück. In fünf Jahren wird weiterhin eine Inflationsrate von rund drei Prozent erwartet. In der **Eurozone** bleibt die Erwartungen für die Inflation in einem Jahr bei fünf Prozent.

USA und EZ: Die Nominallöhne steigen weiter



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS), Federal Reserve Bank of Atlanta. Daten vom 22.02.2023

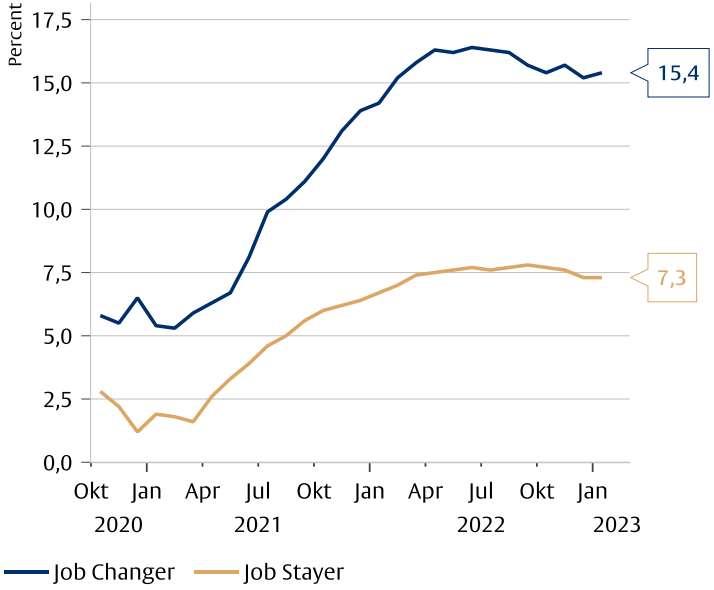


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Indeed Hiring Lab.

Die **durchschnittlichen Stundenlöhne** stiegen im Januar um 4,43 % im Vergleich zum Vorjahr. Der Dreimonatsdurchschnitt des **Medianlohnwachstums** betrug 6,10 %. Der „**Wage Tracker**“ von Indeed Hiring Lab zeigt ein sinkendes aber weiterhin hohes Medianlohnwachstum in den größten Ländern der Eurozone.

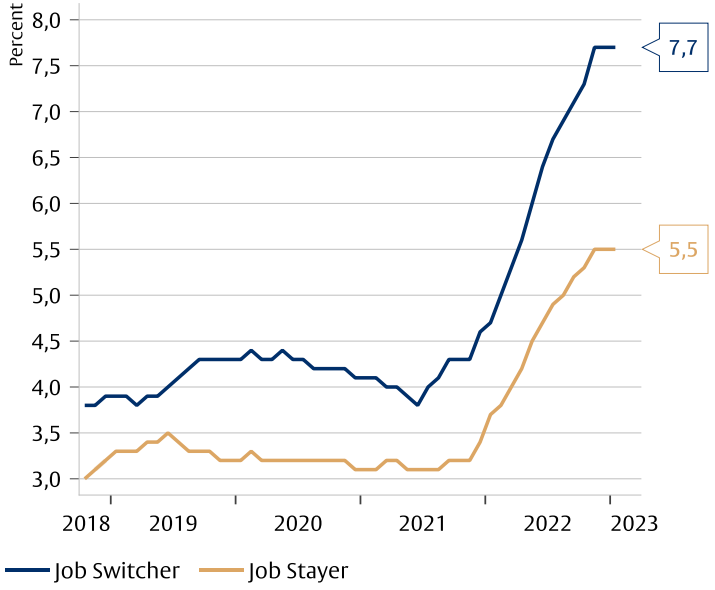
USA: Die Nominallöhne steigen weiter

Veränderung des Median-Jahresgehalts, ADP



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Automatic Data Processing, Inc. (ADP).
Daten vom 22.02.2023

Stundenlohn, Veränderung (Atlanta Fed)



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Federal Reserve Bank of Atlanta.
Daten vom 22.02.2023

Nach dem **ADP-Arbeitsmarktbericht** war das **Median-Gehalt** von Personen, die ihren Job innerhalb der letzten 12 Monate gewechselt haben, **15,4** % höher als im Vorjahresmonat. Das Median-Gehalt derjenigen, die beim gleichen Job geblieben sind, stieg um **7,3** %. Die Stundenlöhne für „**Job-Wechsler**“ nach den Berechnungen der Atlanta-Fed sind um 7,7 % im Vergleich zum Vorjahr gestiegen, deutlich mehr als die für „**Nicht-Job-Wechsler**“ (5,5 %).

Rechtliche Hinweise

Die in diesem Dokument enthaltenen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen des Verfassers zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Ansicht und die Zukunftserwartung des Verfassers wider. Die Meinungen und Erwartungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen Dokumenten der Flossbach von Storch AG dargestellt werden. Die Beiträge werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. (Mit diesem Dokument wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet). Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen ist ausgeschlossen. **Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.**

Sämtliche Urheberrechte und sonstige Rechte, Titel und Ansprüche (einschließlich Copyrights, Marken, Patente und anderer Rechte an geistigem Eigentum sowie sonstiger Rechte) an, für und aus allen Informationen dieser Veröffentlichung unterliegen uneingeschränkt den jeweils gültigen Bestimmungen und den Besitzrechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Sie erlangen keine Rechte an dem Inhalt. Das Copyright für veröffentlichte, von der Flossbach von Storch AG selbst erstellte Inhalte bleibt allein bei der Flossbach von Storch AG. Eine Vervielfältigung oder Verwendung solcher Inhalte, ganz oder in Teilen, ist ohne schriftliche Zustimmung der Flossbach von Storch AG nicht gestattet.

Nachdrucke dieser Veröffentlichung sowie öffentliches Zugänglichmachen – insbesondere durch Aufnahme in fremde Internetauftritte – und Vervielfältigungen auf Datenträger aller Art bedürfen der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Flossbach von Storch AG.

© 2023 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.