Flossbach von Storch
RESEARCH INSTITUTE

Konjunkturbericht

März 2023

Einleitung

Im **März** 2023 **schrumpfte** das **verarbeitende Gewerbe** in den **USA** und der **Eurozone**, während der **Dienstleistungssektor** auf einem expansiven Kurs blieb. In **China** zeigten sich weitere **Erholungszeichen** nach der Umkehr aus der Zero-Covid-Strategie, doch das **Wachstum** des verarbeitenden Gewerbes blieb schwach. Trotz der **gesunkenen Inflationsraten** aufgrund eines Basiseffekts hat der **Inflationsdruck** in den USA und der Eurozone **kaum nachgelassen**.

Diesen Monat legen wir einen besonderen **Fokus** auf die **Transmission der Geldpolitik** auf die Realwirtschaft. Vor der großen Finanzkrise wurde in der akademischen Literatur für die USA und die Eurozone eine Transmissionsdauer auf die Inflation von 42-50 Monaten und auf die Industrieproduktion und die Arbeitslosigkeit von 22-28 Monaten geschätzt. Ob sich diese Zeit verkürzt hat, hängt zum Teil von den **Kreditbedingungen** ab. In den USA werden diese derzeit jedoch schnell enger.

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

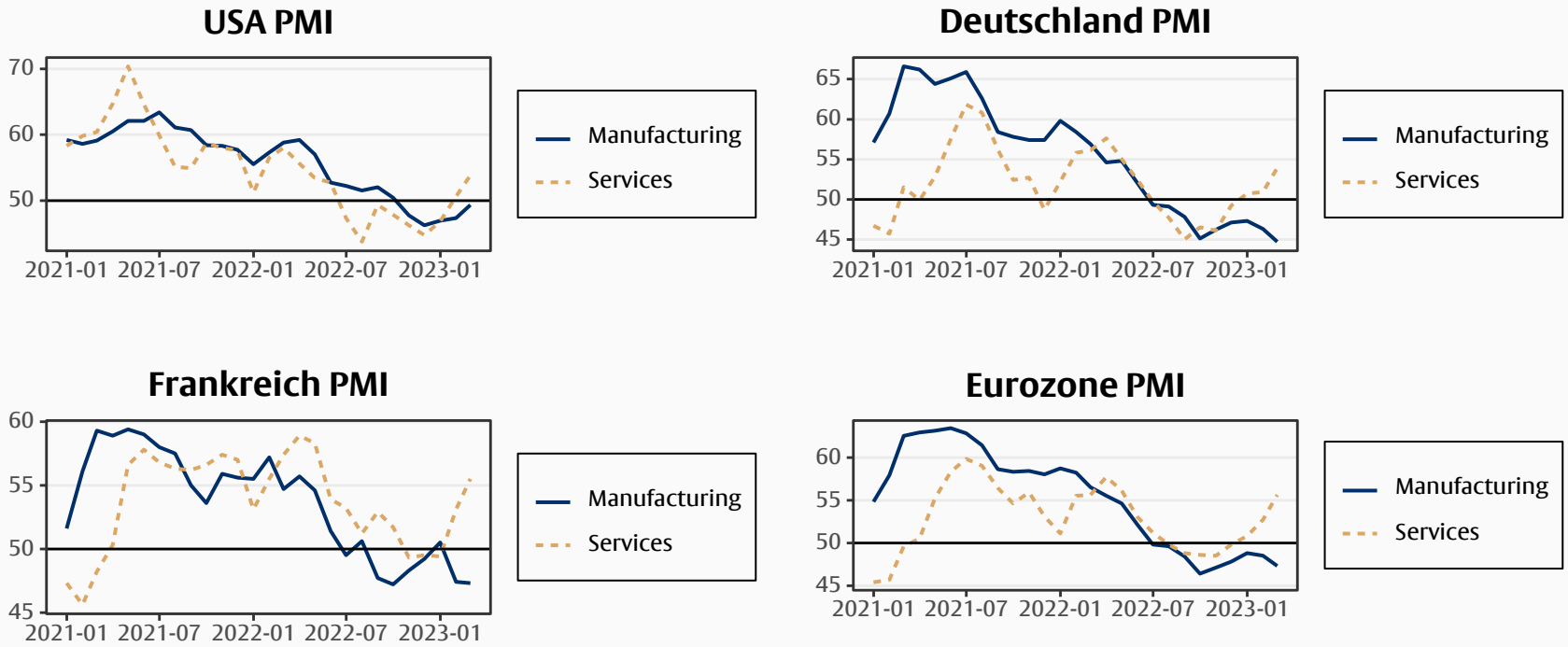
Realwirtschaft 4

Fokus: Der Transmissionslag der Geldpolitik 13

Preise 18

REALWIRTSCHAFT

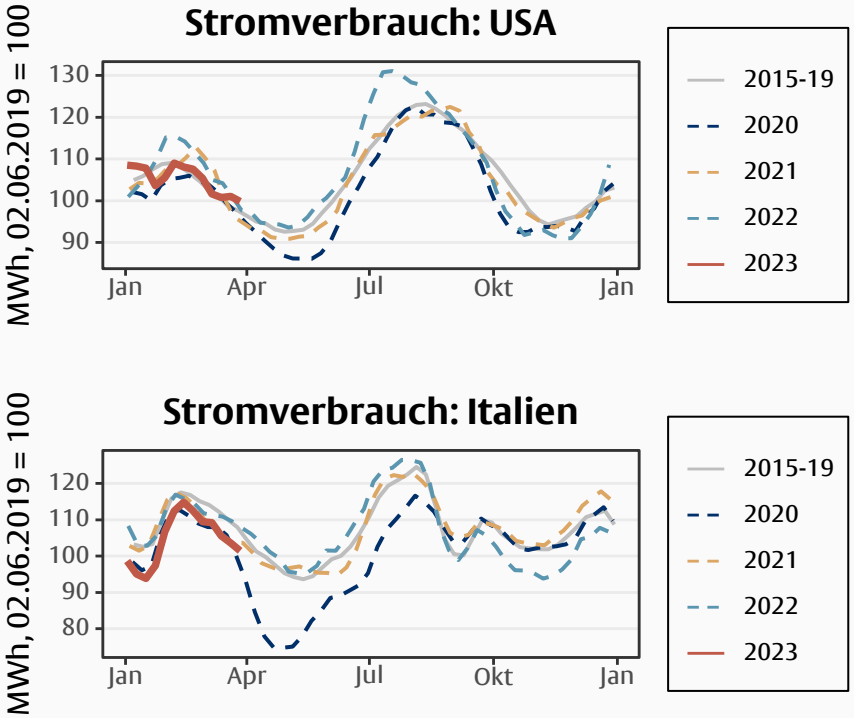
Die Realwirtschaft schrumpft in den USA weiter

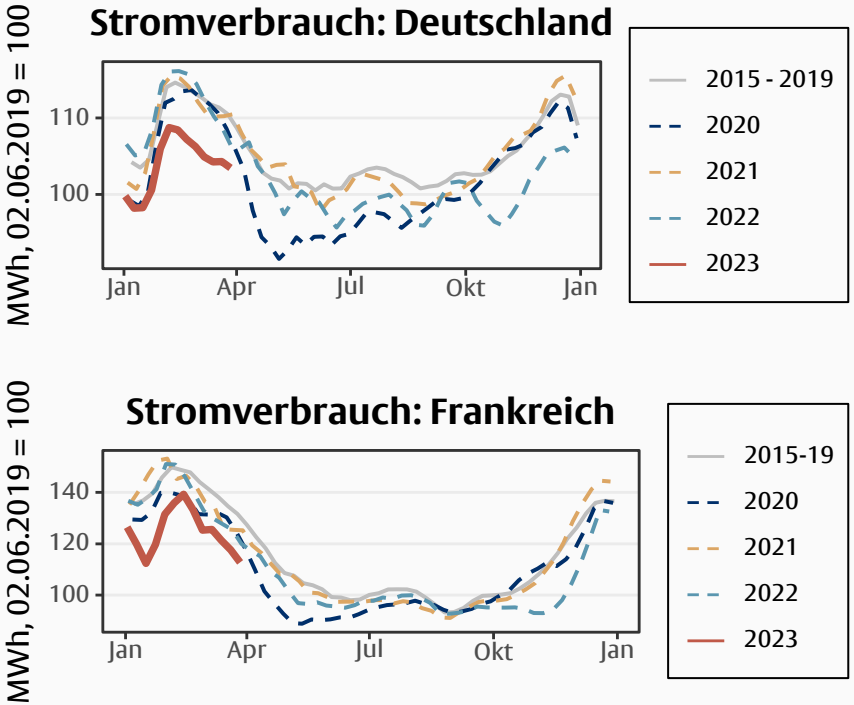


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, S&P Global

Im März stiegen die **Einkaufsmanagerindizes** (**PMI**) für den **Dienstleistungssektor** der **Eurozone und die USA** leicht an und liegen nun wieder im expansiven Bereich (über 50). Die Indizes für das verarbeitende Gewerbe liegen weiterhin im kontraktiven Bereich. In **Deutschland** und der **Eurozone** gingen die Indizes erneut zurück.

Stromverbrauch bleibt niedrig



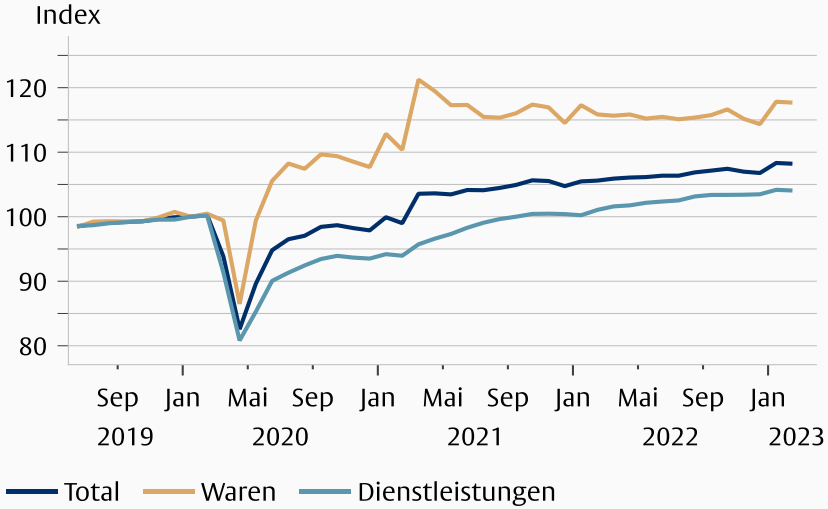


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, ENTSO-E, EIA. Gleitender Monatsdurchschnitt

Der **Stromverbrauch** in der **Eurozone** blieb in den ersten drei Monaten des Jahres unter dem Niveau der letzten sieben Jahre. Besonders in **Deutschland** ist der Verbrauch deutlich niedriger als in den letzten acht Jahren. In den USA ist der Verbrauch über dem Niveau der letzten Jahre.

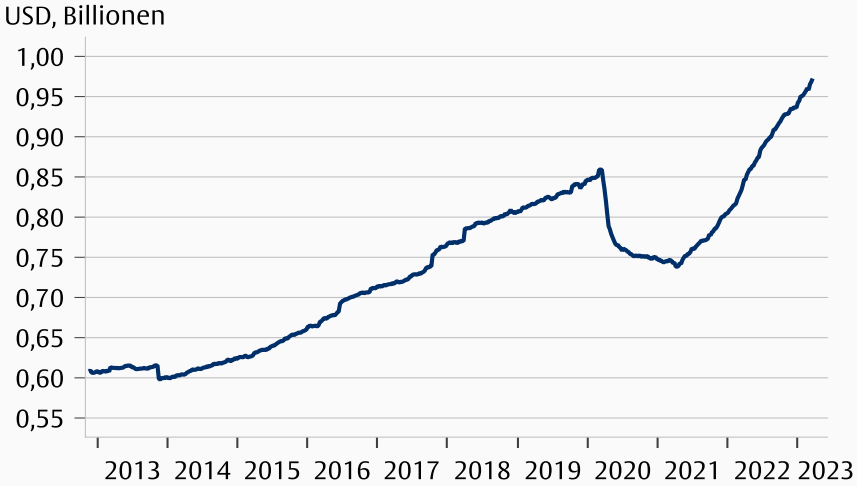
USA: Der private Konsum geht nicht zurück

Mengenindex (PCE), 01.2020 = 100



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Bureau of Economic Analysis (BEA). Daten vom 03.04.2023

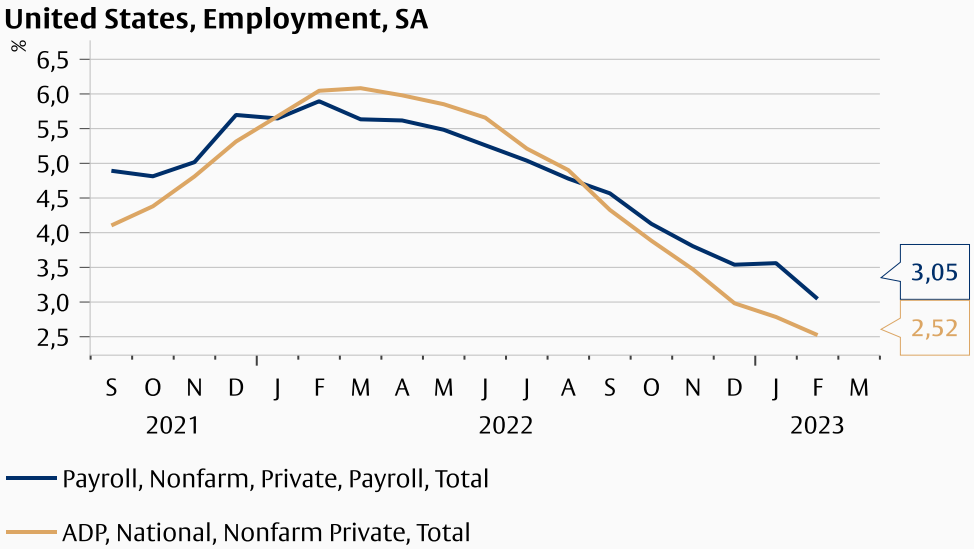
Konsumentenkredite: Kreditkarten



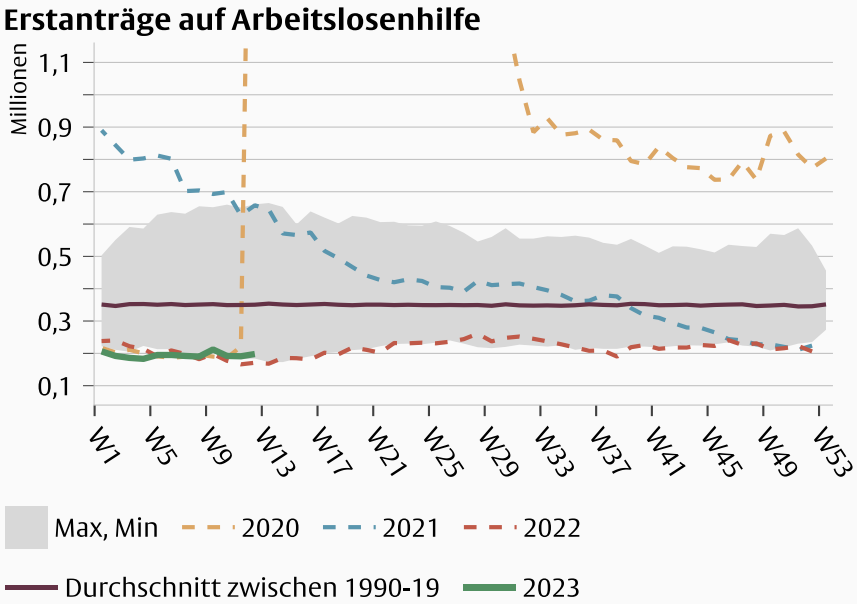
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Federal Reserve. Daten vom 03.04.2023

Der **Konsum** in den **USA** bleibt stark. Die preisbereinigten Ausgaben für **Waren** steigen leicht, während sich die Ausgaben für **Dienstleistungen** seit Monaten seitwärts bewegen. Die **Konsumentenkredite** mit Kreditkarten steigen weiter.

USA: Der Arbeitsmarkt bleibt eng



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS), Automatic Data Processing, Inc. (ADP).
Daten vom 03.04.2023

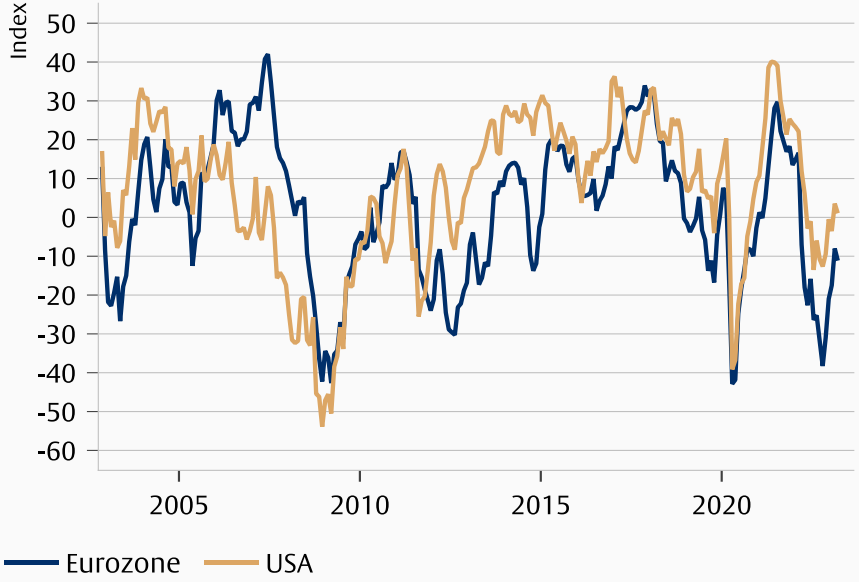


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Department of Labor.
Daten vom 03.04.2023

Im **Februar** stieg die Anzahl der **Stellen** im privaten Sektor (ohne Landwirtschaft) um 3,05 % im Vergleich zum Vorjahresmonat. Laut dem **ADP-Arbeitsmarktbericht** lag der jährliche Anstieg bei 2,5 %. In den letzten Monaten ist die Zuwachsrate weiter 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 03.04.2023

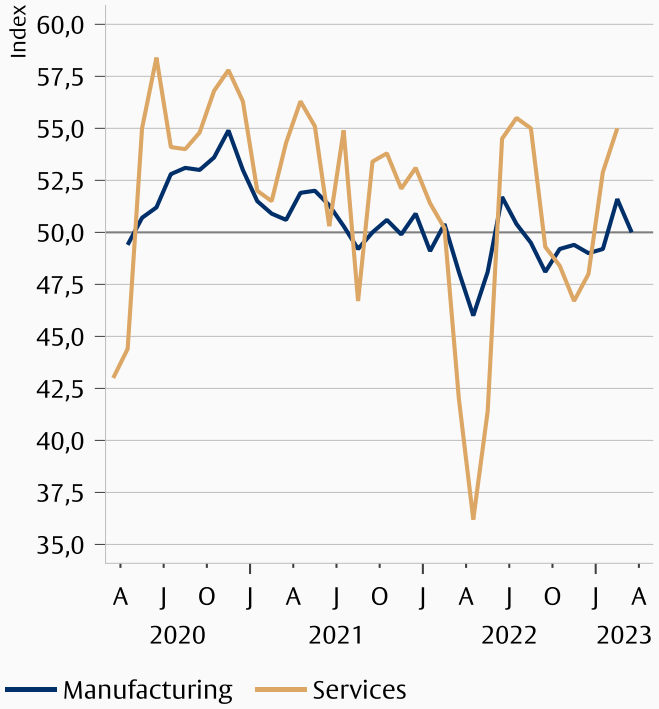
USA, Konsumklima Uni Michigan, YoY%

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 03.04.2023

Im **März** blieb das **Konsum- und Investitionsklima** in den USA sowie in der Eurozone schwach. Der **Sentix** Konjunkturindex und der **Konsumklimaindex** der Universität Michigan blieben auf dem Februar-Niveau.

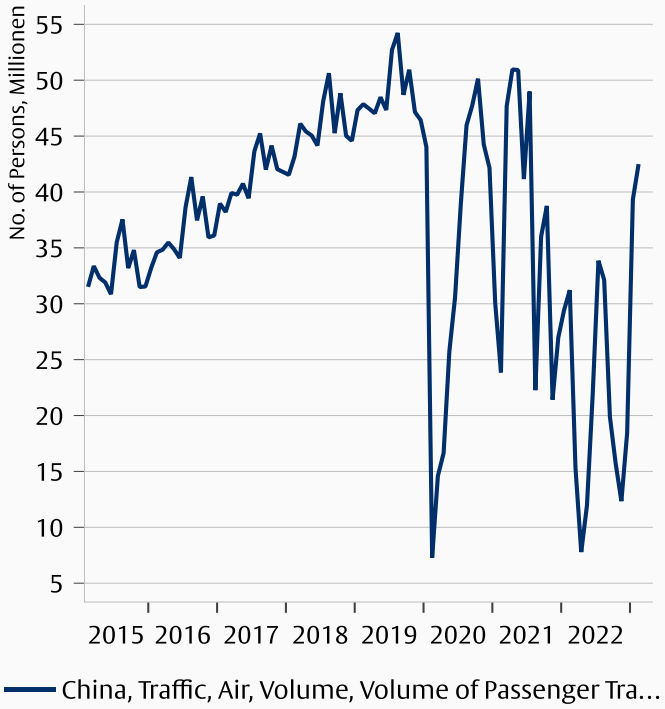
Chinas Realwirtschaft erholt sich langsam

China: Einkaufsmanagerindizes (PMI)



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, S&P Global. Daten vom 03.04.2023

China, Passagieraufkommen Innlandsflüge

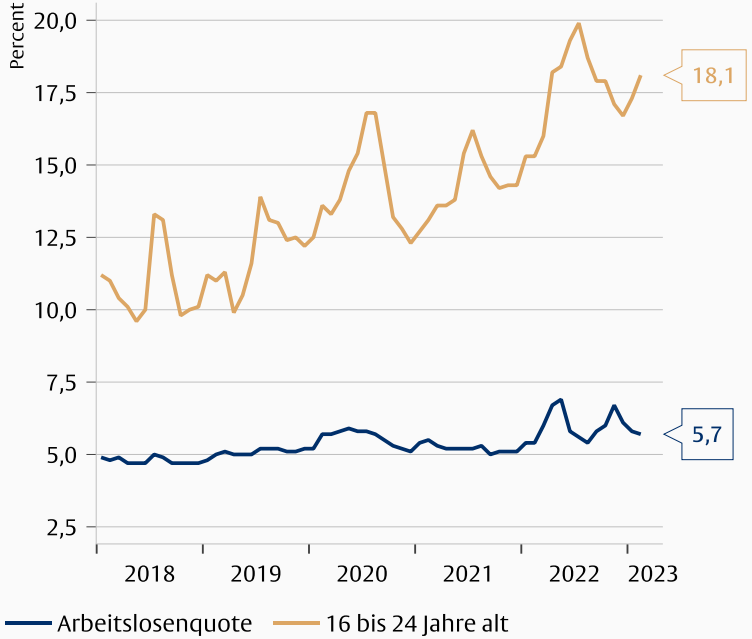


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, China Civil Aviation Administration. Daten vom 03.04.2023

Im **März** stagnierte das verarbeitende Gewerbe Chinas. Der Index für den Dienstleistungssektor stieg im Februar stark an. Durch die **Aufhebung von Reisebeschränkungen** ist das Passagieraufkommen bei **Inlandsflügen** jüngst wieder angestiegen, liegt aber weiterhin deutlich unterhalb des Jahres 2019.

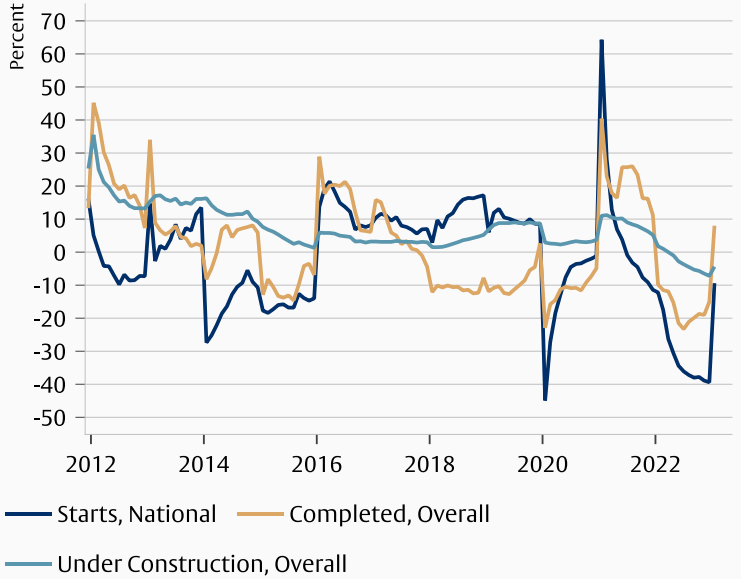
Chinas Arbeitsmarkt und Bausektor immer noch schwach

China: Arbeitslosenquote



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, China National Bureau of Statistics (NBS). Daten vom 03.04.2023

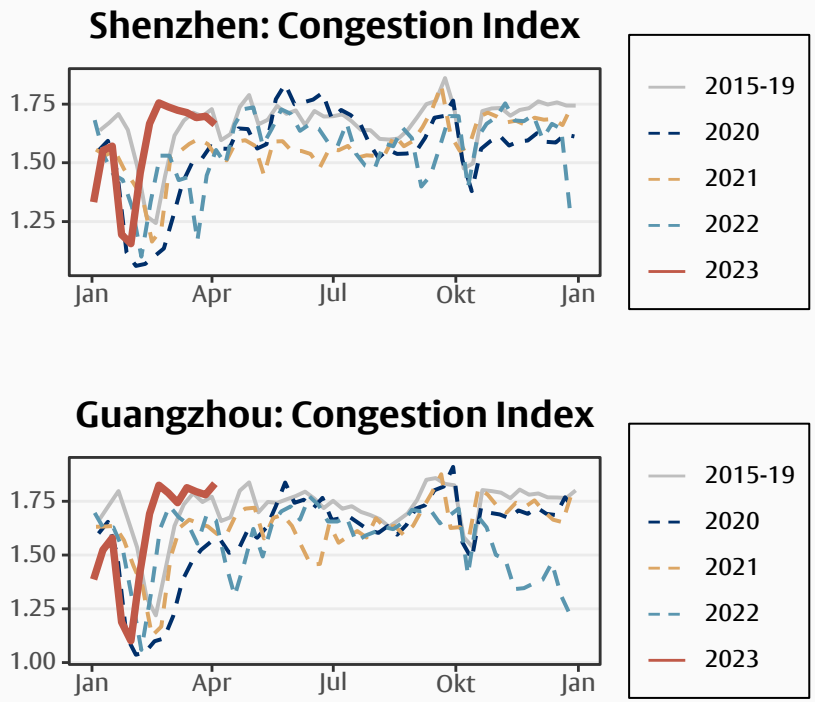
China, Construction Status, Floor Space of Real Estate, Change YTD Y/Y

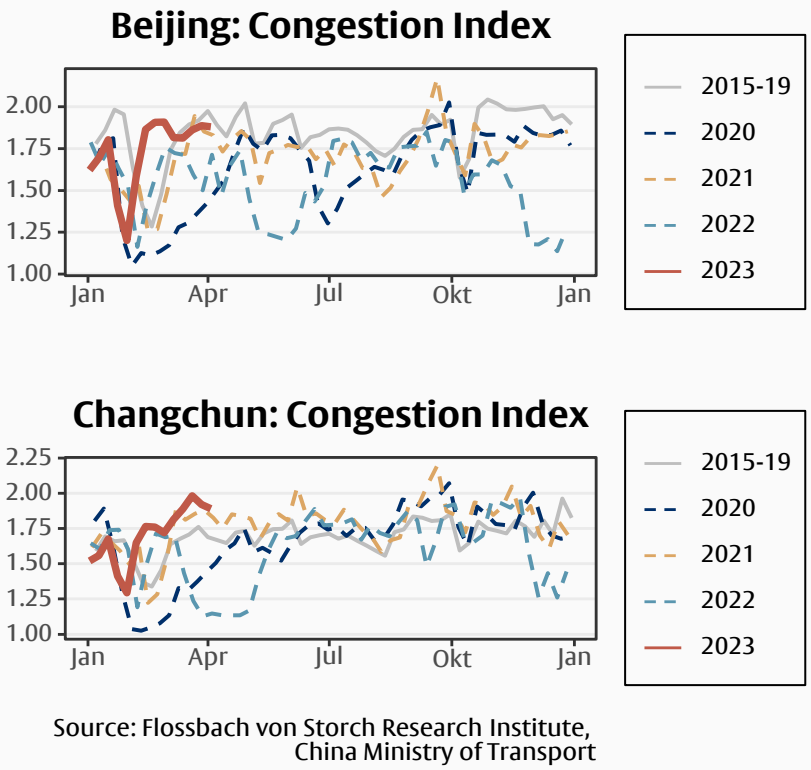


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, China National Bureau of Statistics (NBS).
Daten vom 03.04.2023

Die **Arbeitslosenquote** bei den 16 bis 24-jährigen stieg im **Februar** auf 18,1 %. Die Anzahl an fertig gestellten **Immobilien** und neu begonnenen Bauvorhaben stieg stark im vergleich zum Vorjahr an.

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.

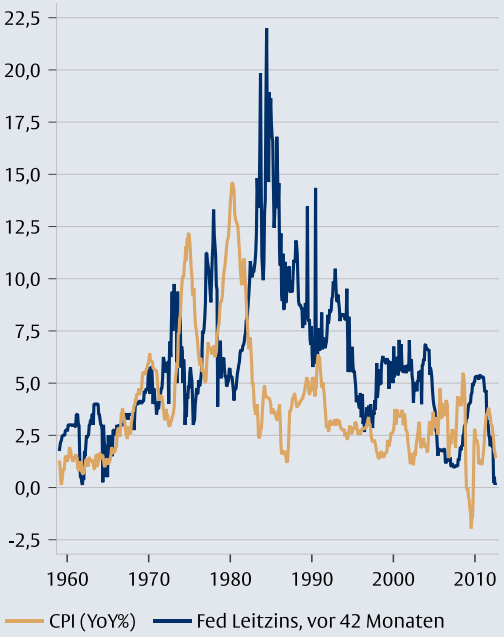
Fokus: Der Transmissions-Lag der Geldpolitik

Für den aktuellen Zinserhöhungszyklus bedeutet dies, dass die im März-April 2022 begonnenen Zinserhöhungen erst 2026 ihre volle Wirkung entfaltet haben werden.

Die Geldpolitik muss zukunftsorientiert agieren, da ihre Effekte auf die Realwirtschaft verzögert eintreffen. In der akademischen Literatur herrscht keine Einigkeit darüber, wie lange die Wirkung der Geldpolitik auf sich warten lässt. Die Frage ist, wie das heute aussehen könnte.

Havranek und Rusnak (2018) zeigen in einer Metastudie mit Daten bis zur großen Finanzkrise, dass eine Zinsänderung im Durchschnitt 42 Monate dauert, um sich vollständig auf die Inflation in den USA auszuwirken. In der Eurozone beträgt der Lag 48 Monate.

USA: Inflationsrate und Leitzins (42 Monate verzögert)



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Federal Reserve Bank of New York, U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS). Daten vom 03.04.2023.

USA: Inflationsrate und Leitzins (42 Monate verzögert)

Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Federal Reserve Bank of New York, U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS). Daten vom 03.04.2023.

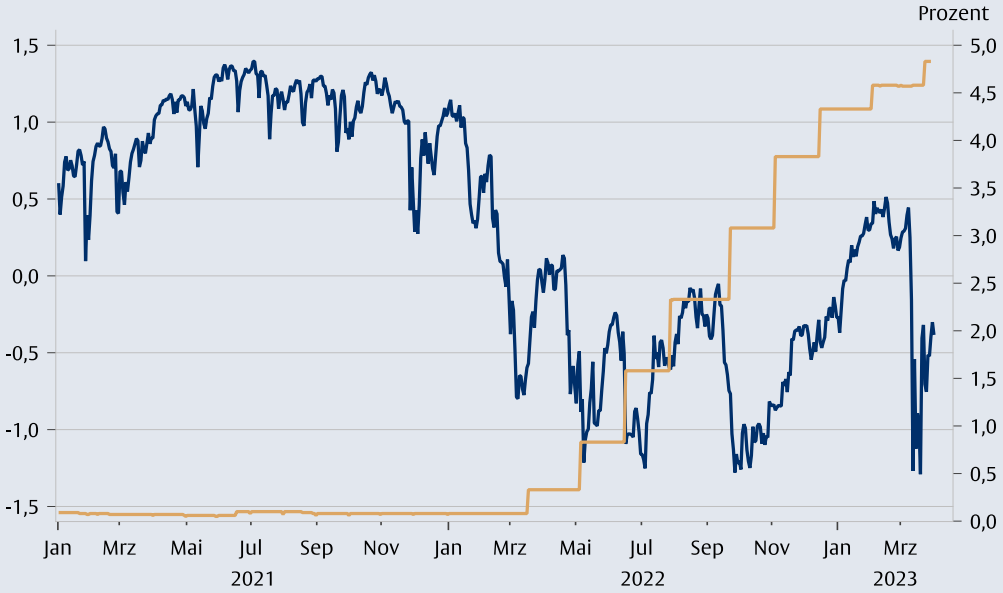
Ist die Transmission heute schneller?

Die Geldpolitik beeinflusst die Realwirtschaft über den Finanzsektor. Der Financial Conditions Index (FCI) gibt Auskunft über den Stand der finanziellen Variablen in den Geld-, Anleihen- und Aktienmärkten und spiegelt damit die Finanzierungs-bedingungen wider.

Nach einem Höhepunkt im Oktober 2021 wurden die finanziellen Bedingungen in den USA restriktiver. Die Zinsanhebungen seit März 2022 haben die Kreditbedingungen bis März 2023 unbeeinflusst gelassen. Trotz straffer Geldpolitik stieg der FCI sogar an. Erst mit den Turbulenzen rund um die Silicon Valley Bank wurden die Finanzbedingungen restriktiver.

Nach den Turbulenzen um die Silicon Valley Bank und Credit Suisse, erholt sich der FCI langsam wieder. Es ist unwahrscheinlich, dass die Turbulenzen einen nachhaltig restriktiven Einfluss haben werden.

USA: Bloomberg Financial Conditions-Index



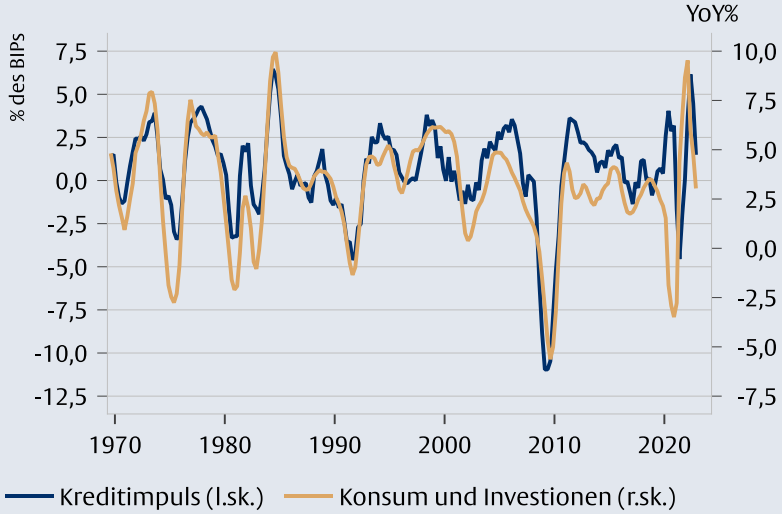
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Bloomberg, Federal Reserve Bank of New York. Daten vom 31.03.2023

Der Effekt der Kreditbedingungen auf die Realwirtschaft

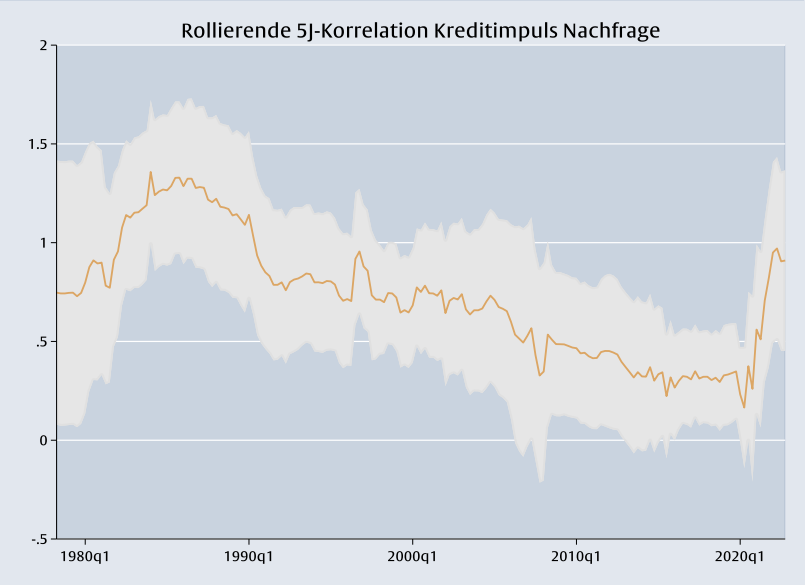
Die Nachfrage einer Volkswirtschaft hängt u.a. von der Kreditverfügbarkeit ab. Biggs et al. (2009) haben gezeigt, dass der Kreditimpuls (die Veränderung des Kreditflusses vom Finanzsektor zum privaten Nichtbankensektor in Prozent des BIPs) mit der privaten Nachfrage einhergeht.

Die Korrelation zwischen Kreditimpuls und Nachfrage war nicht konstant über die Zeit. Rollierende 5-Jahres-Korrelationskoeffizienten zeigen eine schwächere Korrelation bis zum Jahr 2020, seitdem ist sie allerdings so stark wie Ende der 1980er Jahre. Deshalb ist zu erwarten, dass die Realwirtschaft auf Verengungen der Kreditbedingungen erneut stärker reagiert.

USA: Kreditimpuls



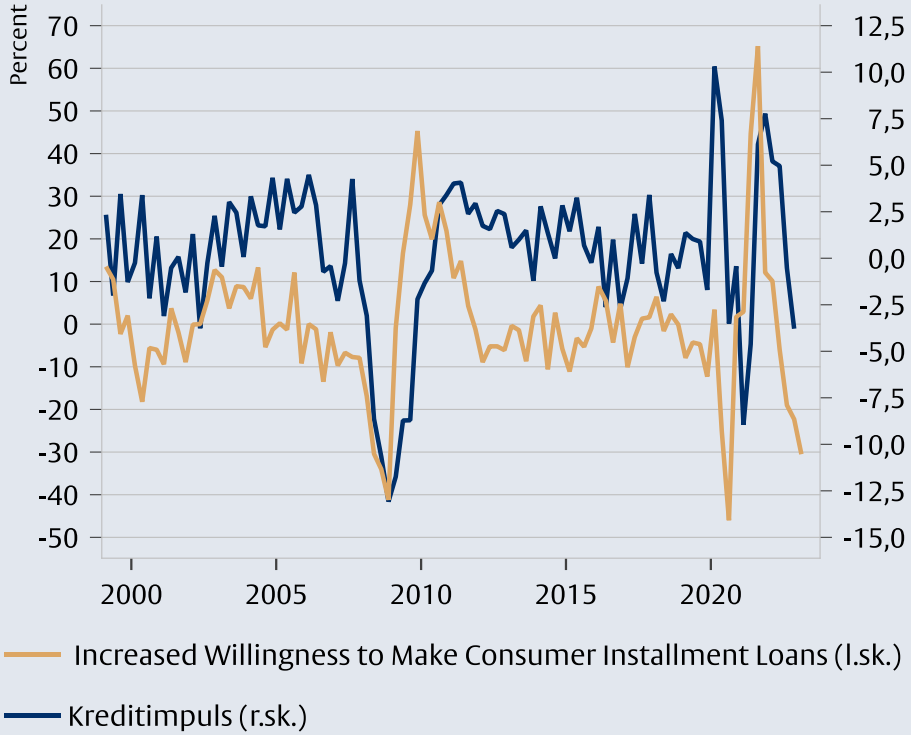
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Federal Reserve, U.S. Bureau of Economic Analysis (BEA). Daten vom 03.04.2023



Die Veränderung des Kreditflusses geht eng mit den Erkenntnissen aus der "Senior Loan Officer Opinion Survey" (SLOO) einher, einer Befragung der größten Banken in den USA über ihre Kreditaktivitäten.

Im Januar 2023 ging die Anzahl der Banken, die ihre Kreditvergabe im kommenden Quartal erhöhen wollen, um 30% zurück. Da die Kreditbereitschaft den Kreditimpuls treffend vorhersagt, ist zu erwarten, dass die Kreditbedingungen in den kommenden Monaten insgesamt enger werden. Der Effekt auf die Realwirtschaft dürfte sich in den kommenden Quartalen zeigen.

Kreditimpuls und Zunehmende Bereitschaft Kredite zu Vergeben



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Federal Reserve Bank of Dallas, Federal Reserve, U.S. Bureau of Economic Analysis (BEA). Daten vom 03.04.2023.

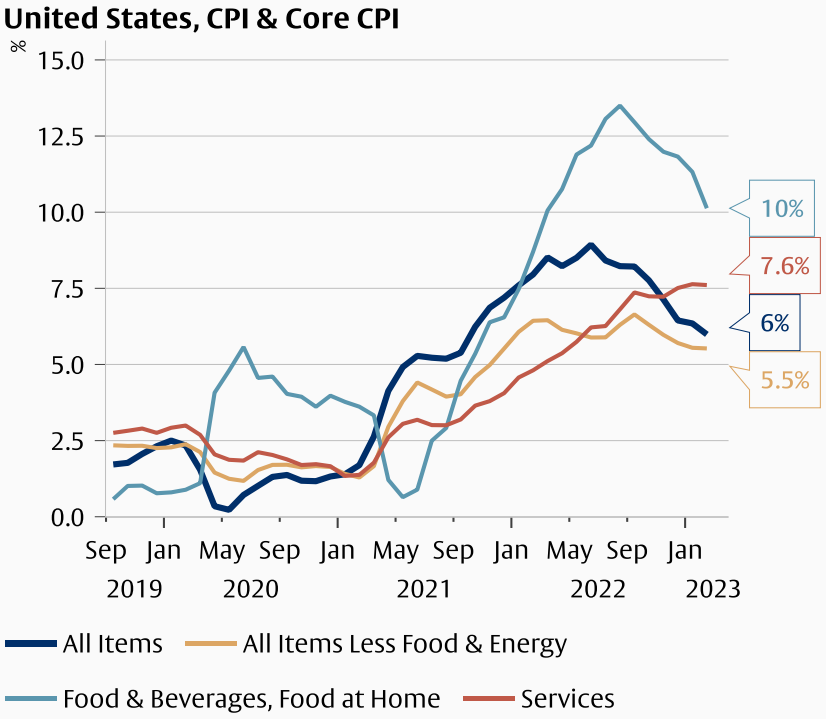
Referenzen

Biggs, M., Mayer, T., & Pick, A. (2010). Credit and economic recovery: Demystifying phoenix miracles. Available at SSRN 1595980.

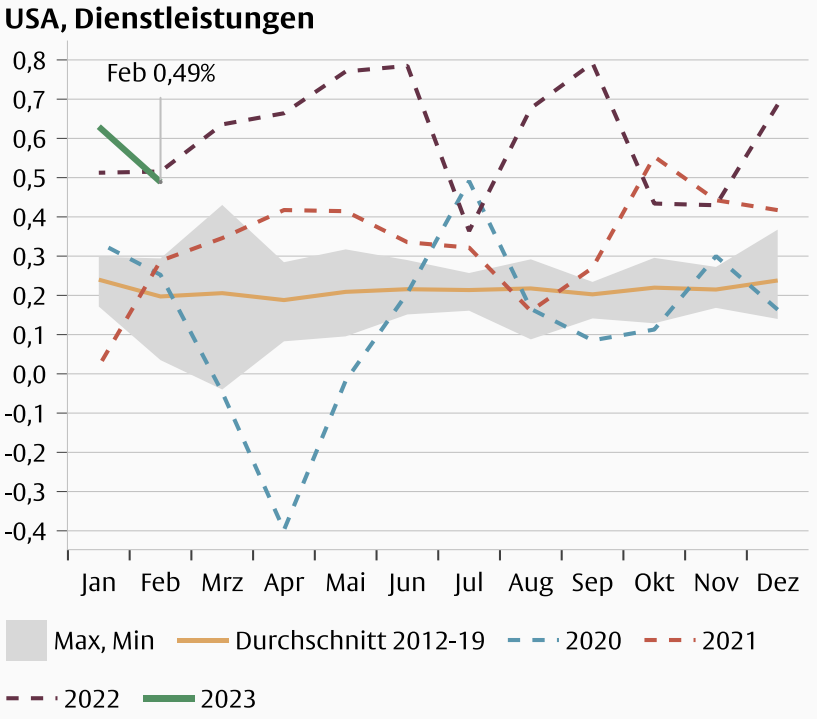
Havranek, T., & Rusnak, M. (2018). Transmission Lags of Monetary Policy: A Meta-Analysis. 33rd issue (December 2013) of the International Journal of Central Banking.

PREISE

Inflation in den USA



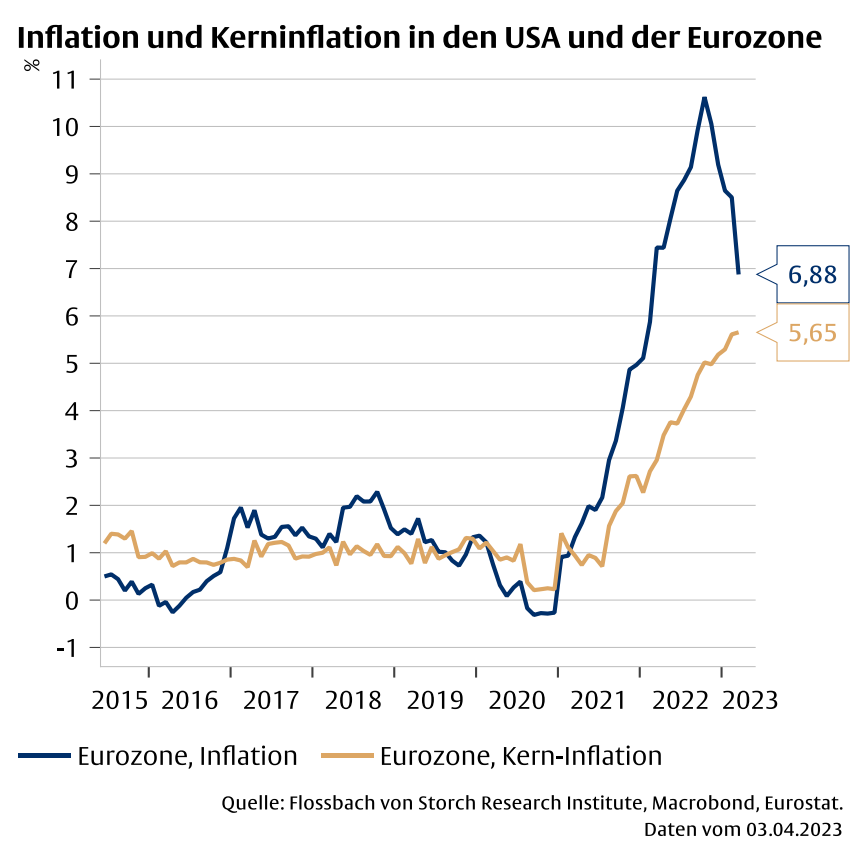
Source: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS). Data: 4/3/2023

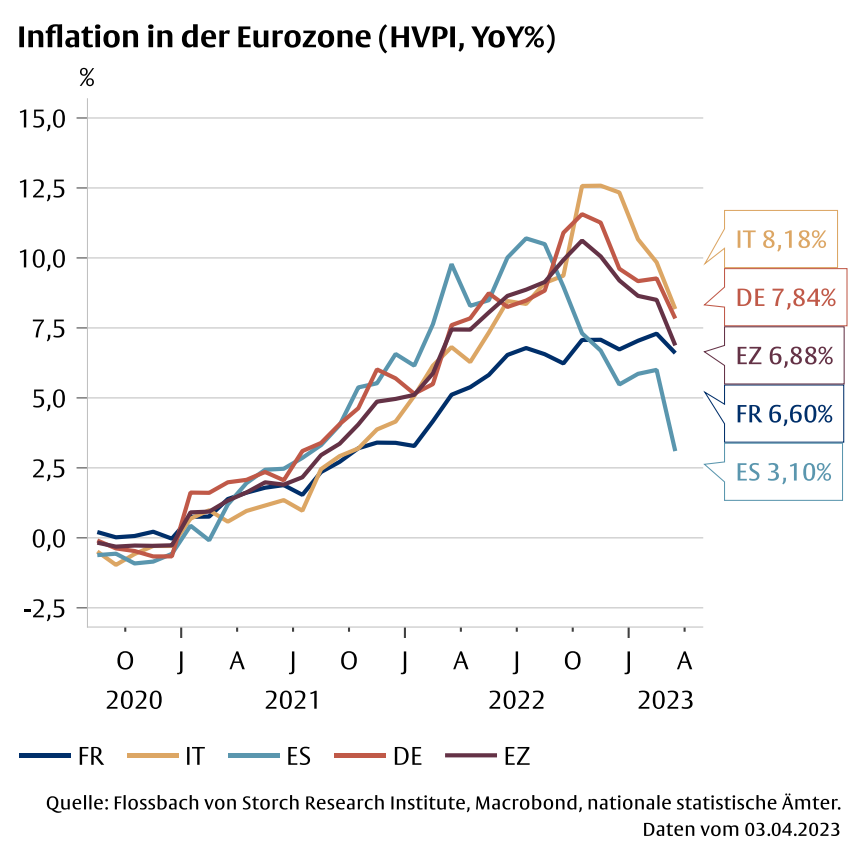


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS). Daten vom 03.04.2023

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

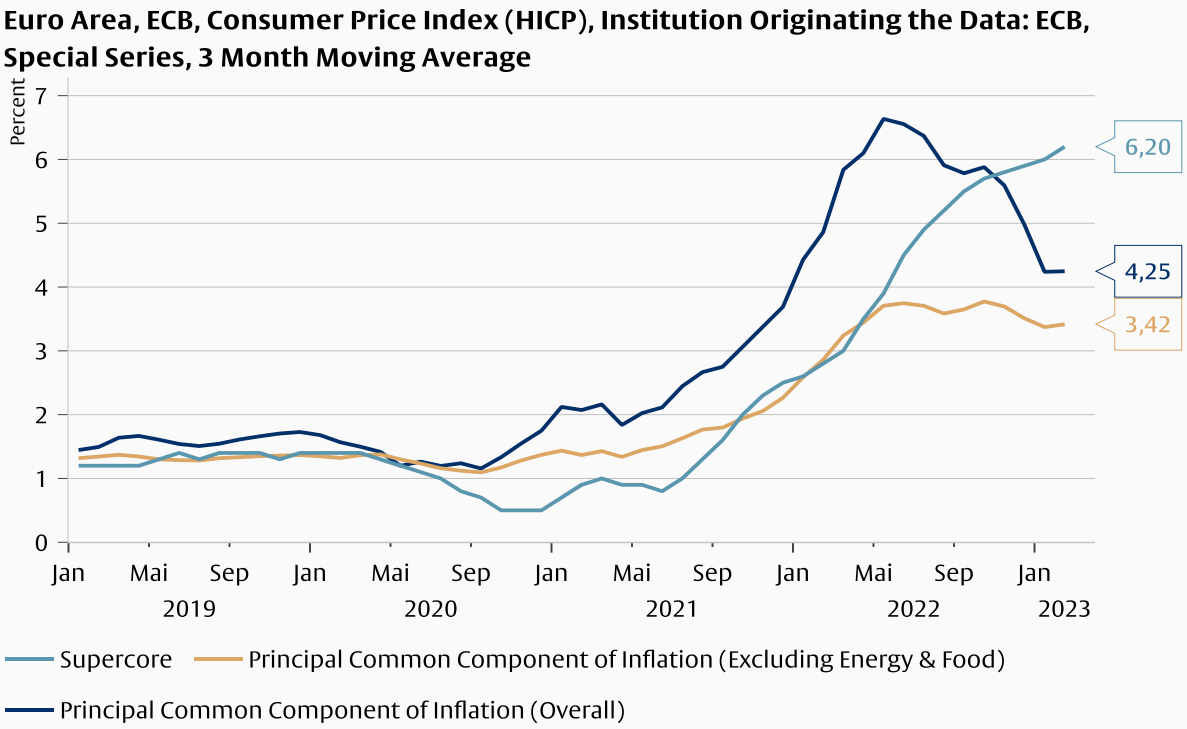
Inflation in der Eurozone





Der harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI) der **Eurozone** ging im März auf 6,88 % gegenüber dem Vorjahresniveau zurück. Die Preissteigerungen reduzierten sich aufgrund sinkender **Energiepreise** und **staatlicher Subventionen**. Die Kerninflation stieg jedoch weiter an und legte um 5,65 % zu.

Kern-Inflation in der Eurozone

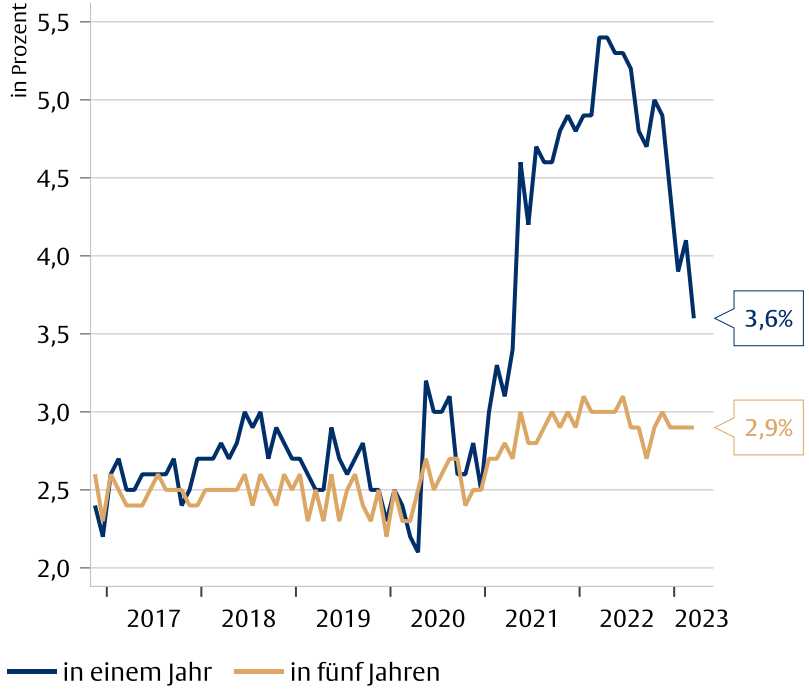


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, ECB (European Central Bank). Daten vom 03.04.2023.

Christine Lagarde betonte in einer Rede vor kurzem, dass die EZB bestimmte Indikatoren für den **zugrunde liegenden Inflationsdruck** betrachten würde. Die "**Supercore"-Inflation**, die nur Waren betrachtet, die sich **nicht mit dem Konjunkturzyklus** bewegen, ist bis Februar weiter gestiegen. Die "**Persistent and Common Component of Inflation (PCCI)",** die nur die dauerhafte und gemeinsame Komponente der Inflationsraten aller Länder der Eurozone beinhaltet, ist jedoch hauptsächlich aufgrund von Energie- und Lebensmittelpreisen gesunken.

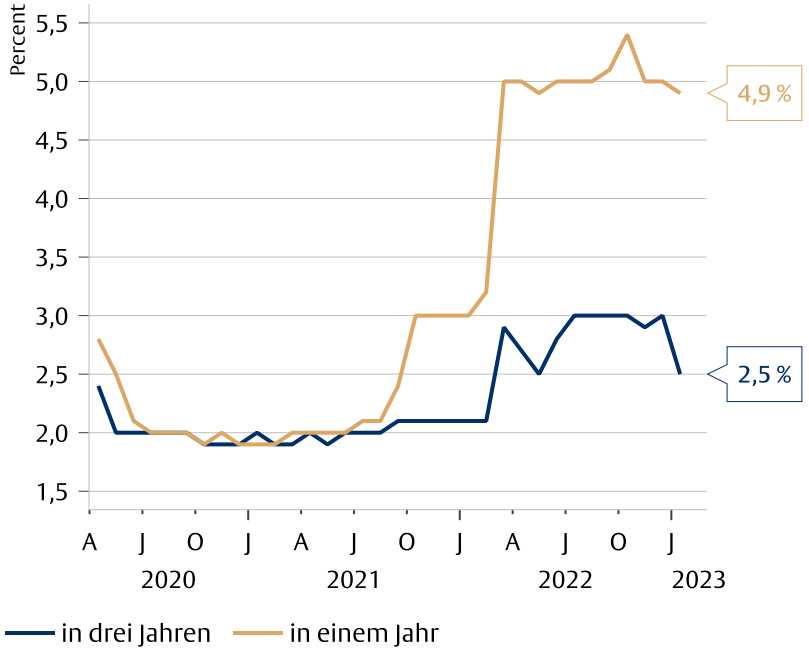
Inflationserwartungen geben nach

Inflationserwartungen der Konsumenten: 1 vs 5 Jahre



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, University of Michigan.
Daten vom 03.04.2023

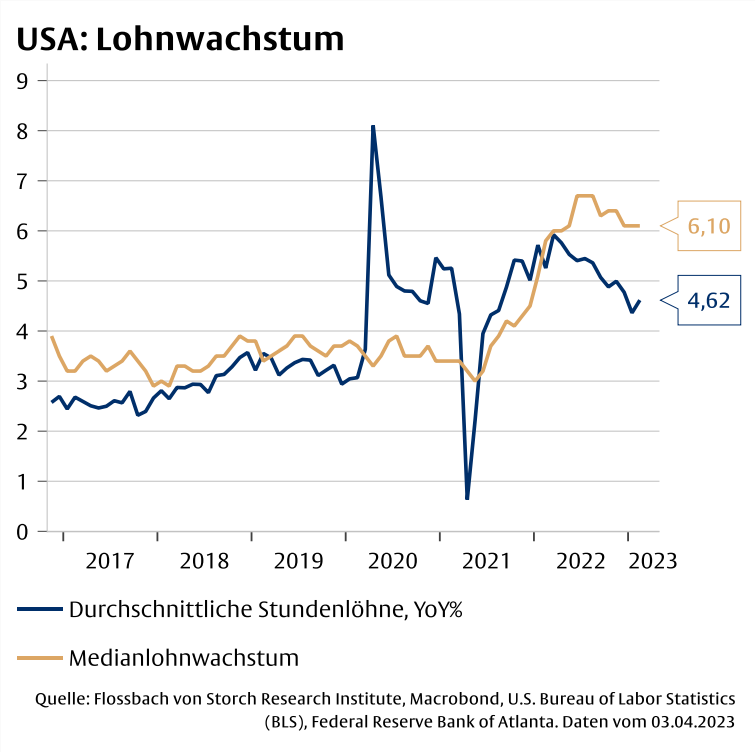
Eurozone: Inflationserwartung der Konsumenten (Median)

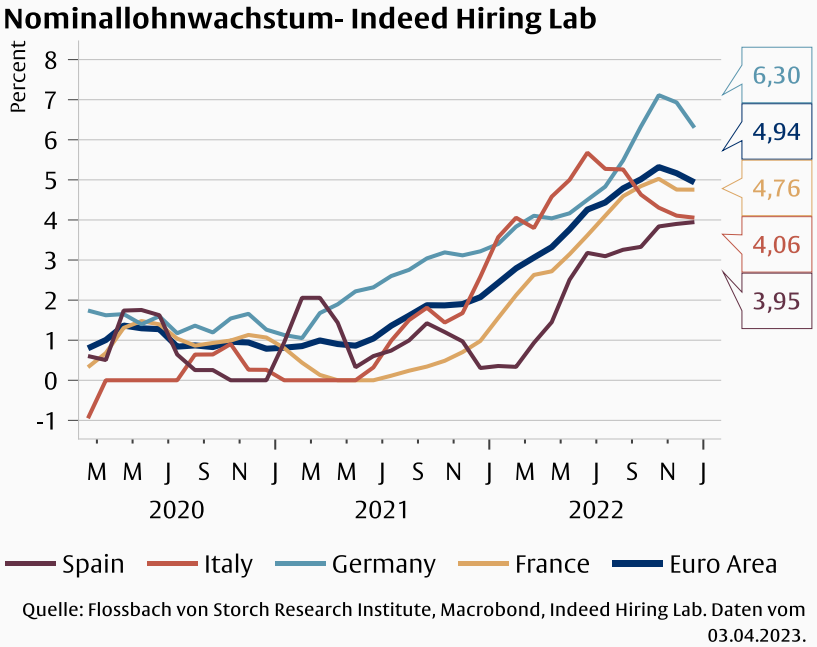


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, ECB (European Central Bank).
Daten vom 03.04.2023

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** bleiben die Erwartungen für die Inflation in einem Jahr bei fünf Prozent.

USA und EZ: Die Nominallöhne steigen weiter

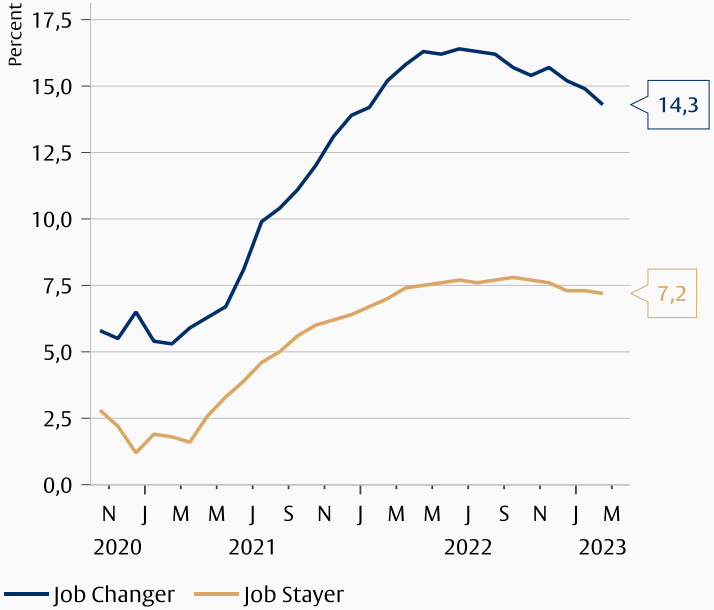




Die **durchschnittlichen Stundenlöhne** in den USA stiegen im Februar um 4,6 % im Vergleich zum Vorjahr. Der Dreimonatsdurchschnitt des **Medianlohnwachstums** betrug erneut 6,10 %. Der „**Wage Tracker**“ von Indeed Hiring Lab zeigt ein sinkendes aber weiterhin hohes Medianlohnwachstum in den größten Ländern der Eurozone. Das nominale Lohnwachstum in der gesamten Eurozone war 5%.

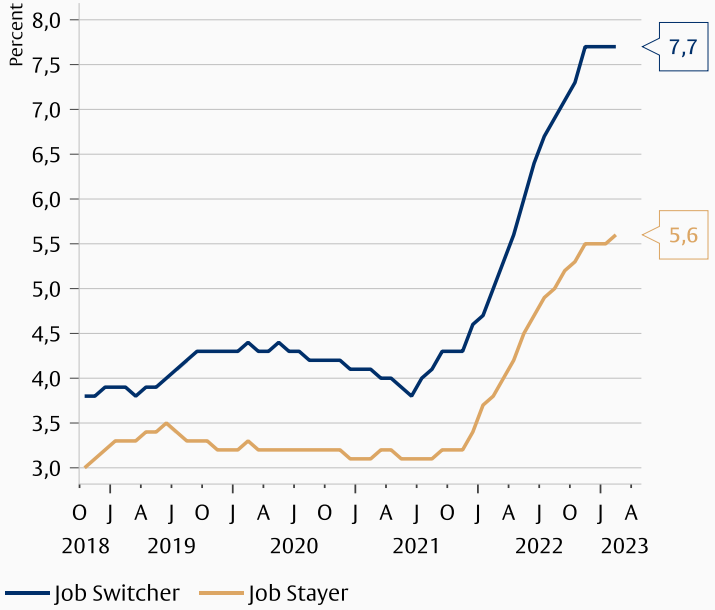
USA: Die Nominallöhne steigen weiter

Veränderung des Median-Jahresgehalts, ADP



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Automatic Data Processing, Inc. (ADP). Daten vom 03.04.2023

Stundenlohn, Veränderung (Atlanta Fed)



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Federal Reserve Bank of Atlanta. Daten vom 03.04.2023

Nach dem **ADP-Arbeitsmarktbericht** war das **Median-Gehalt** von Personen, die ihren Job innerhalb der letzten 12 Monate gewechselt haben, **14,3** % höher als im Vorjahresmonat. Das Median-Gehalt derjenigen, die beim gleichen Job geblieben sind, stieg um **7,2 %**. 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**“ (5,6 %).

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.