Flossbach von Storch
RESEARCH INSTITUTE

Konjunkturbericht

Pablo Duarte

September 2023

Einleitung

Im **September** mehrten sich die **Rezessionssignale** aus der **Eurozone**. Der **Dienstleistungssektor** schwächte sich weiter ab, und das verarbeitende Gewerbe blieb schwach. Die **US-Wirtschaft** blieb stabil, unterstützt von einem robusten Arbeitsmarkt und das Wachstum in **China** lag weiterhin unter den Erwartungen.

Der **Inflationsdruck** lässt kaum nach. Sowohl in den USA als auch in der Eurozone stiegen die Preise im Dienstleistungssektor weiter an.

In diesem Monat legen wir besonderen **Fokus** auf den **Erzeugerpreisindex** (PPI) und erläutern, warum er nicht als verlässlicher Frühindikator für den **Verbraucherpreisindex** (VPI) gilt.

"**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

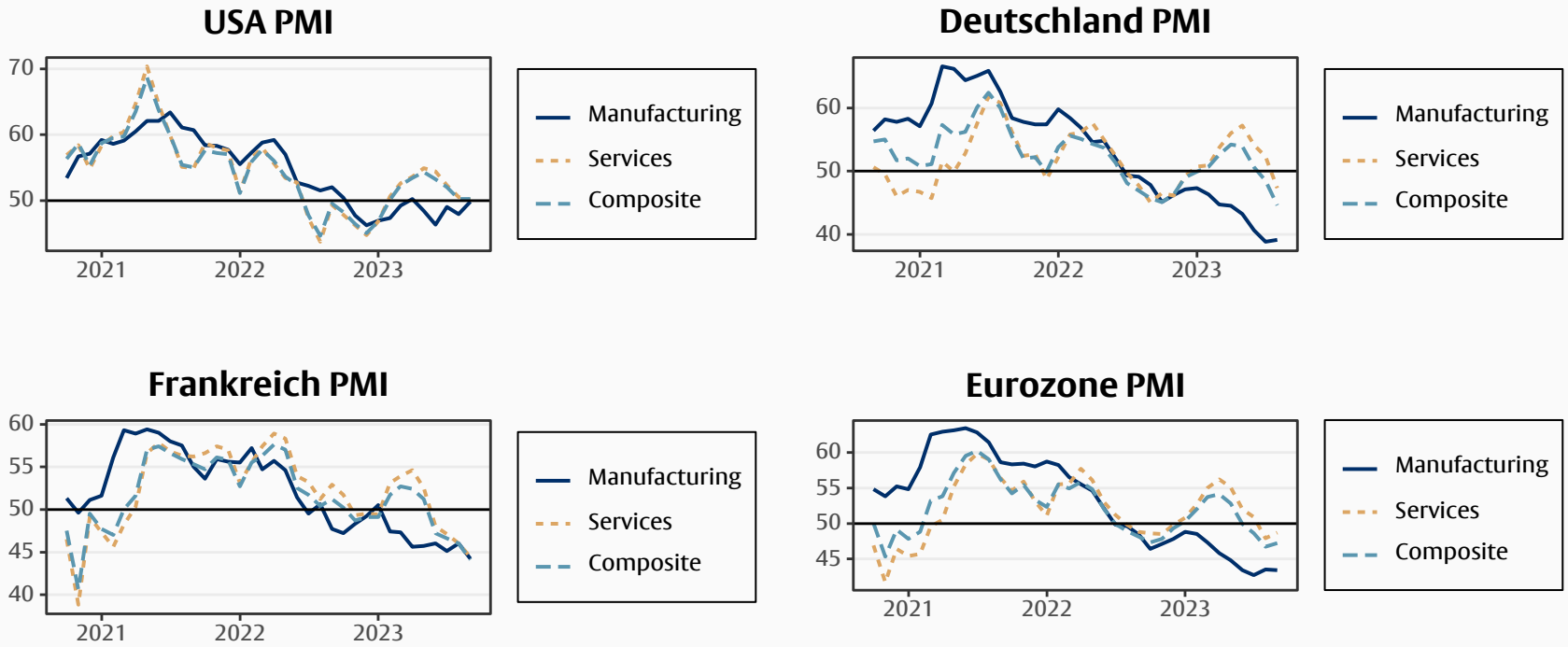
Realwirtschaft 4

Fokus: PPI als Frühindikator des CPIs 16

Preise 20

REALWIRTSCHAFT

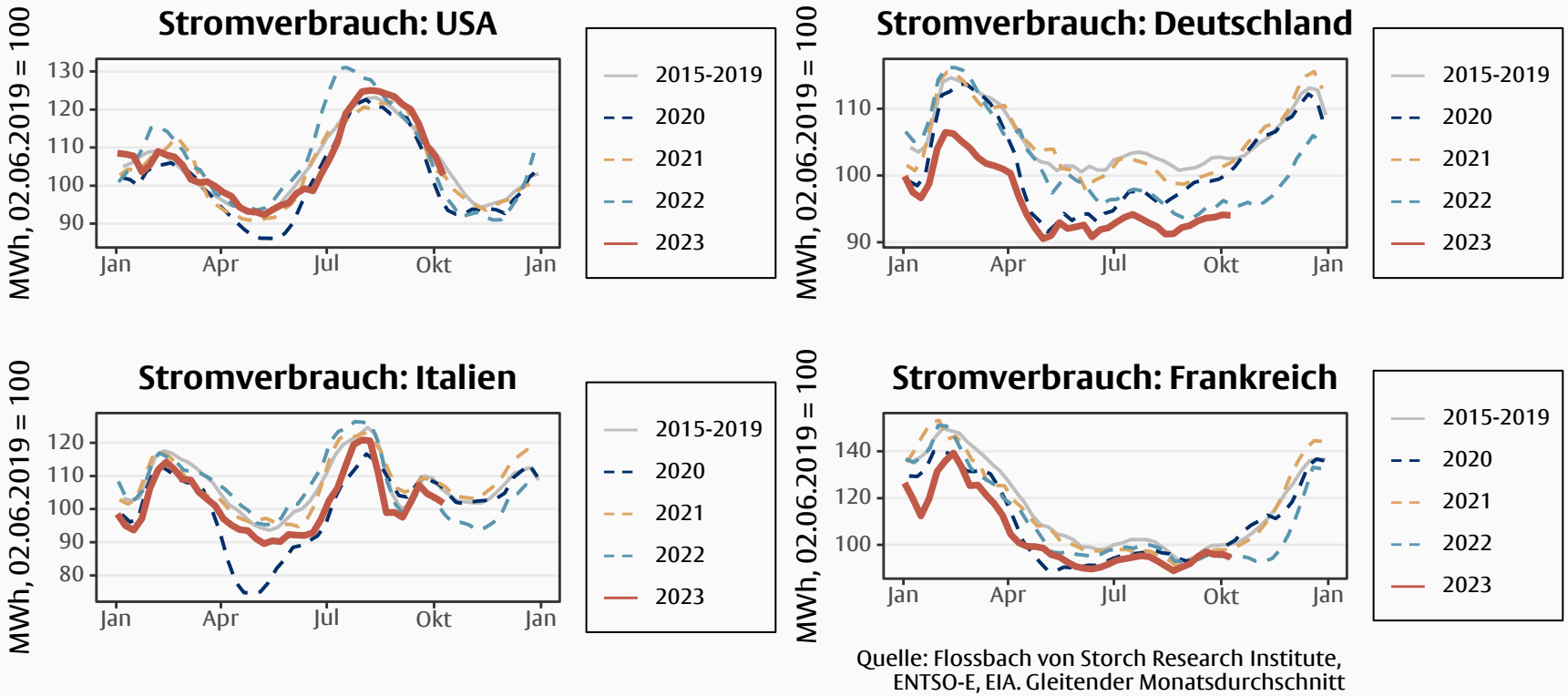
Die Eurozone schrumpft weiter



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

Im **September** setzte sich der Rückgang der **Einkaufsmanagerindizes** (PMI) **in der Eurozone** fort. Nach einem starken Rückgang stabilisierte sich der PMI für das **verarbeitende Gewerbe in Deutschland und Frankreich,** verharrte jedoch im kontraktiven Bereich (unter 50). In den **USA** erholte sich der Index für das verarbeitende Gewerbe leicht.

Der Stromverbrauch in der EZ bleibt niedrig

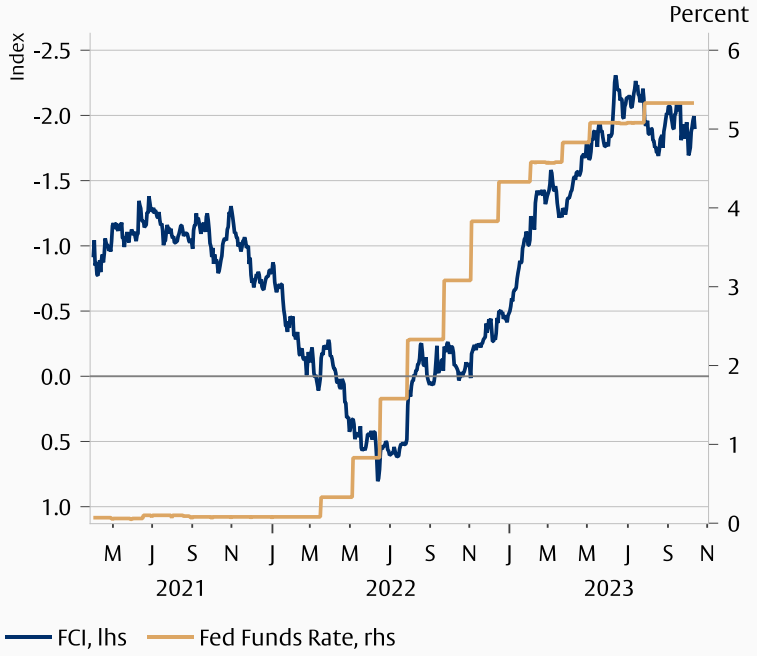


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, ENTSO-E, EIA. Gleitender Monatsdurchschnitt

Der **Stromverbrauch** blieb in den größten Ländern der Eurozone bis Anfang Oktober unter dem Niveau der letzten sieben Jahre. In **Deutschland** blieb er sogar niedriger als im Pandemie-Jahr 2020 und als letztes Jahr. Dies lässt vermuten, dass die Produktionsschwäche sich nicht in absehbarer Zeit verbessern wird. In den USA ist der Stromverbrauch dagegen so hoch wie im Durchschnitt zwischen 2015 und 2019.

Die Finanzbedingungen werden restriktiver

USA: Financial Conditions Index



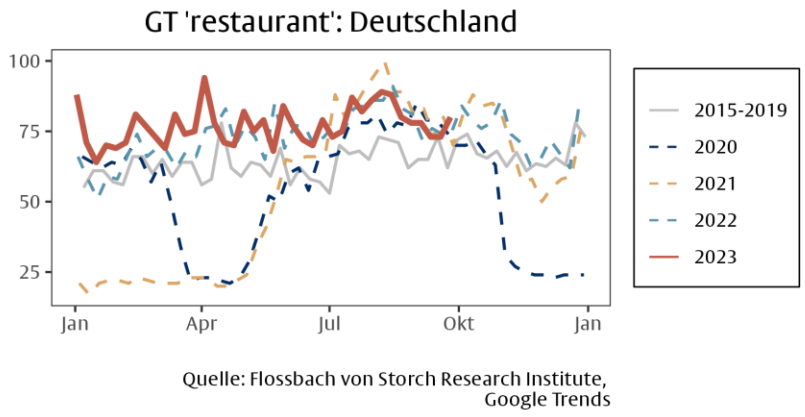
Source: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond. Data: 10/13/2023.

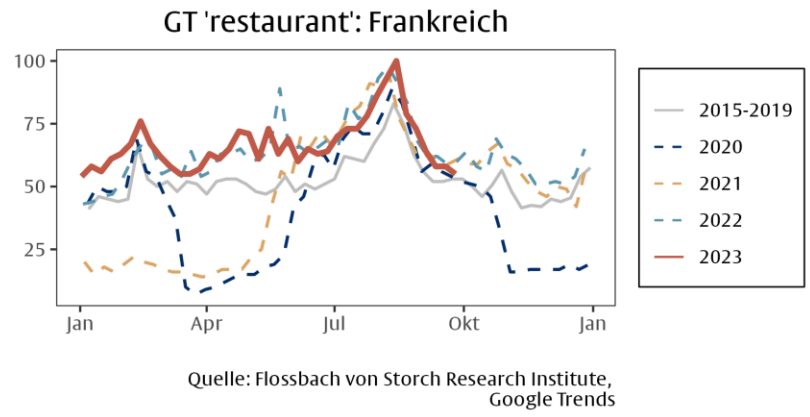
Eurozone: Financial Conditions Index

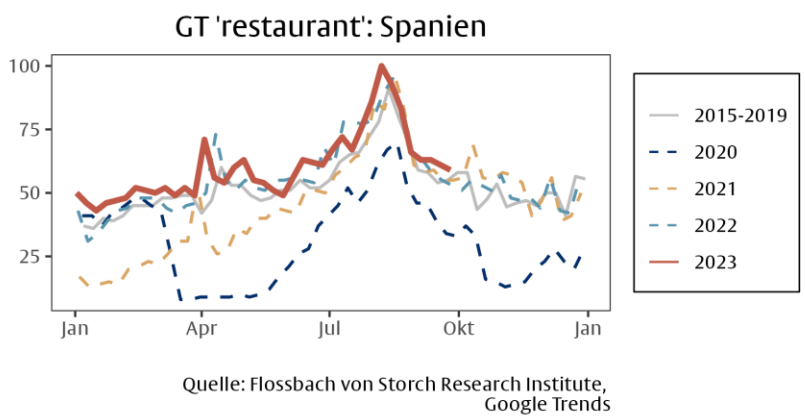
Source: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond. Data: 10/13/2023.

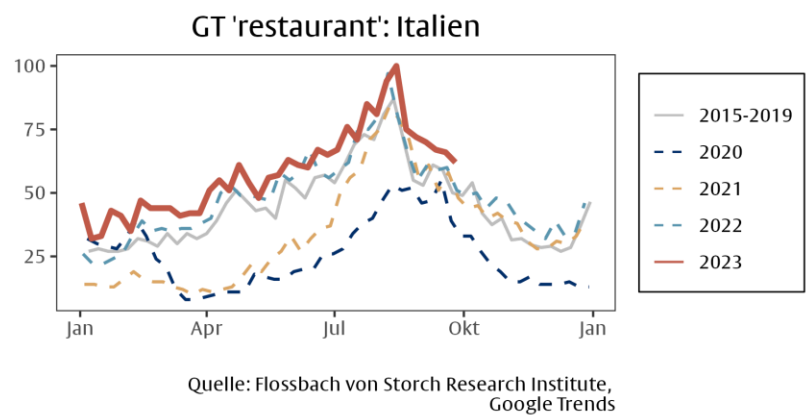
Der **Financial Conditions Index** (FCI) gibt Aufschluss über den Zustand finanzieller Variablen in den Geld-, Anleihen- und Aktienmärkten. Ein Anstieg des FCI deutet auf lockere **Finanzierungsbedingungen** hin. Trotz des Anstiegs der Leitzinsen im Jahr 2022, sind die Bedingungen in den USA und der Eurozone **weniger restriktiv** geworden. In den letzten Wochen haben sich jedoch die **Finanzbedingungen** wieder **verschärft**. Es bleibt ungewiss, ob die Bedingungen restriktiv bleiben und welchen Einfluss sie auf die Realwirtschaft haben werden.

Restaurants-Besuche bleiben stabil



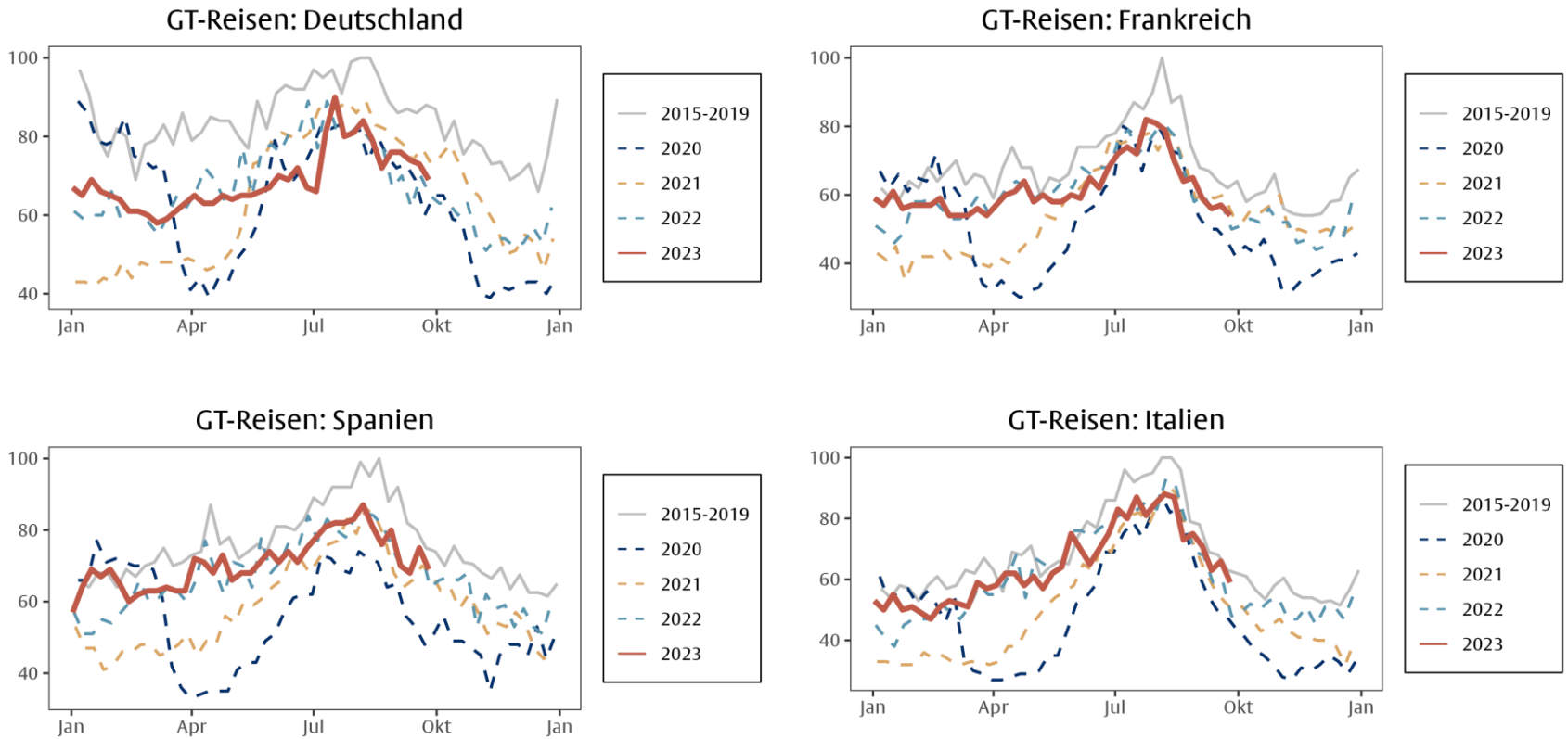






In den größten Ländern der **Eurozone** ist die **Google-Suchintensität** für den Begriff „Restaurant“ über dem Niveau der Jahre vor der Pandemie.

„Reise-Comeback“ in Europa?

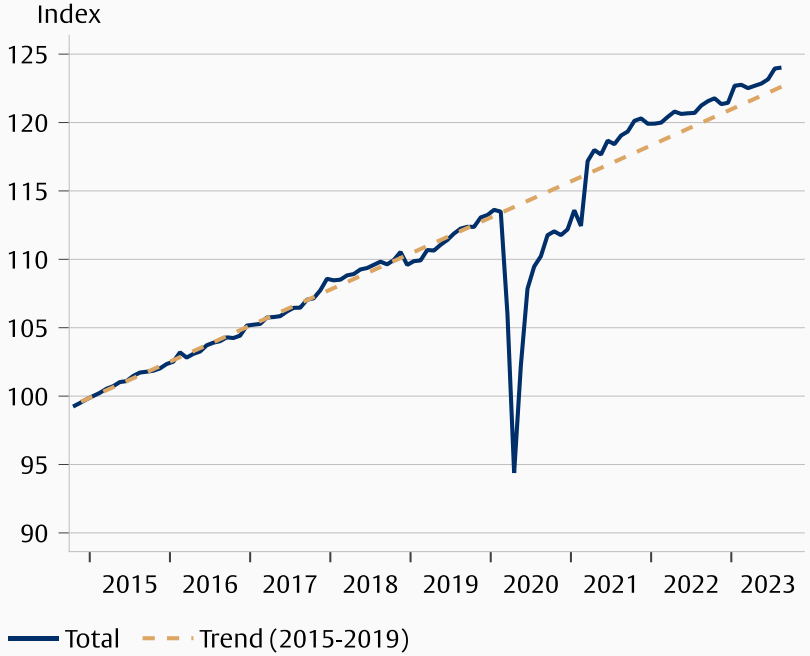


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Google Trends

Das Interesse am **Reisen** hat sich in einigen Ländern der Eurozone erholt. Die **Google-Suchintensität** nach Begriffen in der Kategorie „Reisen“ liegt in **Frankreich, Spanien und Italien** fast auf dem Niveau von 2015 bis 2019. Lediglich in **Deutschland** sind die Google-Suchen deutlich niedriger als in den Jahren vor der Pandemie.

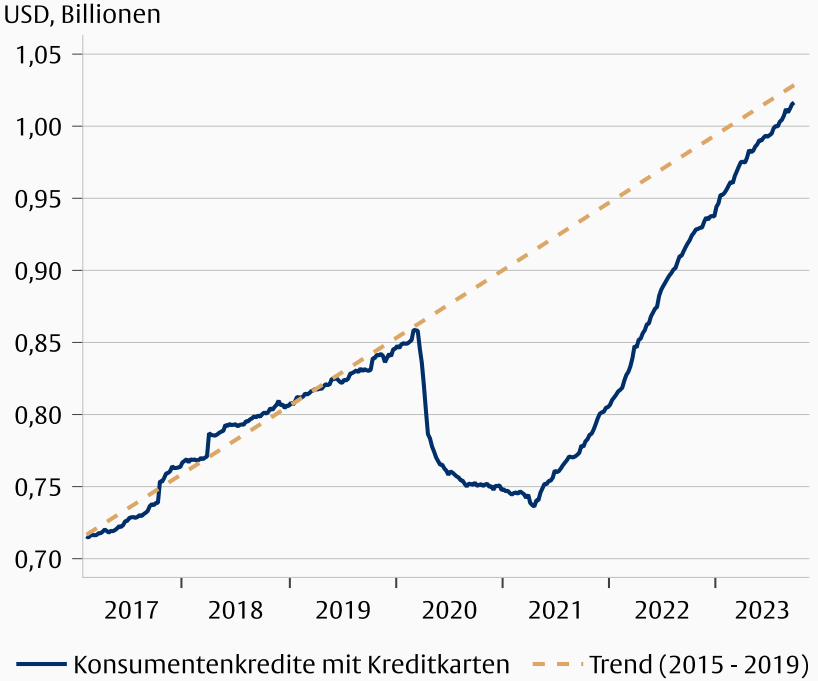
USA: Der private Konsum bleibt stabil

Mengenindex (PCE), 01.2020 = 100



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Bureau of Economic Analysis (BEA). Daten vom 13.10.2023

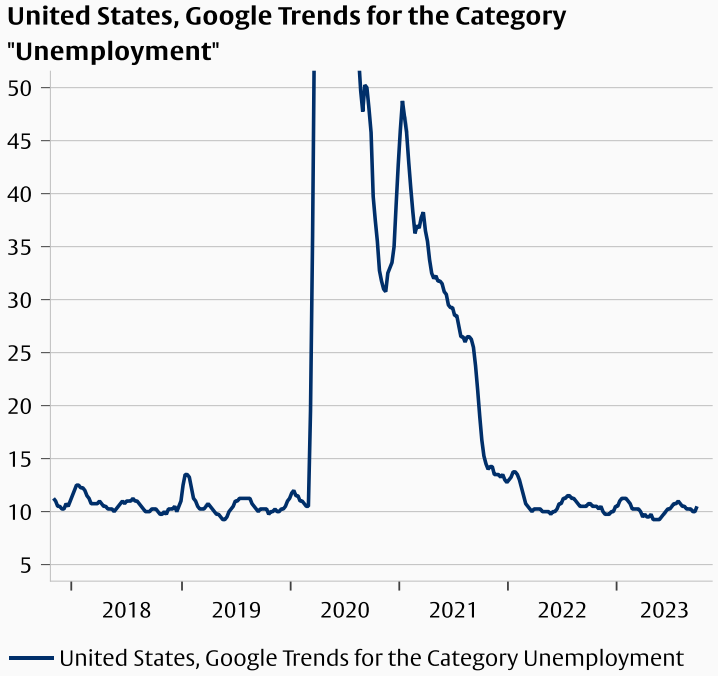
Konsumentenkredite: Kreditkarten



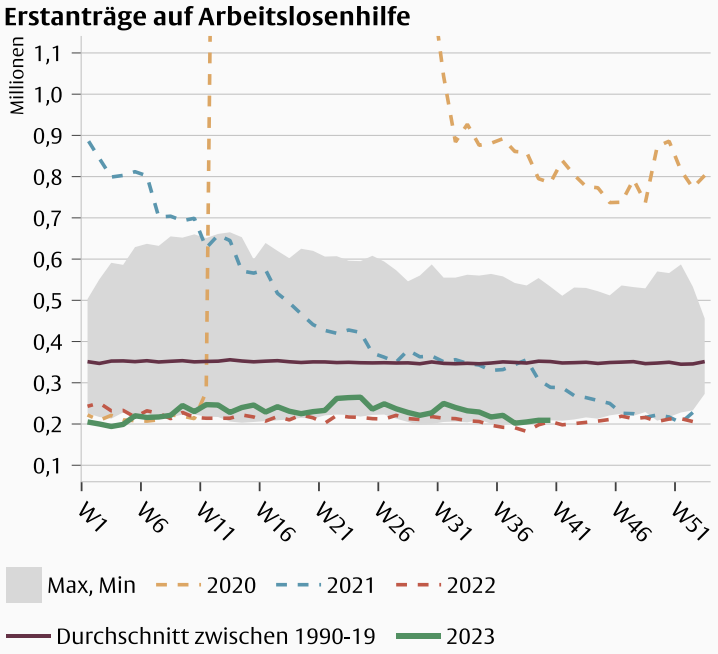
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Federal Reserve. Daten vom 13.10.2023

Der **Konsum** in den USA bleibt **robust**. Die preisbereinigten Ausgaben für Waren und Dienstleistungen übersteigen den zwischen 2015 und 2019 fortgeschriebenen Trend. **Kreditkartenkredite** nehmen ebenfalls weiter zu, haben jedoch die Tendenz der Jahre vor der Pandemie noch nicht erreicht.

USA: keine Anzeichen für Arbeitslosigkeit



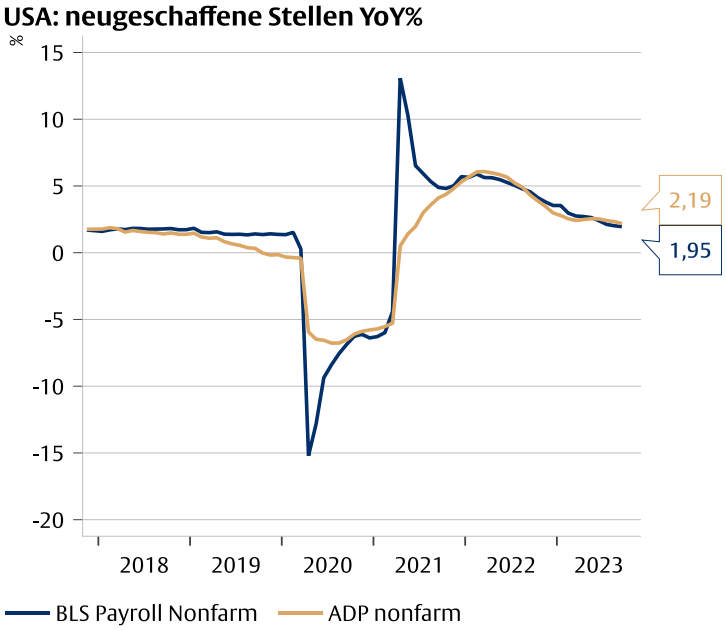
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, . Daten vom 13.10.2023.



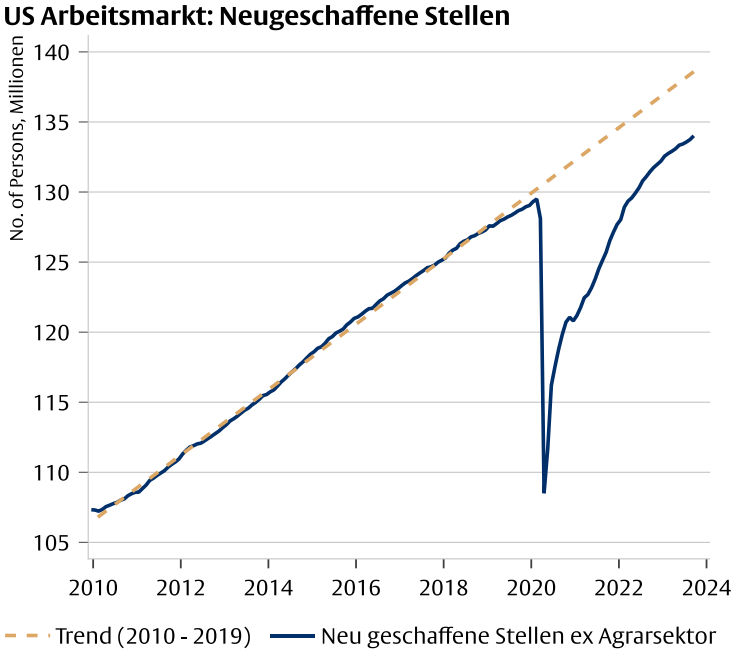
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Department of Labor. Daten vom 13.10.2023

Im September verharrte die **Google-Suchintensität** für Begriffe aus der Kategorie **„Arbeitslosigkeit und Sozialhilfe“** auf dem Niveau **vor der Pandemie**. Ein Anstieg, der auf eine Schwäche des Arbeitsmarktes hindeuten könnte, ist bislang nicht zu verzeichnen. Obwohl die Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe leicht über dem Vorjahresniveau liegen, befinden sie sich immer noch auf einem historisch niedrigen Stand.

USA: neue Jobs



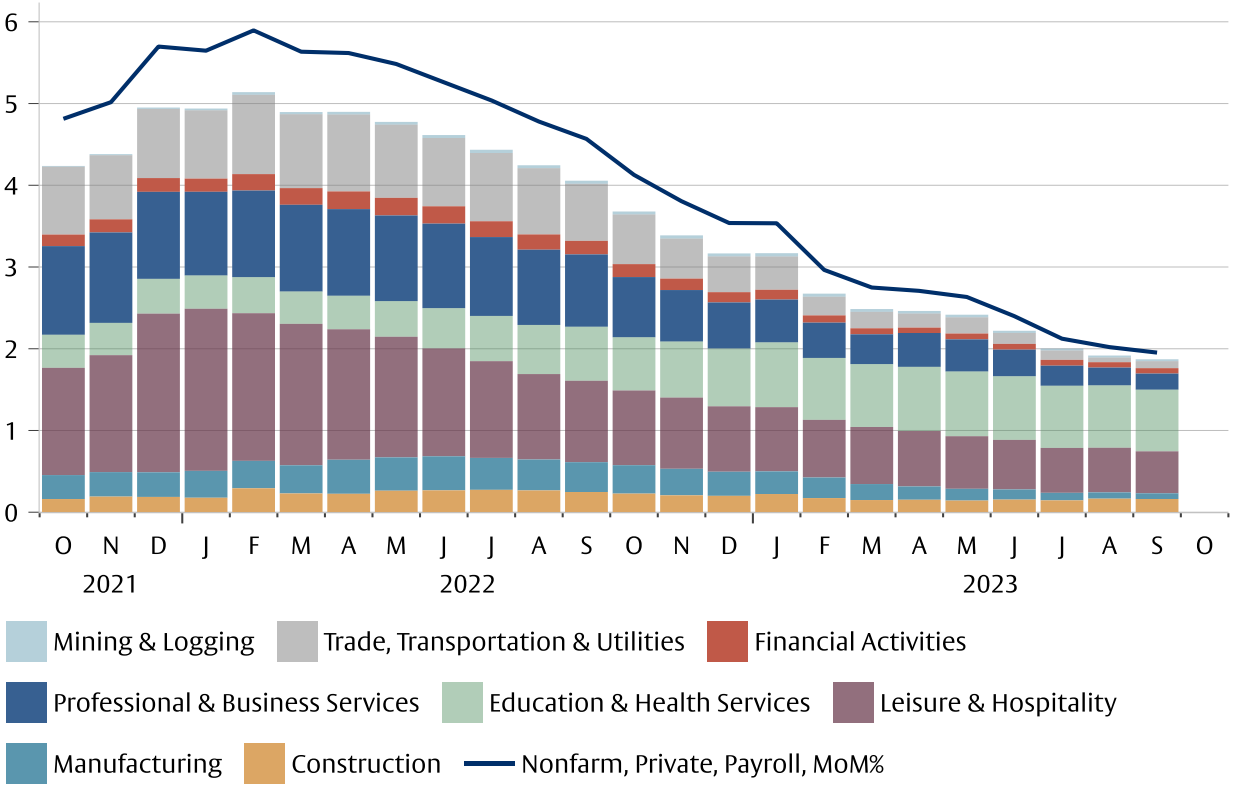
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS), Automatic Data Processing, Inc. (ADP). Daten vom 13.10.2023



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS), Automatic Data Processing, Inc. (ADP). Daten vom 13.10.2023.

Im **September** ist die Anzahl der **Stellen** im privaten Sektor (ohne Landwirtschaft) im Vergleich zum Vorjahresmonat um 1,95 % gestiegen. Laut dem **ADP-Arbeitsmarktbericht** lag der jährliche Anstieg bei 2,19 %. Die Zuwachsraten bewegen sich seit März seitwärts und bleiben leicht höher als vor der Pandemie. Das Niveau ist deutlich unter dem aus 2009 bis 2019 fortgeschriebenen Trend und scheint sich dem Trend nicht weiter zu nähern.

Beitrag zur Zuwachsrate der neu geschaffenen Stellen

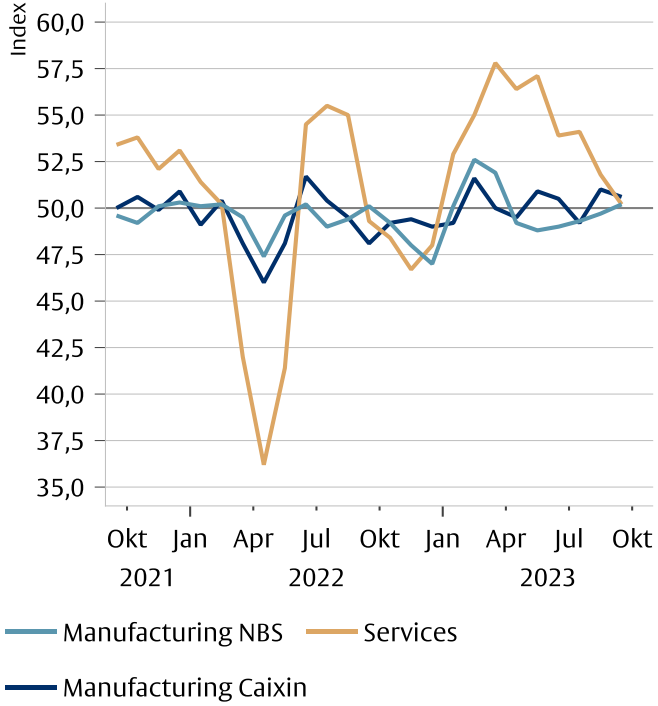


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS). Daten vom 13.10.2023.

Im **September** entfiel der höchste Beitrag zur jährlichen Zuwachsrate der neugeschaffenen Stellen auf die Beschäftigungskategorien „Leisure & Hospitality“ sowie „Education & Health Services“, wobei letzteres seit einem Jahr steigt.

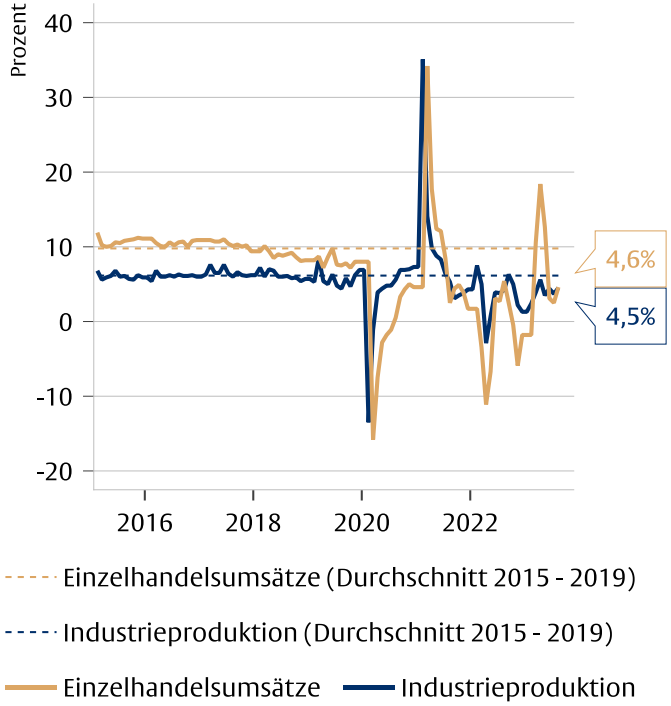
China: Das Verarbeitende Gewerbe bleibt schwach

China: Einkaufsmanagerindizes (PMI)



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, S&P Global, China Federation of Logistics & Purchasing. Daten vom 13.10.2023.

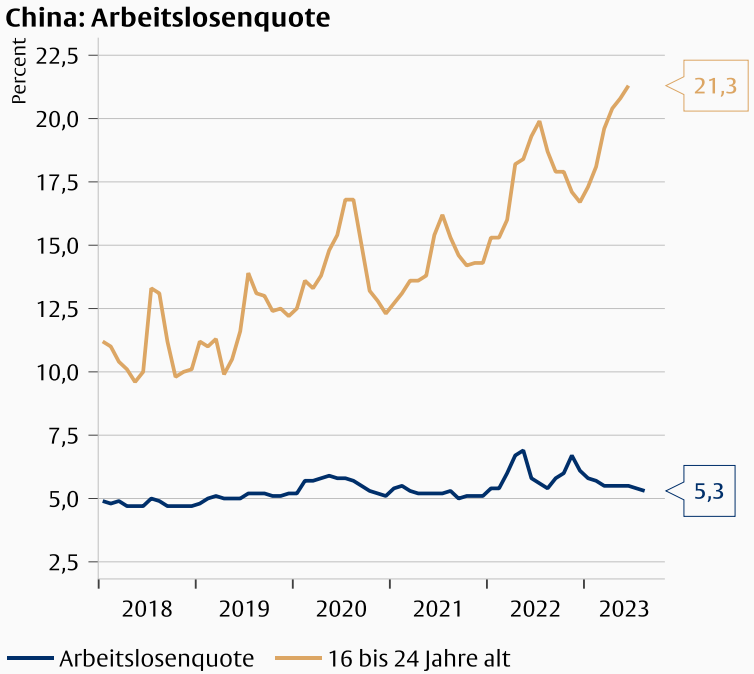
China: Industrieproduktion und Einzelhandel



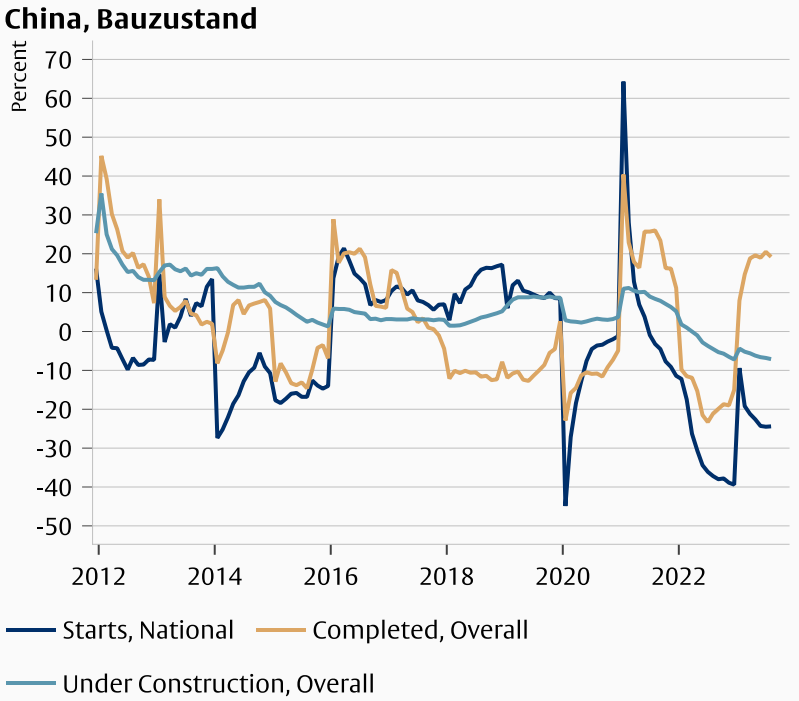
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, China National Bureau of Statistics (NBS). Daten vom 13.10.2023.

Im September **erholte sich das verarbeitende Gewerbe** Chinas leicht. Der Index des **Dienstleistungssektors** ging weiter zurück. Sowohl die Einzelhandelsumsätze als auch die Industrieproduktion wuchsen im Juni langsamer als im Durchschnitt zwischen 2015 und 2019.

China: Arbeitsmarkt & der Bausektor



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, China National Bureau of Statistics (NBS). Daten vom 13.10.2023



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, China National Bureau of Statistics (NBS).
Daten vom 13.10.2023

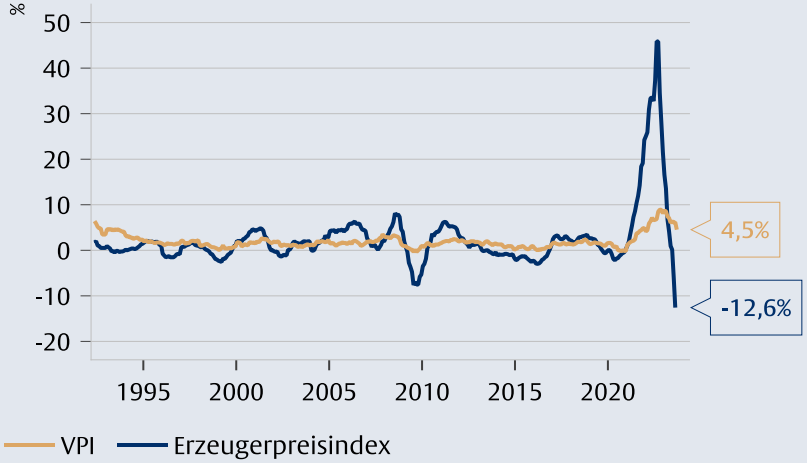
Die **Arbeitslosenquote** sank im August auf 5,3%. Die **Arbeitslosigkeit** bei den 16 bis 24-jährigen wurde zum letzten Mal im Juni veröffentlicht und lag bei 21,3 %. Die Anzahl an fertig gestellten **Immobilien** stieg im Vergleich zum Vorjahr an. Das Wachstum der neu begonnenen Bauvorhaben ist dagegen erneut gesunken.

Fokus: PPI als Frühindikator des VPIs?

Das übliche Maß für Inflation ist die prozentuale Veränderung des Verbraucherpreisindex (VPI) im Vergleich zum gleichen Zeitpunkt im Vorjahr. Der VPI konzentriert sich auf Verbraucher und erfasst die von ihnen gezahlten Preise. Im Gegensatz dazu erfasst der Erzeugerpreisindex (PPI) die Preisveränderungen, die Produzenten in Rechnung stellen. Da Produzenten in der Regel nicht direkt an Endverbraucher verkaufen, könnte der PPI als Frühindikator für den VPI angesehen werden.

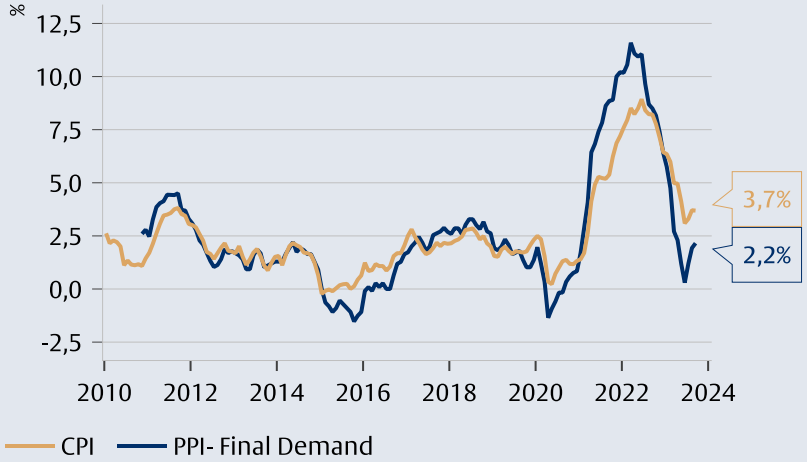
In einer „Technical Note“ Anfang 2022 haben wir jedoch gezeigt, dass der Erzeugerpreisindex weder in Deutschland noch in den USA hilfreiche Prognose-Informationen liefert. Veränderungen im PPI finden meist im selben Monat auch im VPI statt.

Deutschland



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Central Bank of Germany (Deutsche Bundesbank). Daten vom 13.10.2023.

USA



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS). Daten vom 13.10.2023.

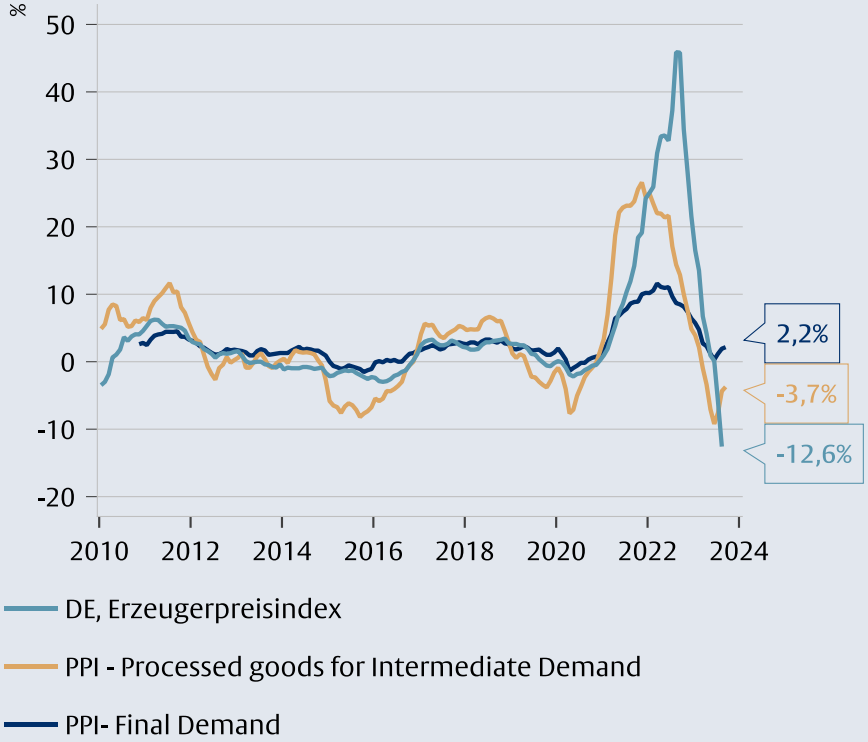
Unterschiede zwischen CPI und PPI

Der PPI fasst die Verkaufspreise zusammen, die inländische Produzenten für ihre Waren und Dienstleistungen verlangen. Produzenten verkaufen End- oder Zwischenprodukte. Weil Produzenten ihre Endprodukte in der Regel nicht direkt an die Endverbraucher verkaufen, könnten Preisbewegungen derselben Güter, wie sie vom PPI im Vergleich zum VPI erfasst werden, unterschiedlich sein.

Die größten Unterschiede zwischen den beiden Indizes betreffen international gehandelte Waren, Steuern und einige Dienstleistungen. Während der VPI die Preise für importierte aber nicht für exportierte Waren berücksichtigt, umfasst der PPI exportierte aber nicht importierte Waren. Zusätzlich beinhaltet nur der VPI den Effekt von Verkaufssteuern.

Die USA und Deutschland veröffentlichen unterschiedliche Erzeugerpreisindizes. Das U.S. Bureau of Labor Statistics veröffentlicht einen Index für Endgüter (PPI-Final Demand) und einen für Zwischengüter (PPI-Intermediate Demand) separat. Das deutsche Statistische Bundesamt veröffentlicht hingegen einen PPI für Industrieprodukte, der sowohl End- als auch Zwischenprodukte einschließt.

USA vs DE



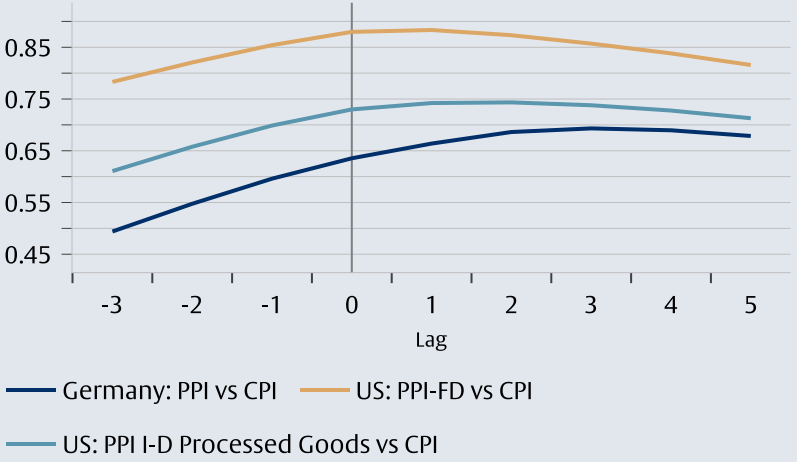
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS), Central Bank of Germany (Deutsche Bundesbank). Daten vom 13.10.2023.

PPI als Frühindikator? – zeitverzögerte Korrelationen

Einfache Korrelationen zeigen, dass in den USA der Endgüter-PPI Zwischen Januar 1950 und September 2023 am stärksten mit dem CPI korrelierte und zwar eine mit einer Verzögerung von einem Monat. In Deutschland ist die Korrelation weniger stark, am stärksten allerdings mit einer Verzögerung von drei Monaten.

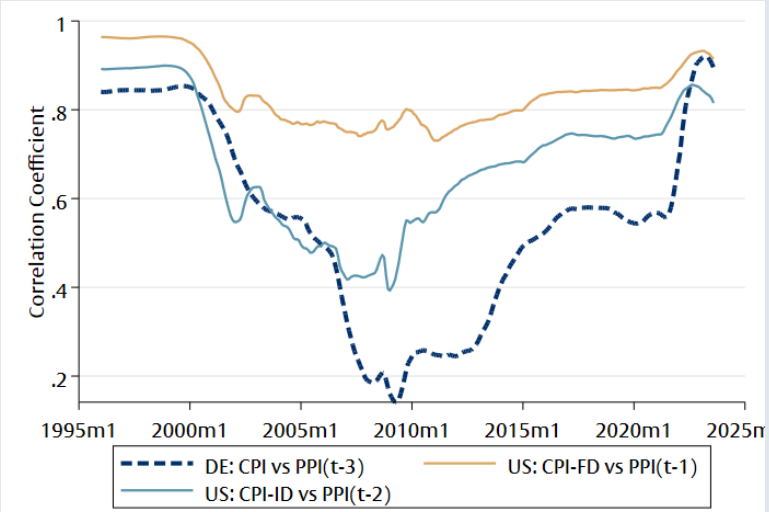
Die Korrelationen waren allerdings nicht Konstant über die Zeit. Korrelationen über einen Zeitraum von 20 Jahren ginge zwischen 2000 und 2010 stark zurück und erst im letzten Jahr war sie so stark wie in den 1990er Jahren. In den letzten Monaten ist diese Korrelation allerdings gesunken. Es ist also fraglich ob die Erzeugerpreisindizes als Frühindikator für Veränderungen des VPIs hilfreich sind.

Korrelation VPI & PPI in verschiedenen Lags



Source: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, German Federal Statistical Office (Statistisches Bundesamt), U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS).Data: 10/13/2023

USA & DE: Korrelation zwischen PPI und VPI über einen Zeitraum von 20 Jahren



Source: Flossbach von Storch Research Institute

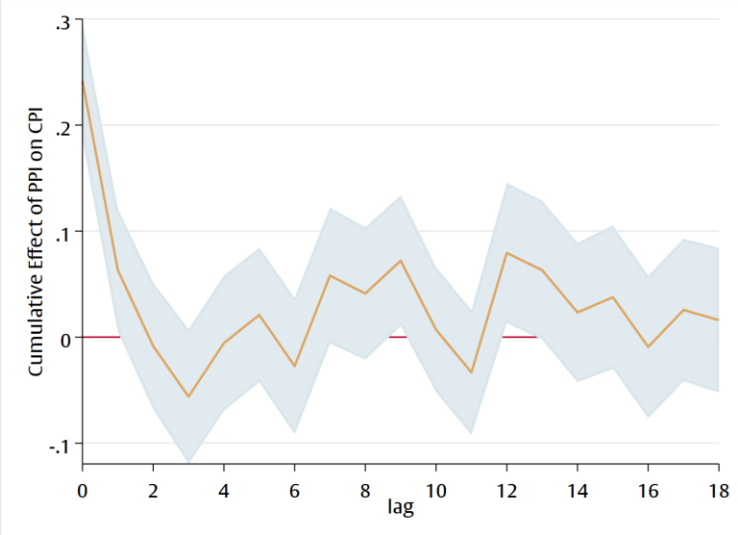
PPI als Frühindikator? – Nein, der VPI passt sich zu schnell an.

Eine einfache Schätzung des Effektes einer Veränderung des PPIs auf den VPI zeigt, dass der VPI im selben Monat am stärksten nachzieht. Nach zwei Monaten ist der Effekt wieder verschwunden.

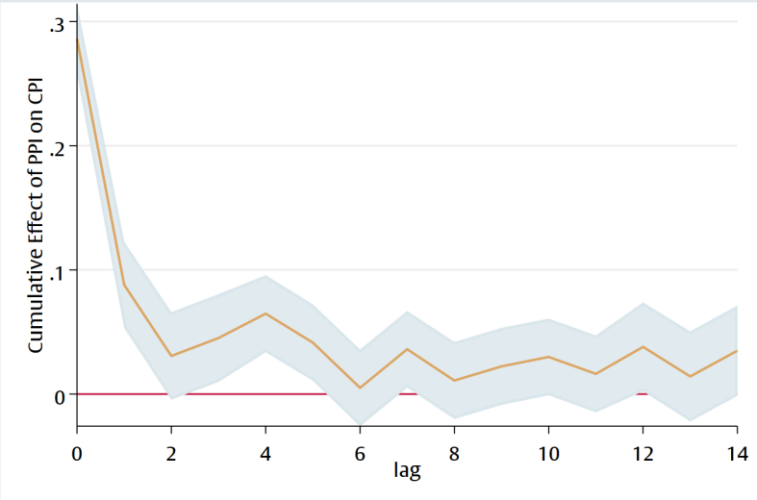
Das Modell schätzt für Deutschland, dass eine höhere PPI-Inflation um einen Prozentpunkt, eine Erhöhung der VPI-Inflation um 0,23 Prozentpunkte im selben Monat bedeuten würde, alles andere gleichbleibend. Im zweiten Monat reduziert sich der Effekt auf 0,06 Prozentpunkte. Für die USA ist der Effekt im selben Monat 0,29 Prozentpunkte und verschwindet schnell wieder.

Auch, wenn der PPI näher an den ursprünglichen Bewegungen ist, ist die Preisübertragung zu den Endverbrauchern schnell. Der CPI reagiert im selben Monat.

Deutschland



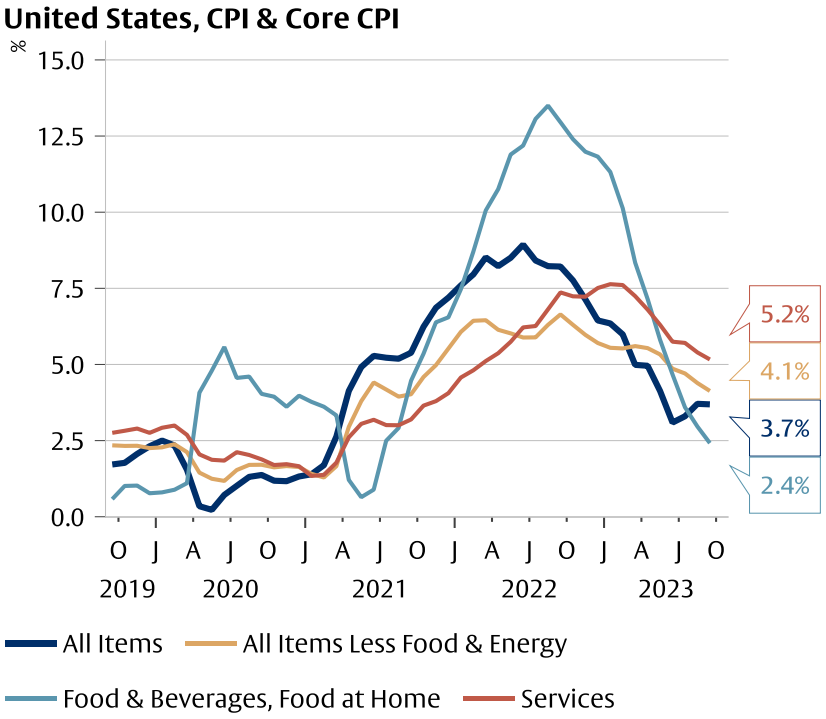
USA



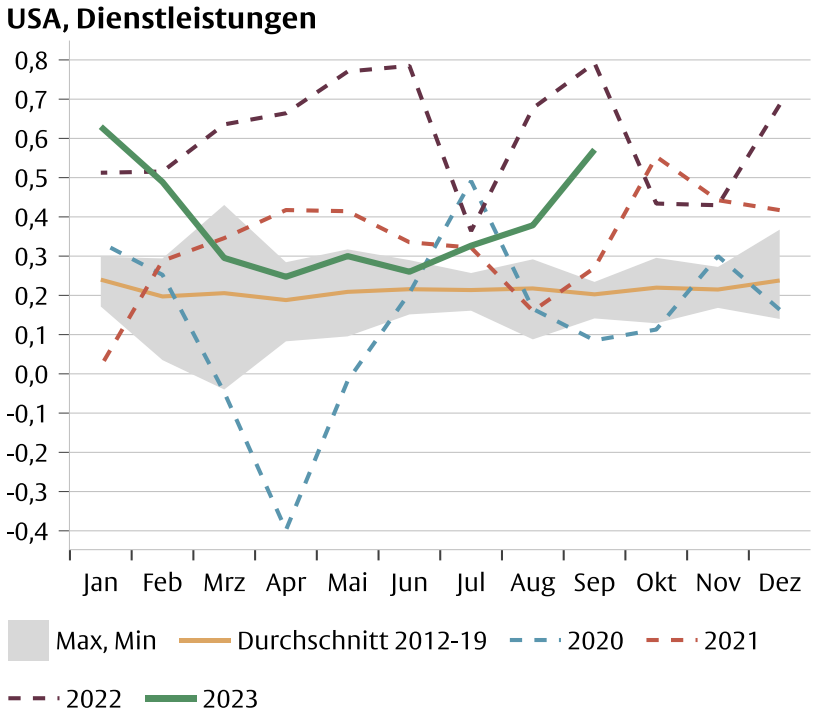
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute. Eigene Berechnungen

PREISE

Inflation in den USA



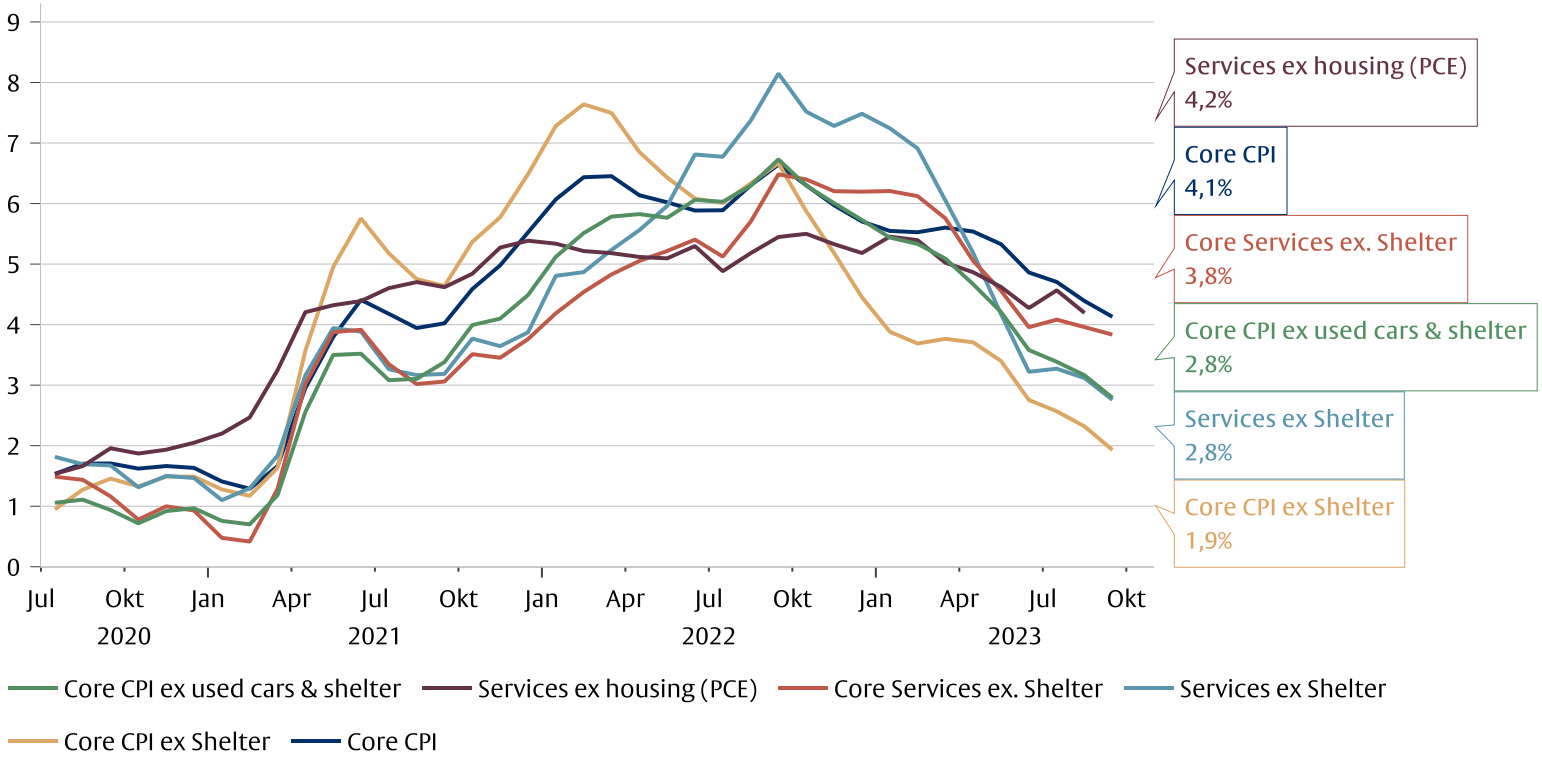
Source: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS). Data: 10/13/2023



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS). Daten vom 13.10.2023

Im **September blieb die Inflation** auf 3,7 %. Die **Kerninflation** sank hingegen auf 4,1% ab. Im **Dienstleistungssektor** hielt der **Inflationsdruck** an, da die monatliche Veränderung deutlich über den Werten der SeptemBer-Monate der vergangenen 10 Jahre lag.

Supercore-Inflation in den USA

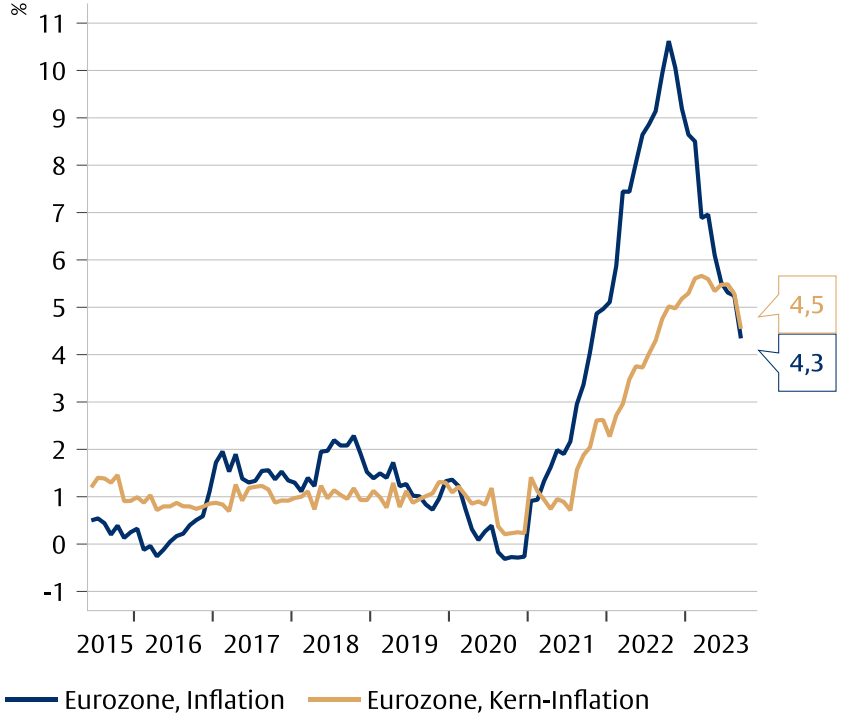


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS). Daten vom 13.10.2023.

„**Supercore**“ wird definiert als **Dienstleistungspreisindex** ohne Energie und Wohnkosten. Je nach Definition liegt die Supercore-Inflationsrate zwischen 1,9 % und 4,2 %. Basierend auf dem CPI-Index sank die Jahresrate der Super-Core-Inflation von 4% im August auf 3,8 % im September (**rote Linie**). Wohnkosten erhöhen die Kerninflation, Gebrauchtwagenpreise reduzieren sie.

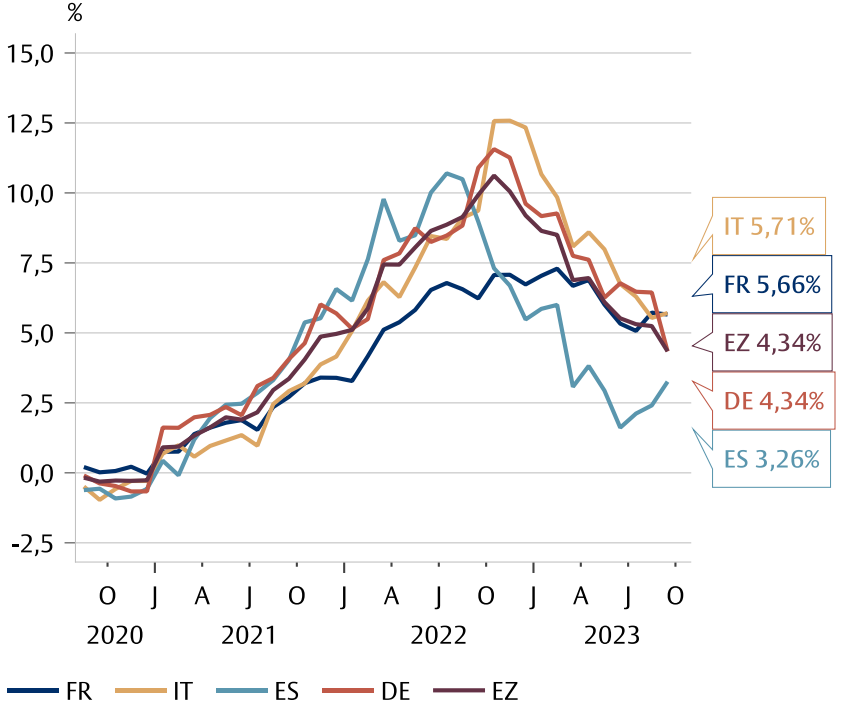
Inflation in der Eurozone

Inflation und Kerninflation in den USA und der Eurozone



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Eurostat.
Daten vom 13.10.2023

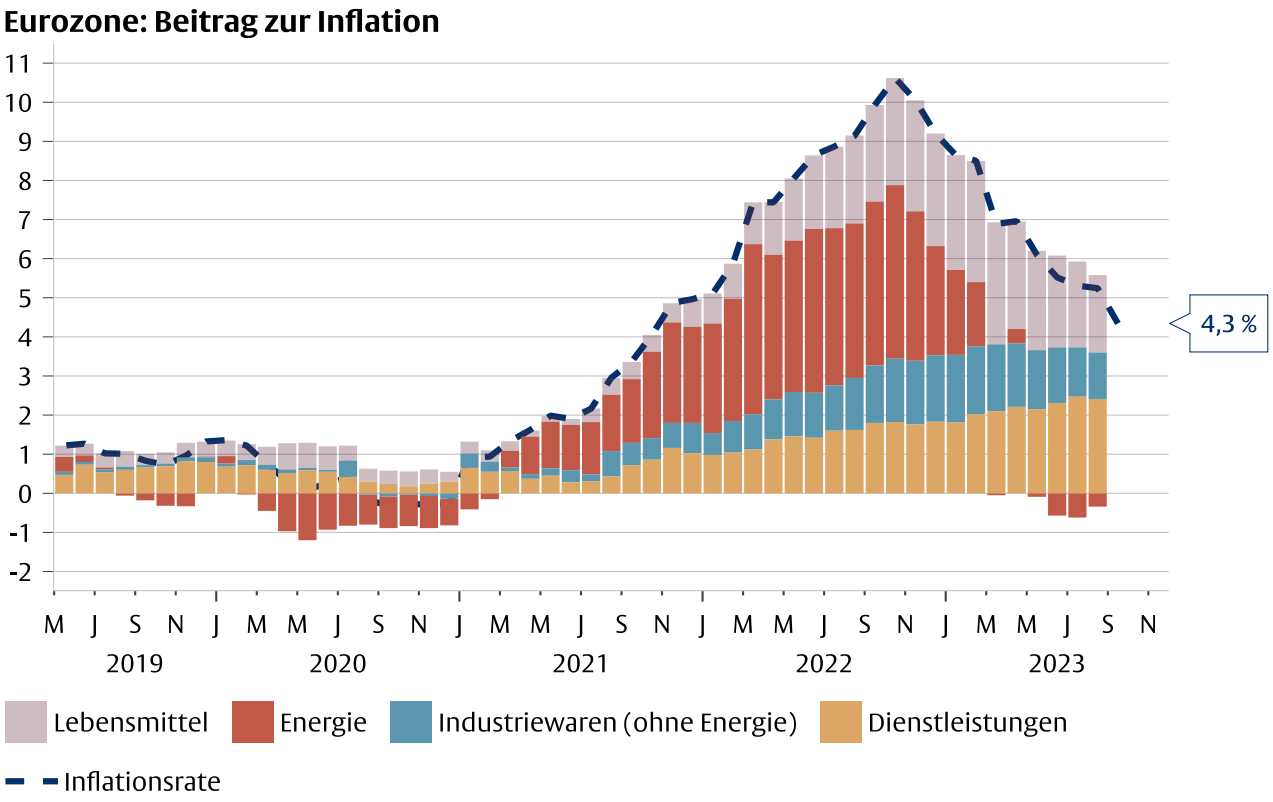
Inflation in der Eurozone (HVPI, YoY%)



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, nationale statistische Ämter.
Daten vom 13.10.2023

Im **September** stieg der harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI) der Eurozone im Vergleich zum Vorjahr um 4,3 %. Der Kern-HVPI stieg um 4,5 %. Innerhalb der Eurozone variieren die Inflationsraten erheblich. Unter den größten Ländern der Eurozone verzeichnete Spanien mit 3,2 % die niedrigste und Italien mit 5,7 % die höchste Inflationsrate.

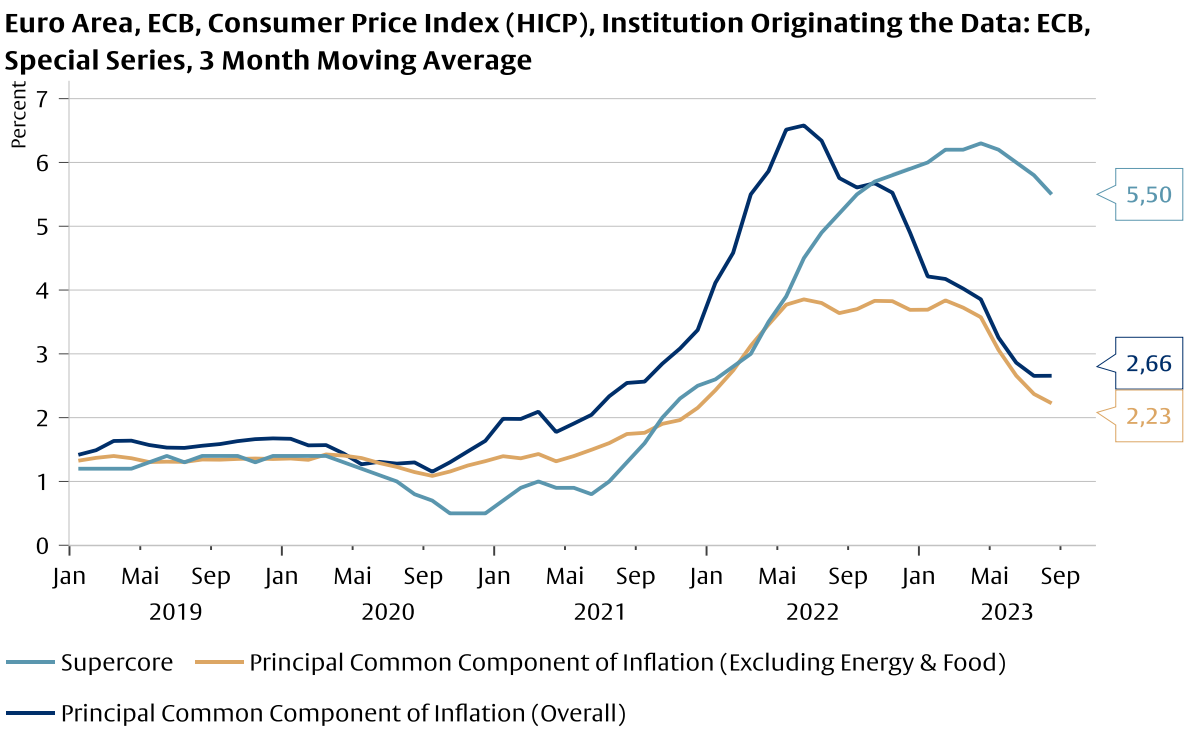
Inflation in der Eurozone



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Eurostat. Daten vom 13.10.2023.

Die Preise für **Dienstleistungen und Lebensmittel** tragen in der Eurozone am meisten zur Inflation bei. Die Preise für **Energie** wirken hingegen erneut dämpfend.

Kern-Inflation in der Eurozone

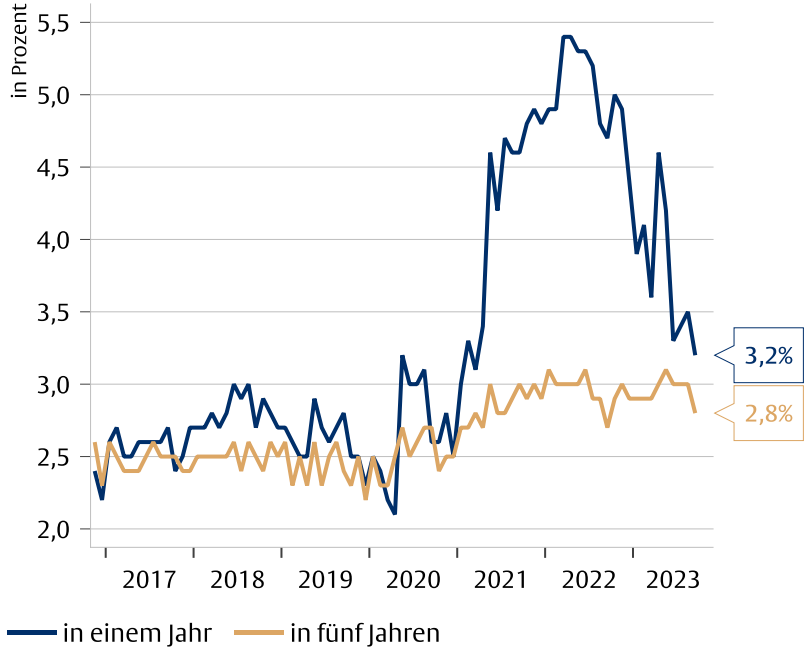


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, ECB (European Central Bank). Daten vom 13.10.2023.

Die Kerninflation bleibt hoch. Die "**Supercore"-Inflation**, die nur Waren betrachtet, die sich **nicht mit dem Konjunkturzyklus** bewegen, ging im September auf 5,5%. Die "**Persistent and Common Component of Inflation (PCCI)",** die nur die dauerhafte und gemeinsame Komponente der Inflationsraten aller Länder der Eurozone beinhaltet, ist mit und ohne Energiepreise weiter gesunken.

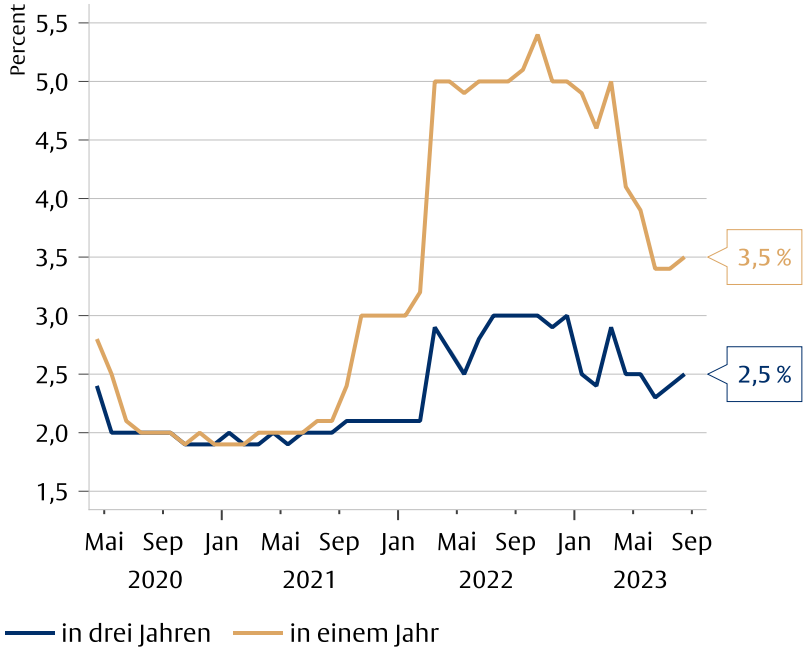
Inflationserwartungen geben kaum nach

USA: Inflationserwartungen der Konsumenten: 1 vs 5 Jahre



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, University of Michigan.
Daten vom 13.10.2023

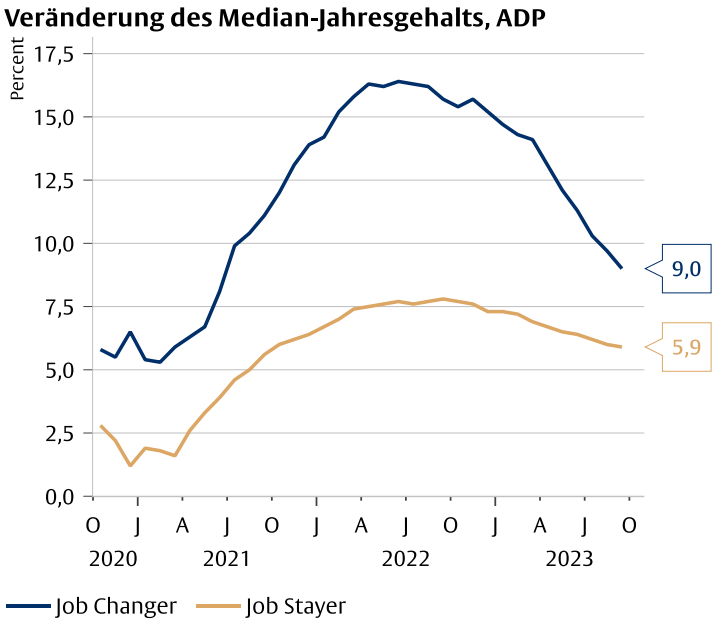
Eurozone: Inflationserwartung der Konsumenten (Median)



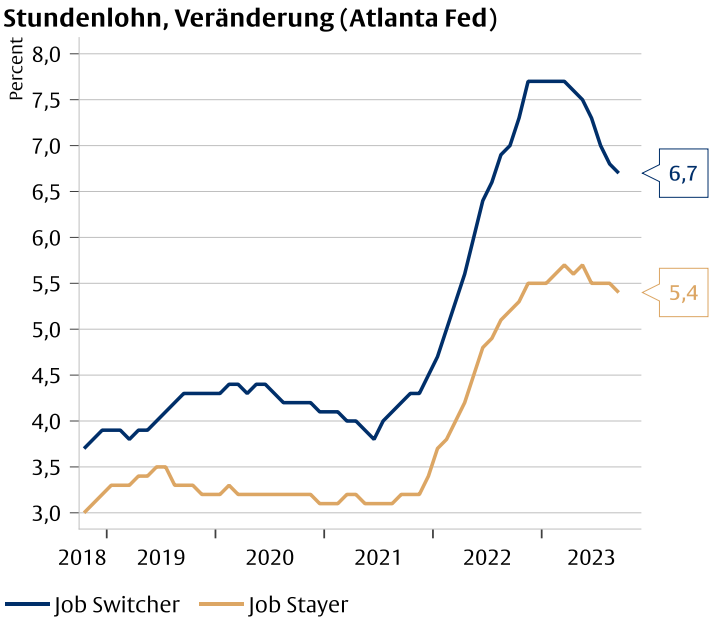
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, ECB (European Central Bank).
Daten vom 13.10.2023

Im **September** gingen in den **USA** die **Inflationserwartungen** der Konsumenten für die kommenden fünf Jahre auf 3,2 % zurück. Für die nächsten zwölf Monate wird eine Inflationsrate von 2,8 % prognostiziert. In der Eurozone stiegen die Inflationserwartungen für das kommende Jahr leicht auf 3,5 % und für die nächsten drei Jahre auf 2,5 %.

USA: Die Nominallöhne steigen weiter



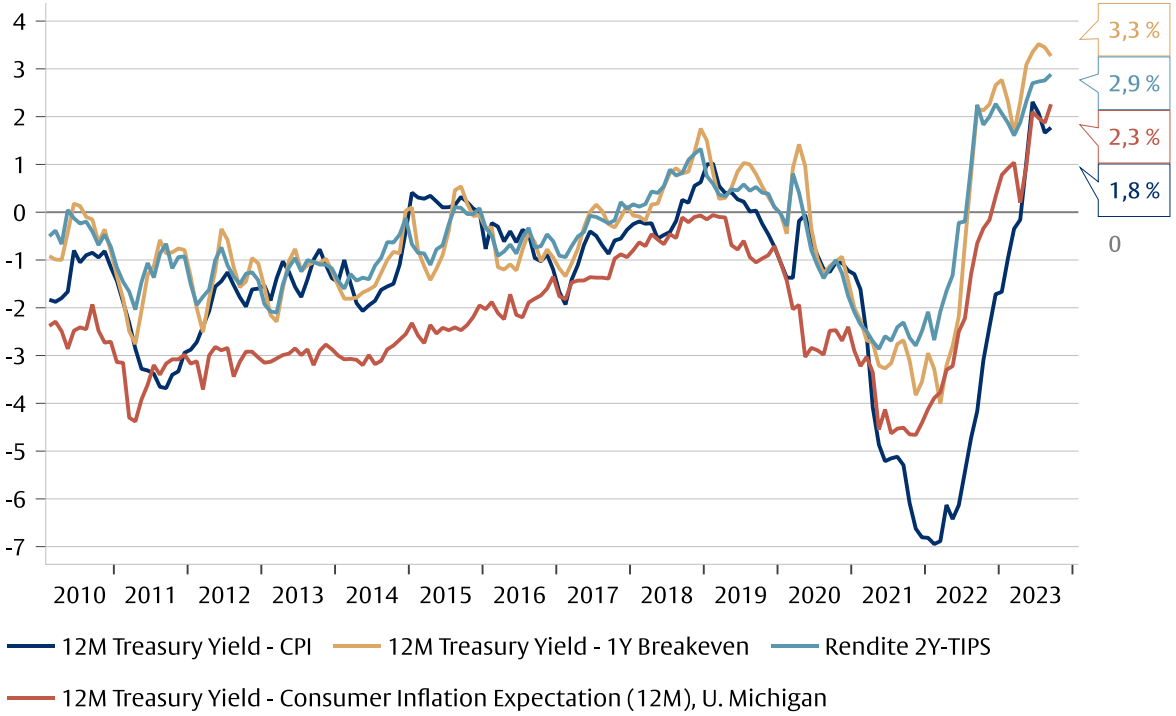
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Automatic Data Processing, Inc. (ADP).
Daten vom 13.10.2023



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Federal Reserve Bank of Atlanta.
Daten vom 13.10.2023

Nach dem **ADP-Arbeitsmarktbericht** war das **Median-Gehalt** von Personen, die ihren Job innerhalb der letzten 12 Monate gewechselt haben, **9** % höher als im Vorjahresmonat. Das Median-Gehalt derjenigen, die beim gleichen Job geblieben sind, stieg um **5,9** %. Die Stundenlöhne für „**Job-Wechsler**“ nach den Berechnungen der Atlanta-Fed sind um 6,7 % im Vergleich zum Vorjahr gestiegen, deutlich mehr als die für „**Nicht-Job-Wechsler**“ (5,4 %).

Wo ist der Realzins?

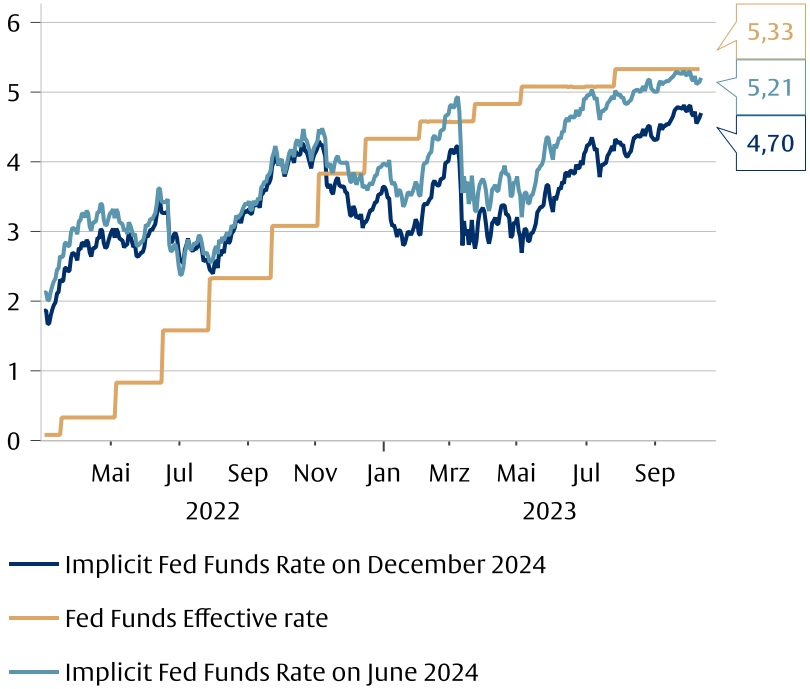


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Federal Reserve, U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS), U.S. Department of Treasury, University of Michigan. Daten vom 13.10.2023.

Der **Realzins** ist die Differenz von **Nominalzins** und (erwarteter) **Inflation**. Während man den Nominalzins am Markt ablesen kann, muss man sich für die erwartete Inflation einer Schätzung bedienen. Je nach gewähltem Ansatz liegt der **Realzins** für die **US-Wirtschaft** derzeit zwischen **1,8 % und 3,3 %**. Alternativ, kann man aus dem Markt die Rendite inflationsindizierter Staatsanleihen (TIPS in den USA) ablesen. Für eine Laufzeit von zwei Jahren ist der Realzins seit April 2022 positiv und liegt derzeit bei 2,9%.

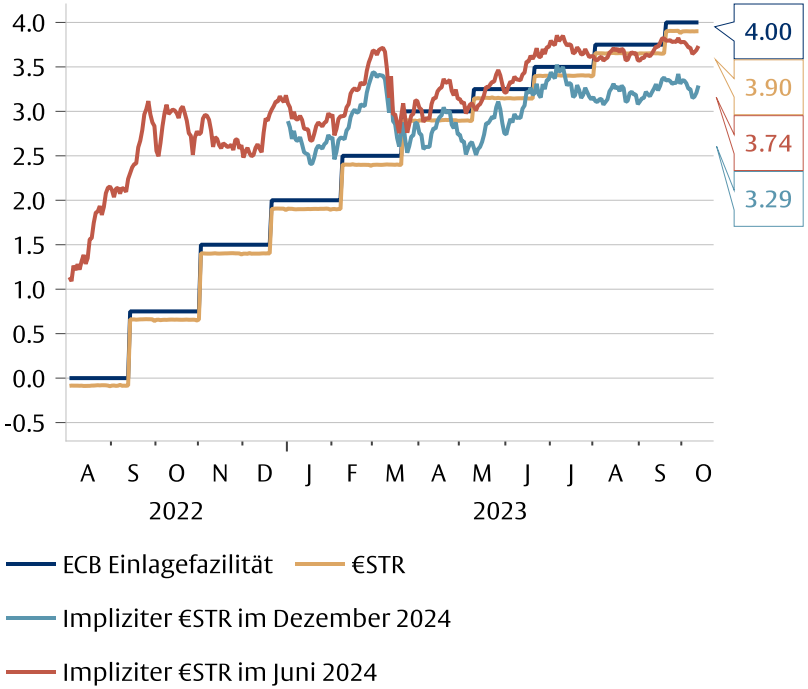
Zinssenkungen für die zweite Hälfte 2024 eingepreist

Fed Leitzins: Implizit in Dezember 2023 vs heute



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, CME Group, Federal Reserve Bank of New York, Federal Reserve, U.S. Department of Treasury. Daten vom 13.10.2023.

EZB: erwarteter Zins im Dezember 2023 vs Einlagefazilität



Source: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Intercontinental Exchange (ICE), ECB (European Central Bank). Data: 10/13/2023.

Derzeit wird auf den Futures-Märkten keine Veränderungen der Fed- und der EZB-Leitzinsen mehr bis zum Jahresende eingepreist. Für die zweiten Hälfte 2024 werden Zinssenkungen erwartet.

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.