Flossbach von Storch
RESEARCH INSTITUTE

Konjunkturbericht

Pablo Duarte

November 2023

Einleitung

Im November zeigte sich die **US-Wirtschaft** weiterhin stabil, unterstützt durch einen **robusten Haushaltskonsum**, während sich die Anzeichen einer **Rezession in der Eurozone** verstärkten. Das Wachstum in **China** enttäuschte weiter am Ende eines Jahres, in dem nur die **Exporte nach Russland** gestiegen sind.

Der **Inflationsdruck** in den USA ging nur leicht zurück, während die **Kerninflation** hartnäckig bei **4%** blieb und die **Supercore-Inflation** erneut auf **3,9 %** stieg. Der Inflationsdruck in der Eurozone ging stark zurück, was die **Rezessions-vermutungen** verstärkt.

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.

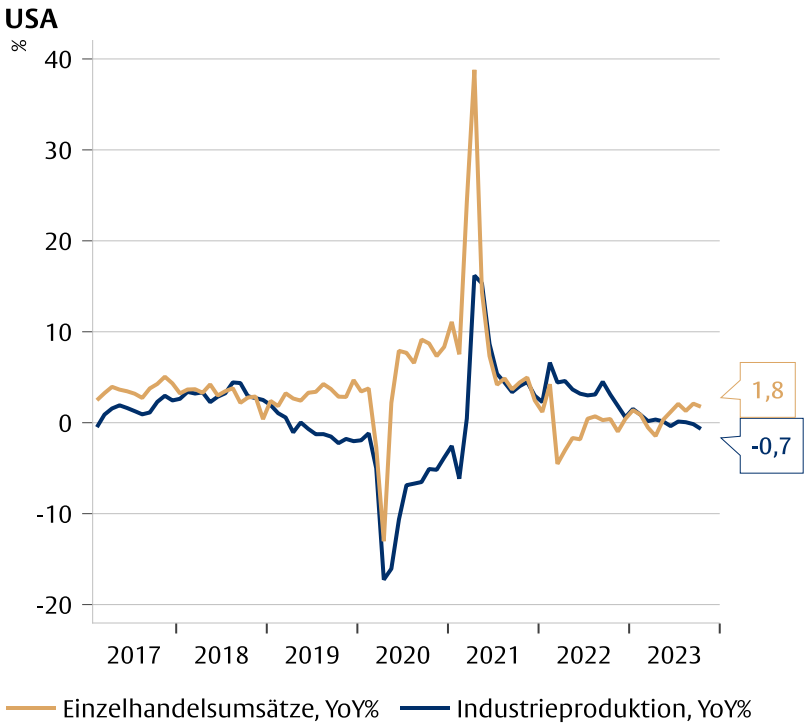
Inhalte

Realwirtschaft 4

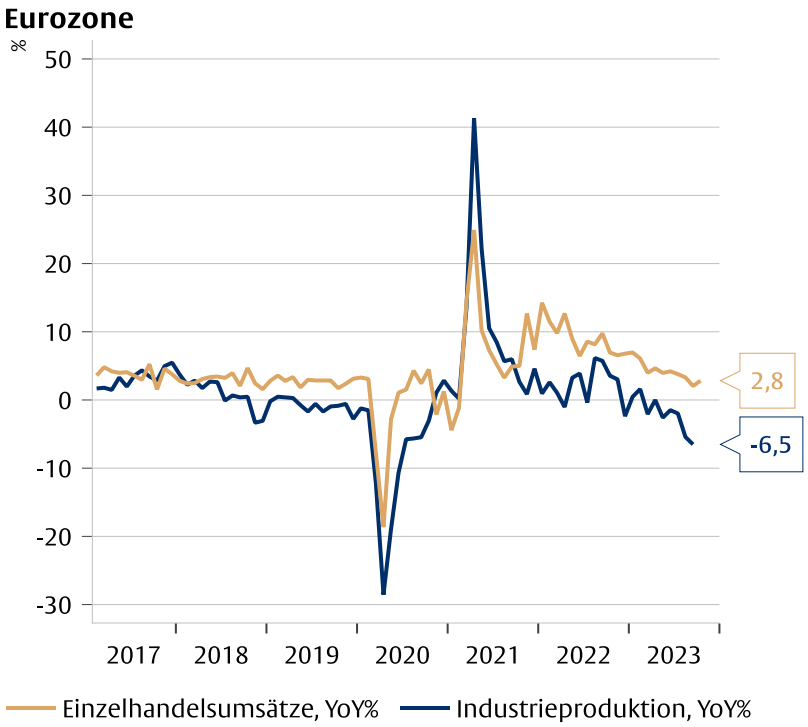
Preise 19

REALWIRTSCHAFT

Die Industrieproduktion geht zurück



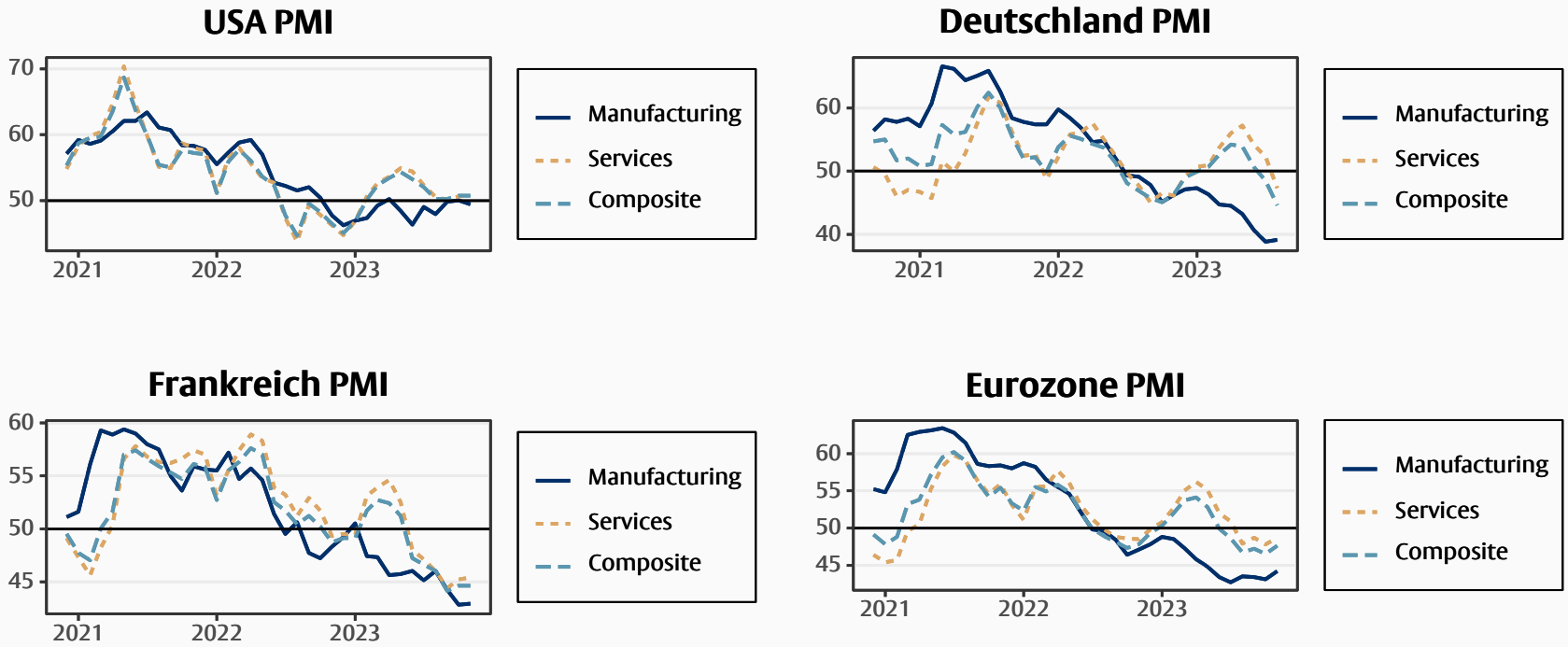
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Federal Reserve, U.S. Bureau of Economic Analysis (BEA). Daten vom 13.12.2023.



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Eurostat. Daten vom 13.12.2023.

Die **Industrieproduktion** erholte sich in den **USA** nicht und ging in der **Eurozone** weiter **zurück**. Die **Einzelhandelsumsätze** wuchsen hingegen weiter und leisteten in den letzten Monaten sowohl in den USA als auch in der Eurozone den Hauptbeitrag zum Wachstum.

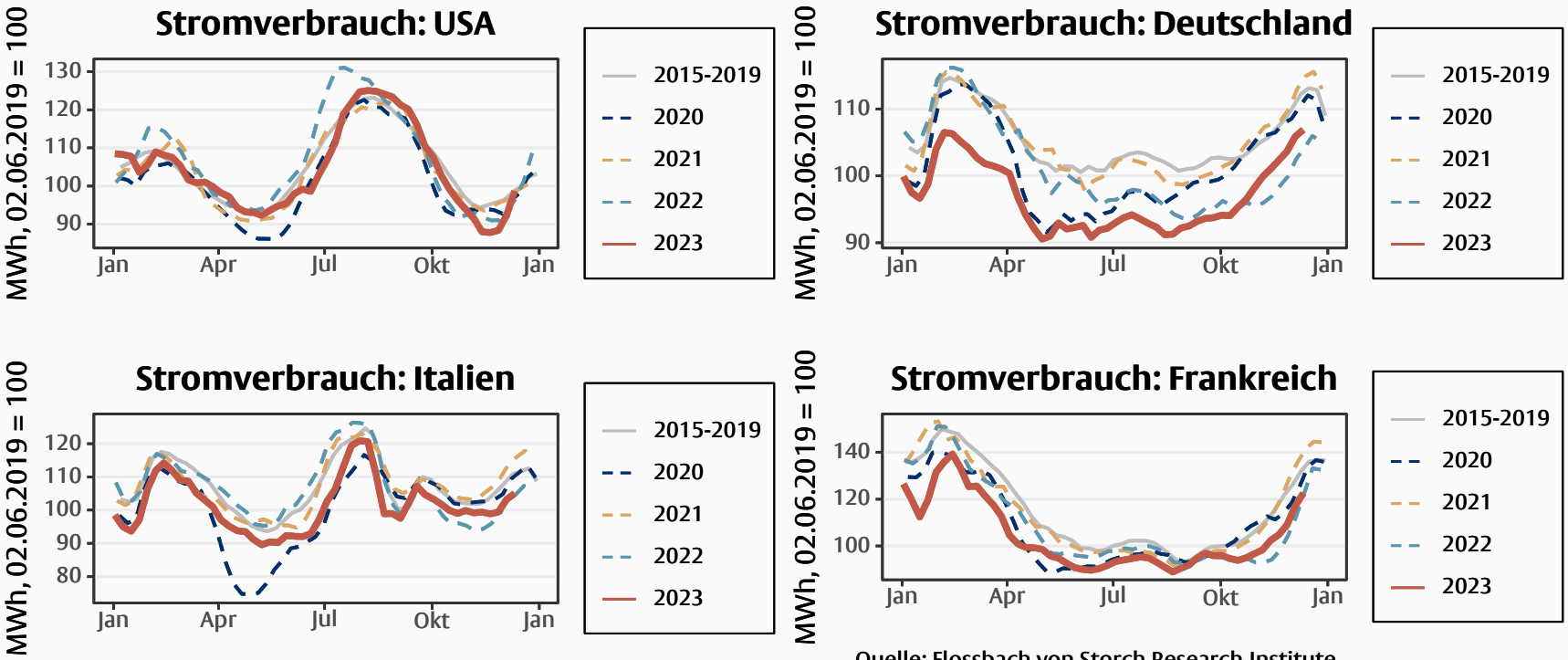
Rezession in der Eurozone



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

Im **November** setzte sich der Rückgang der **Einkaufsmanagerindizes** (PMI) **in der Eurozone fort**. Besonders stark **schrumpfte das verarbeitende Gewerbe weiter.** Nach einem starken Rückgang stabilisierte sich der PMI für das **verarbeitende Gewerbe in Deutschland** und der Eurozone auf tiefem Niveau. In den USA bewegte sich der Index seitwärts.

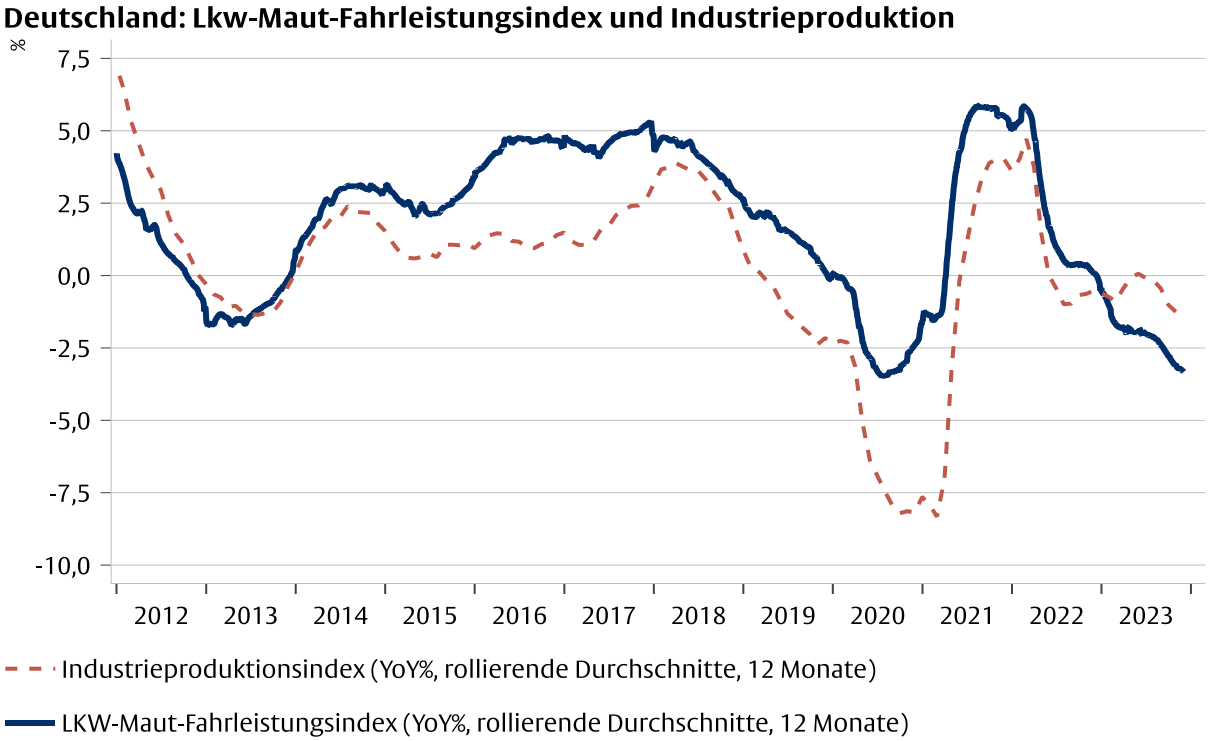
Der Stromverbrauch in der EZ bleibt niedrig



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

Der **Stromverbrauch** in **Deutschland, Italien und Frankreich** blieb bis Ende **November** unter dem Durchschnitt der letzten sieben Jahre. In **Deutschland** blieb er leicht höher als im vergangenen Herbst. Dies deutet auf eine anhaltende Produktionsschwäche in der Eurozone hin. In den **USA** hingegen entsprach der Stromverbrauch dem Durchschnitt der Jahre 2015 bis 2019.

Die Deutsche Industrieproduktion bleibt schwach

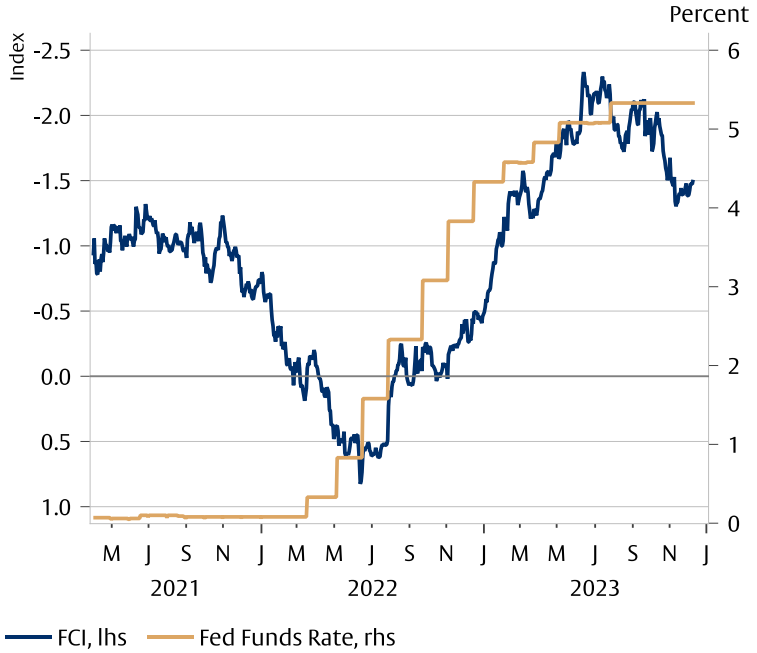


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, German Federal Statistical Office (Statistisches Bundesamt). Daten vom 13.12.2023.

Der LKW-Verkehr auf deutschen Autobahnen gilt als **Frühzeitindikator** für die **Industrieproduktion**. Der LKW-Maut-Fahrtleistungsindex signalisiert eine **anhaltende Schwäche** des industriellen Wachstums in **Deutschland** für November und Dezember.

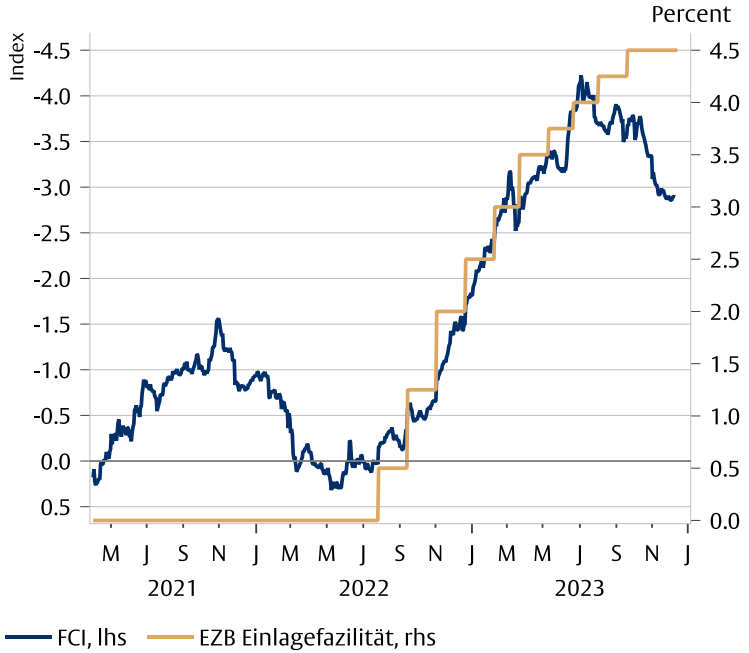
Die Finanzbedingungen werden restriktiver

USA: Financial Conditions Index



Source: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond. Data: 12/14/2023.

Eurozone: Financial Conditions Index

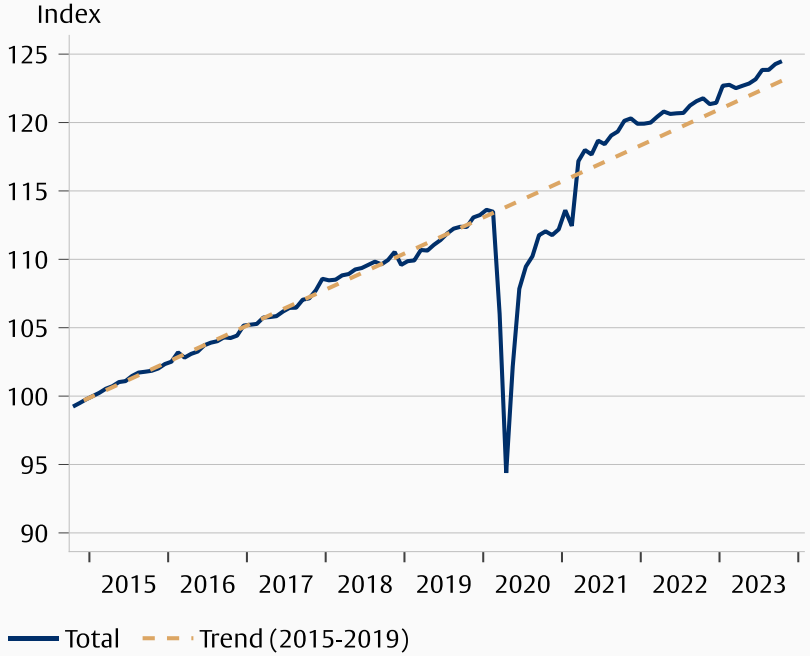


Source: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond. Data: 12/14/2023.

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.

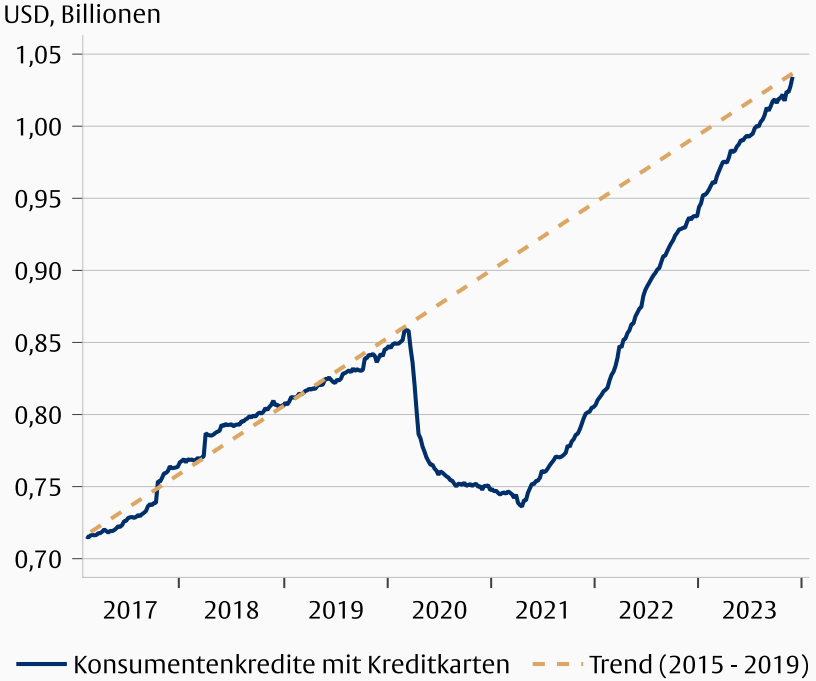
USA: Der private Konsum bleibt stabil

Mengenindex (PCE), 01.2020 = 100



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Bureau of Economic Analysis (BEA). Daten vom 13.12.2023

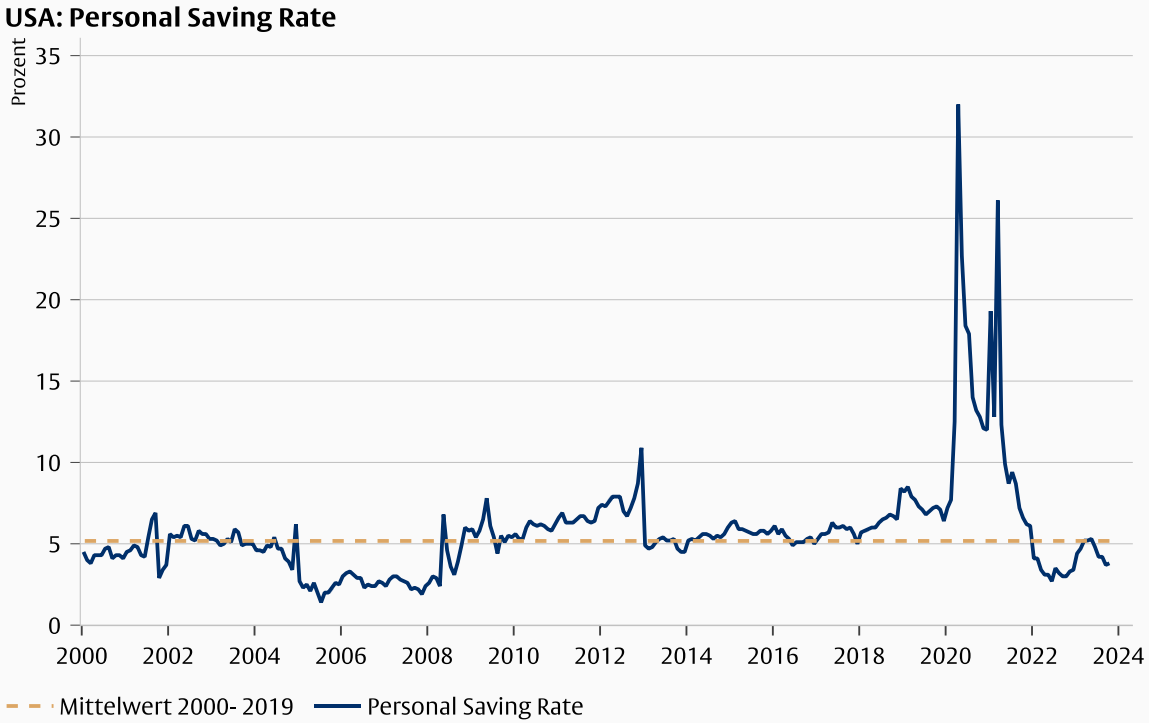
Konsumentenkredite: Kreditkarten



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Federal Reserve. Daten vom 13.12.2023

Der **Konsum** in den **USA** bleibt robust. Die preisbereinigten Ausgaben für Waren und Dienstleistungen liegen **über dem fortgeschriebenen Trend** der Jahre 2015 bis 2019. Auch **Kreditkartenkredite** nehmen weiter zu und haben das Niveau der Jahre vor der Pandemie erreicht.

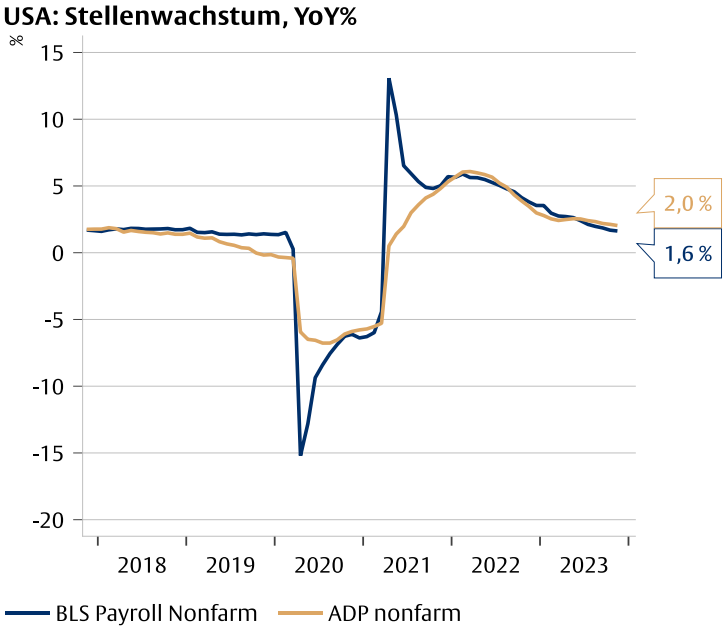
USA: Die Sparquote sinkt leicht



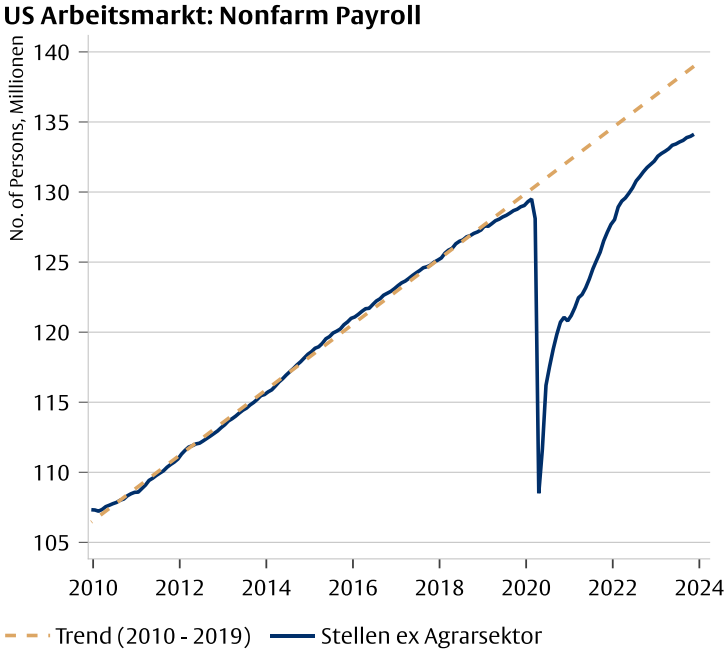
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Bureau of Economic Analysis (BEA). Daten vom 13.12.2023.

Die **Sparquote** in den USA stieg von **7,2 %** im Januar 2020 aufgrund der **Corona-Transfers** auf **32 %** im April 2020 und lag im März 2021 bei **26 %**. Trotz des Rückgangs seit **2022** bleibt sie nahe dem **Vorpandemieniveau**. Dies deutet darauf hin, dass US-Verbraucher **erhebliche Ersparnisse**, möglicherweise in Form von **Vermögenswerten**, angesammelt haben, die sie **noch nicht** vollständig wieder ausgegeben haben.

USA: langsameres Stellenwachstum



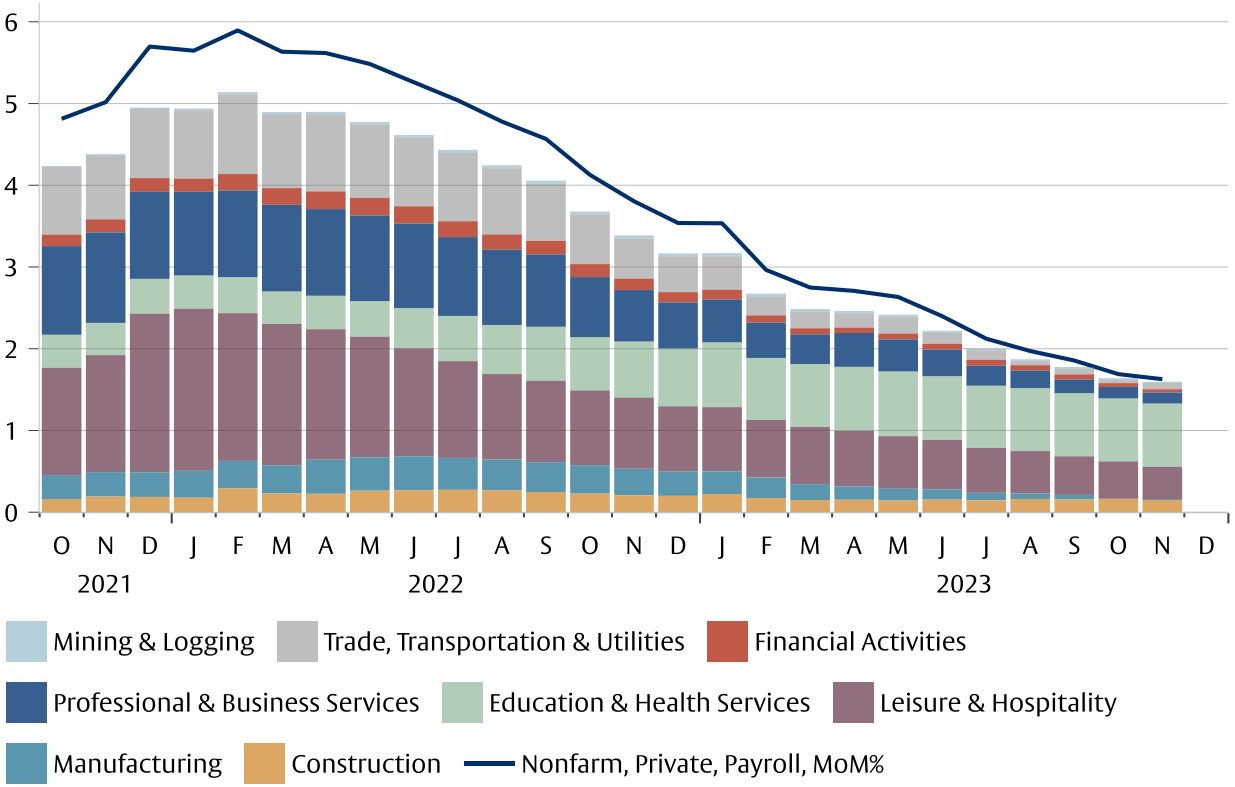
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS), Automatic Data Processing, Inc. (ADP). Daten vom 13.12.2023



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS), Automatic Data Processing, Inc. (ADP). Daten vom 13.12.2023.

Im November ist die **Anzahl der Stellen** (**ohne Landwirtschaft**) im Vergleich zum Vorjahresmonat um **1,6** % gestiegen. Laut dem **ADP-Arbeitsmarktbericht** lag der jährliche Anstieg bei **2** %. Die **Zuwachsraten** nehmen seit März leicht ab. Das **Niveau** ist deutlich unter dem aus **2009 bis 2019** fortgeschriebenen Trend und scheint sich dem Trend nicht weiter zu nähern

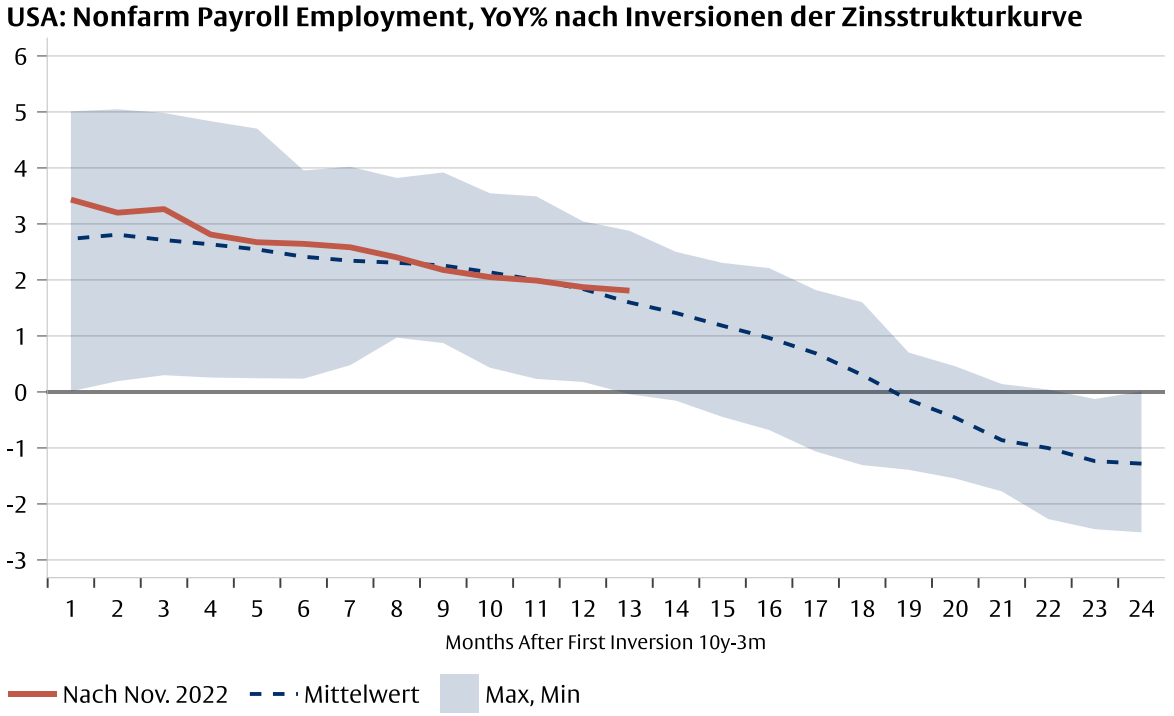
USA: Beitrag zum Stellenwachstum



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS). Daten vom 13.12.2023.

Im **November** entfiel der höchste Beitrag zur jährlichen Zuwachsrate der neugeschaffenen Stellen auf die Beschäftigungskategorien „Education & Health Services“ sowie „Leisure & Hospitality“. Der Beitrag vom Verarbeitenden Gewerbe schrumpft weiter.

USA: Stellenwachstum folgt bekanntem Muster

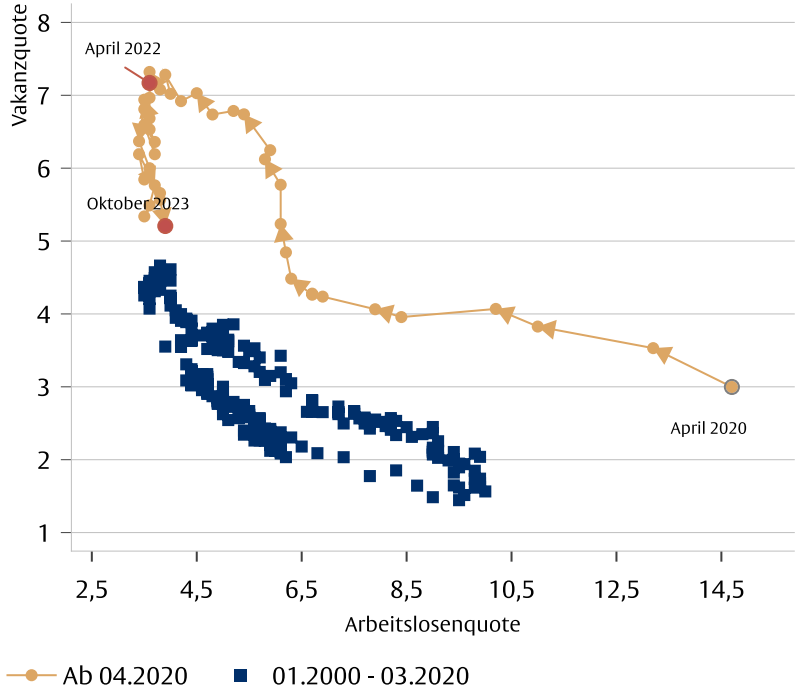


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS), NBER (National Bureau of Economic Research). Daten vom 08.12.2023.

Die **Verlangsamung des Stellenwachstums** folgt einem Muster, das nach **Inversionen der Zinsstrukturkurve** beobachtet wurde. Historisch führte jede Inversion seit 1968 zu einer Rezession. **19 Monate** nach der Inversion wird das Wachstum oft negativ. Aktuell, **13 Monate** nach der Inversion im Oktober 2022, verlangsamt sich das Stellenwachstum ähnlich.

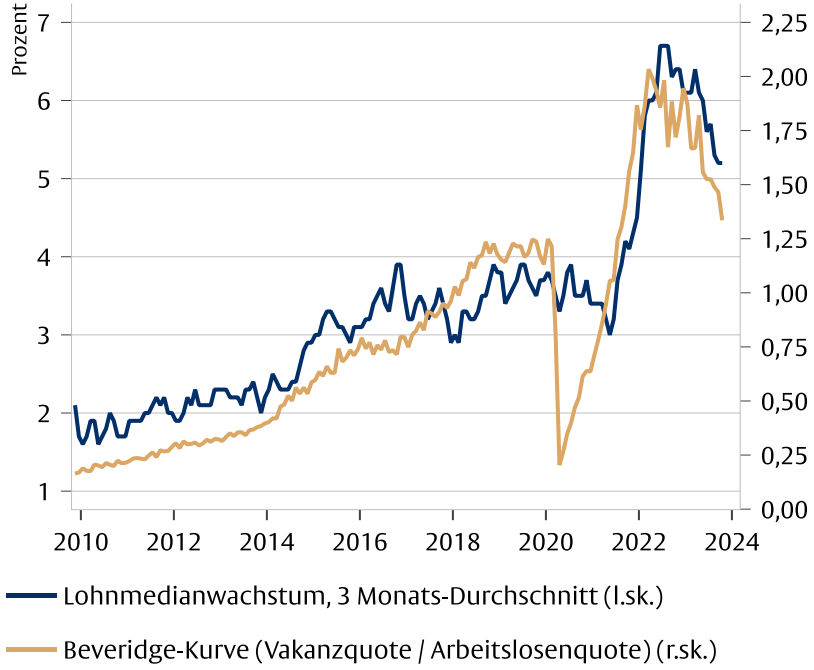
USA: weniger Druck auf dem Arbeitsmarkt?

USA: Beveridge-Kurve



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS). Daten vom 13.12.2023.

USA: Lohnwachstum und der Arbeitsmarkt

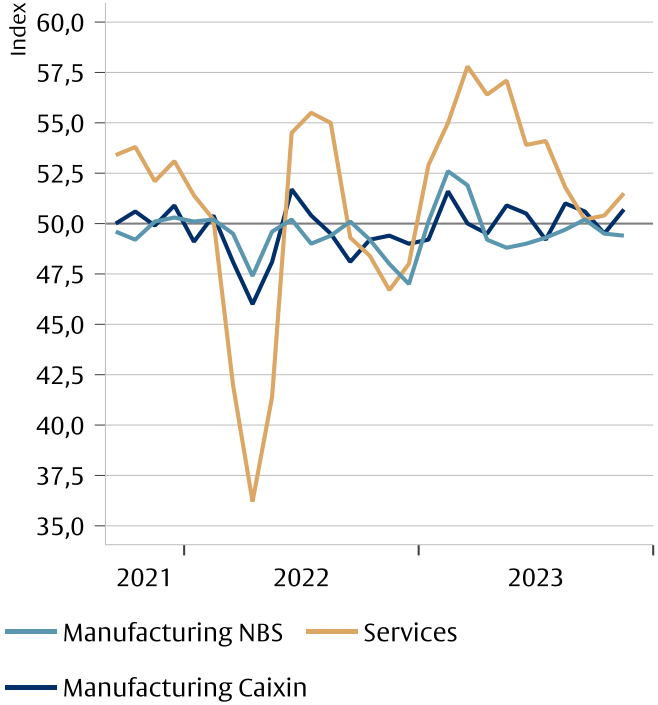


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Federal Reserve Bank of Atlanta, U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS). Daten vom 13.12.2023

Die **Beveridge-Kurve**, die die Beziehung zwischen **offenen Stellen** und der **Arbeitslosenquote** abbildet, bestätigt weiterhin das 'Soft-Landing-Narrativ': Seit einem Jahr fällt die **Vakanzquote**, ohne dass die Arbeitslosenquote ansteigt. Das **Lohnwachstum** bleibt bei über **4%** historisch hoch, geht jedoch zurück.

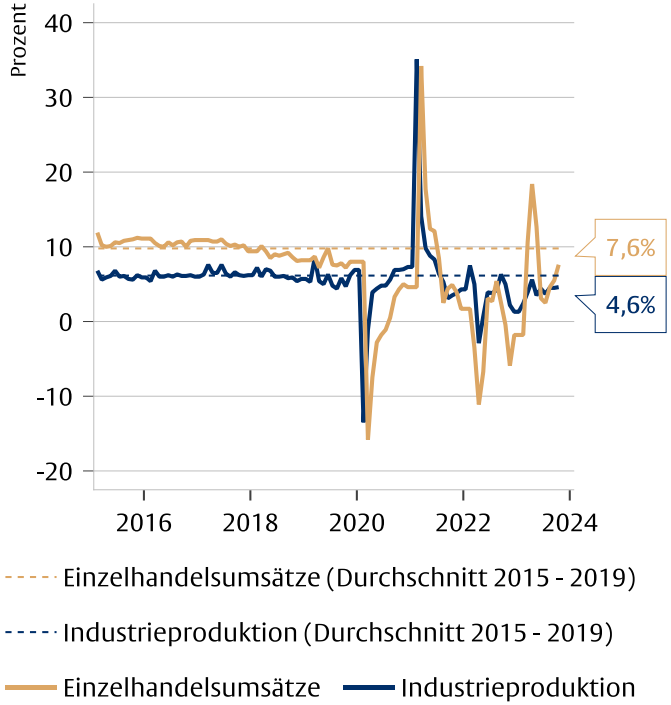
China: Das Verarbeitende Gewerbe bleibt schwach

China: Einkaufsmanagerindizes (PMI)



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, S&P Global, China Federation of Logistics & Purchasing. Daten vom 13.12.2023.

China: Industrieproduktion und Einzelhandel

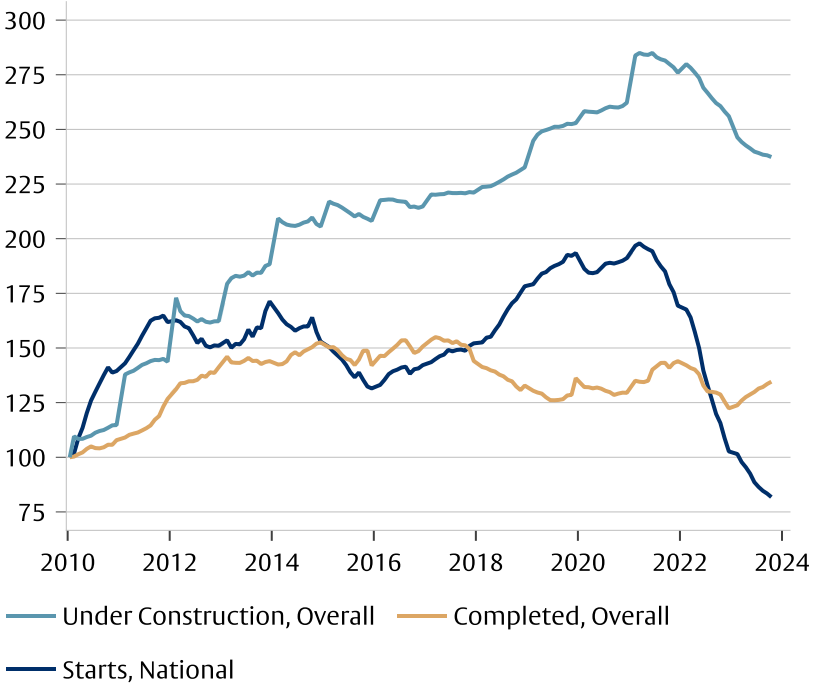


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, China National Bureau of Statistics (NBS). Daten vom 13.12.2023.

Im **November** war der **Dienstleistungssektor** Chinas **leicht im expansiven Bereich**. Im Gegensatz dazu zeigte die staatliche NBS-Umfrage, dass der Einkaufsmanagerindex des **verarbeitenden Gewerbes im kontraktiven Bereich** lag. Sowohl die Einzelhandelsumsätze als auch die Industrieproduktion wiesen im Juni ein langsameres Wachstum auf als der Durchschnitt der Jahre 2015 bis 2019.

China: weniger Neubauten und schlechte Stimmung

China, Immobilien, Baustand jedes Jahr, 01.2010 = 100



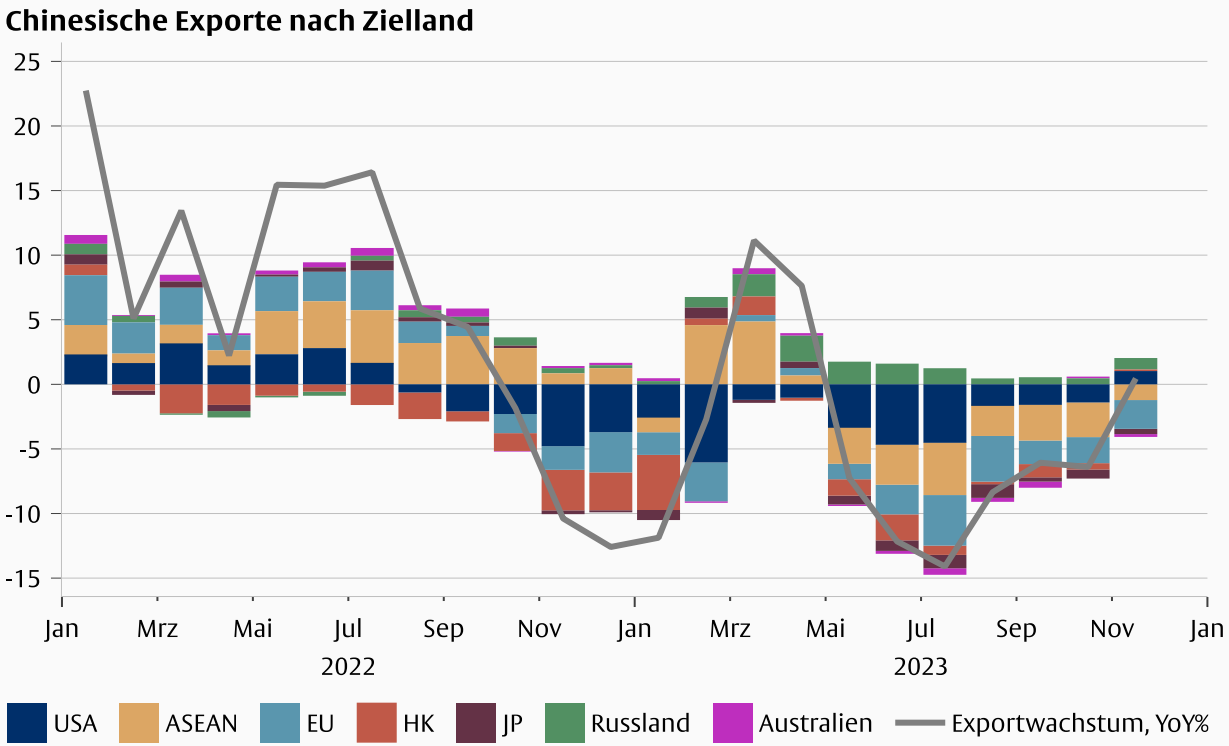
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, China National Bureau of Statistics (NBS). Daten vom 13.12.2023.

China, Konsumentenvertrauen

Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, China Economic Monitoring & Analysis Center (CEMAC). Daten vom 13.12.2023

Die Zahl der **angefangenen Neubauten** pro Jahr ist unter das Niveau von 2010 gefallen, während die **fertiggestellten Immobilien** seit etwa 2014 einen Abwärtstrend aufweisen. Nach einer kurzen Erholung sank das **Konsumentenvertrauen** erneut auf den tiefsten Stand seit 2022.

China: Rückgang der Exporte, außer nach Russland

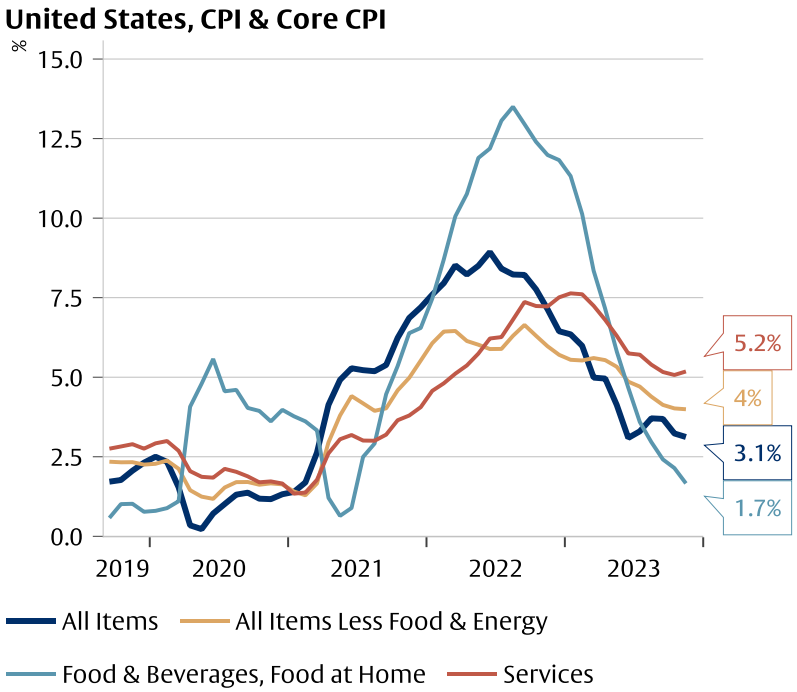


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, China Customs Statistics Information Center (CCS), China General Administration of Customs (GAC). Daten vom 13.12.2023.

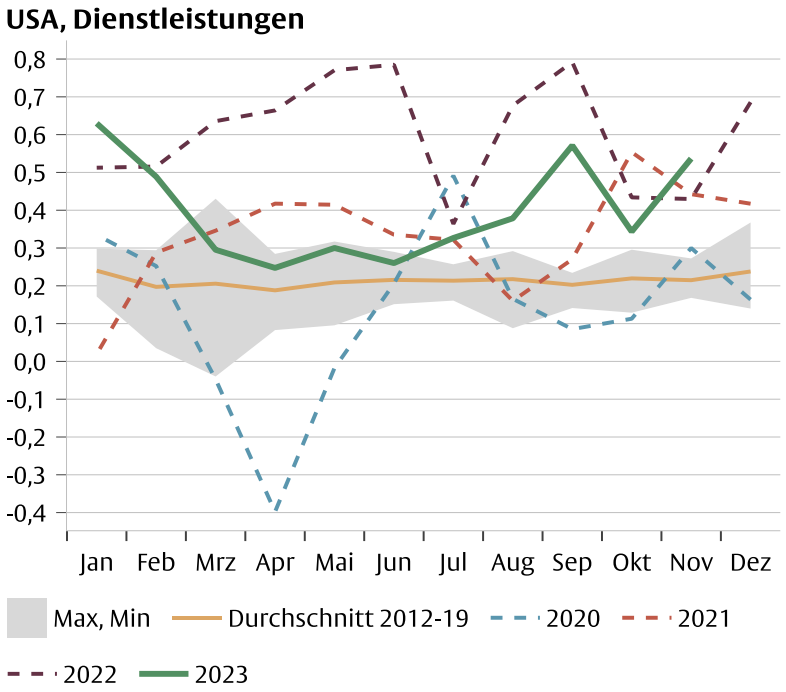
Die **Gesamtexporte Chinas** sind im November im Vergleich zum Vorjahr **gleich geblieben**. Die Exporte in die **USA** und nach **Russland** sind **leicht gewachsen**. Im Verlauf des Jahres sind nur die Exporte nach **Russland** jeden Monat **weiter gewachsen**.

PREISE

Inflation in den USA



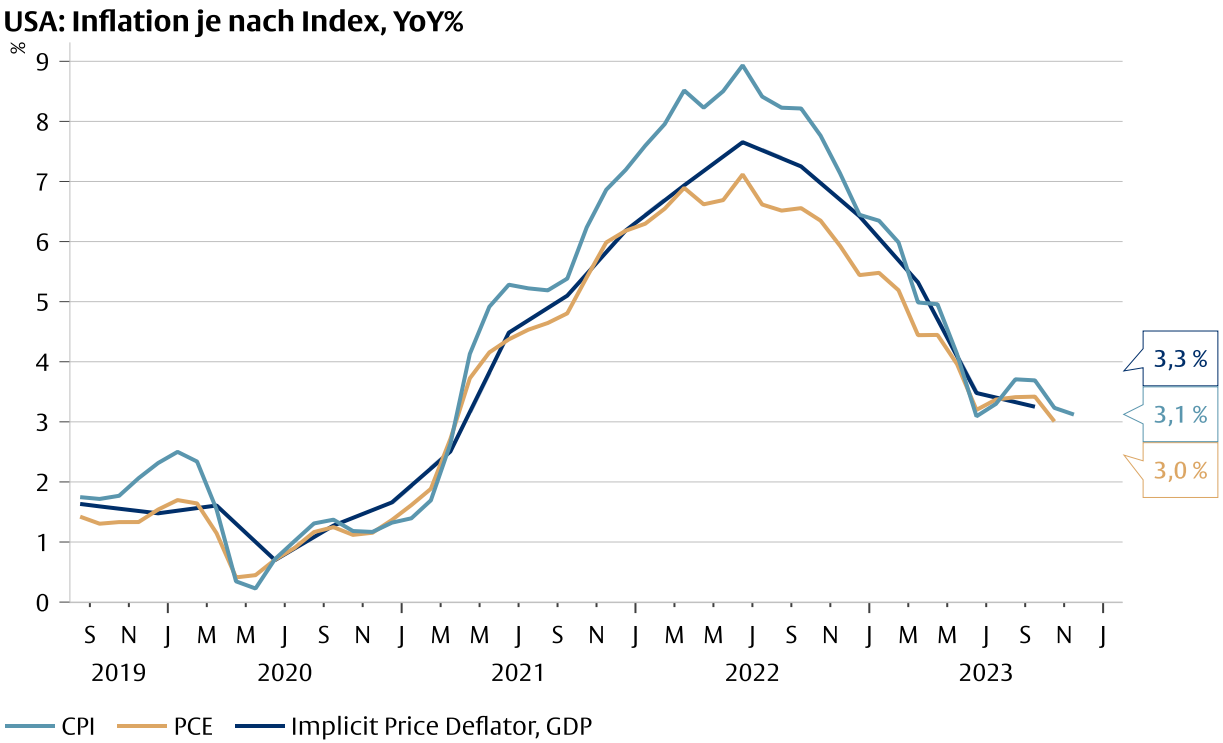
Source: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS). Data: 12/13/2023



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS). Daten vom 13.12.2023

Im **November ging** die **Inflationsrate** in den USA dank fallender Energiepreise zurück. Die **Kerninflation** blieb bei 4%. Im **Dienstleistungssektor** hielt der **Inflationsdruck** an, da die monatliche Veränderung deutlich über den Werten der November-Monate der vergangenen 10 Jahre lag. Im Dienstleistungssektor stiegen die Preise um 5,2 % J-ü-J an.

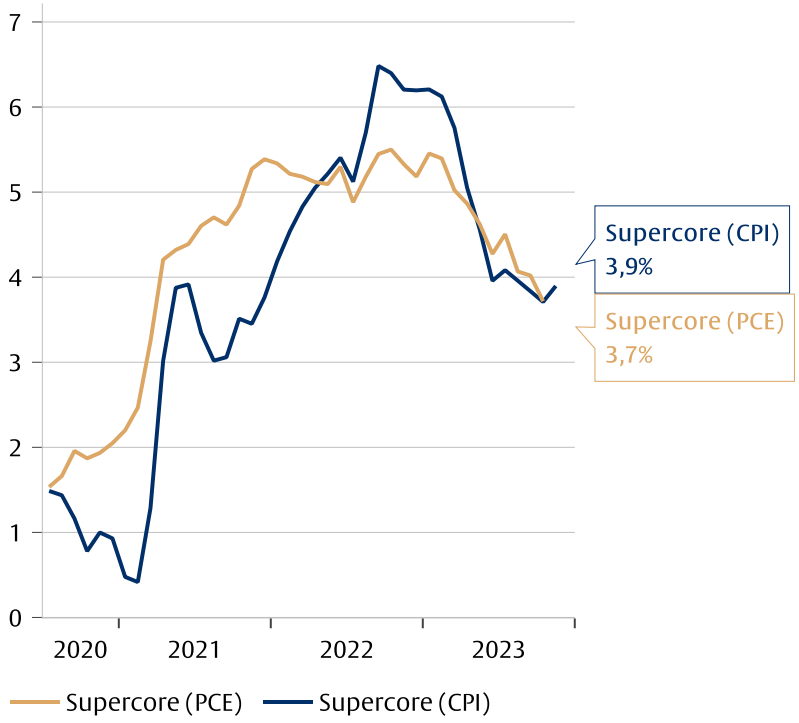
Inflation in den USA: CPI, PCE & BIP-Deflator



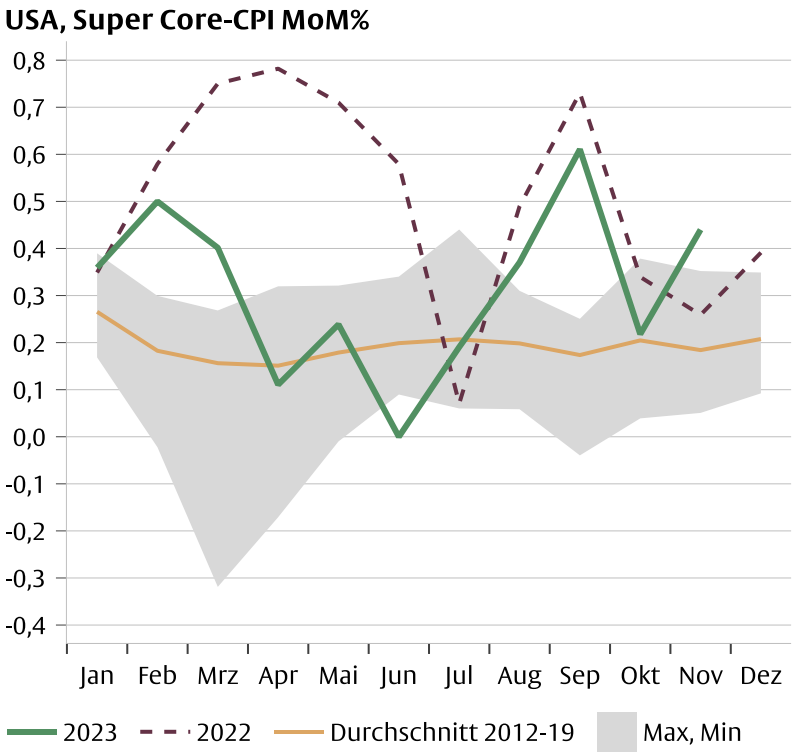
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Bureau of Economic Analysis (BEA), U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS). Daten vom 13.12.2023.

Die Inflation wird über verschiedene Indizes ermittelt. Der **CPI** erfasst Verbraucherpreise, der **PCE Index** die Ausgaben von Haushalten und der **BIP-Deflator** die Preise aller heimisch produzierten Wirtschaftsgüter. Alle drei Indizes erreichten Mitte 2022 einen Höhepunkt; ob sie weiter sinken werden, bleibt abzuwarten.

Supercore-Inflation steigt in den USA



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS). Daten vom 13.12.2023.

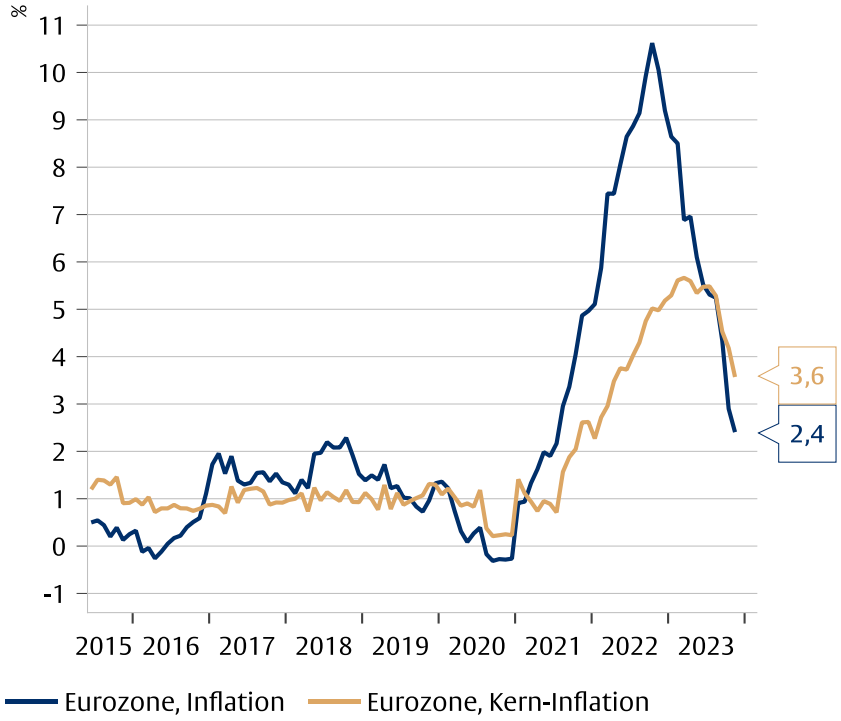


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, . Daten vom 13.12.2023.

Supercore wird definiert als der Dienstleistungspreisindex ohne **Energie** und **Wohnkosten**. Basierend auf dem **CPI-Index**, stieg die Jahresrate der **Supercore-Inflation** im November von **3,7 %** auf **3,9%**. Im Vergleich zum Vormonat erhöhte sich die Supercore-Inflationsrate deutlich schneller als vor der Pandemie.

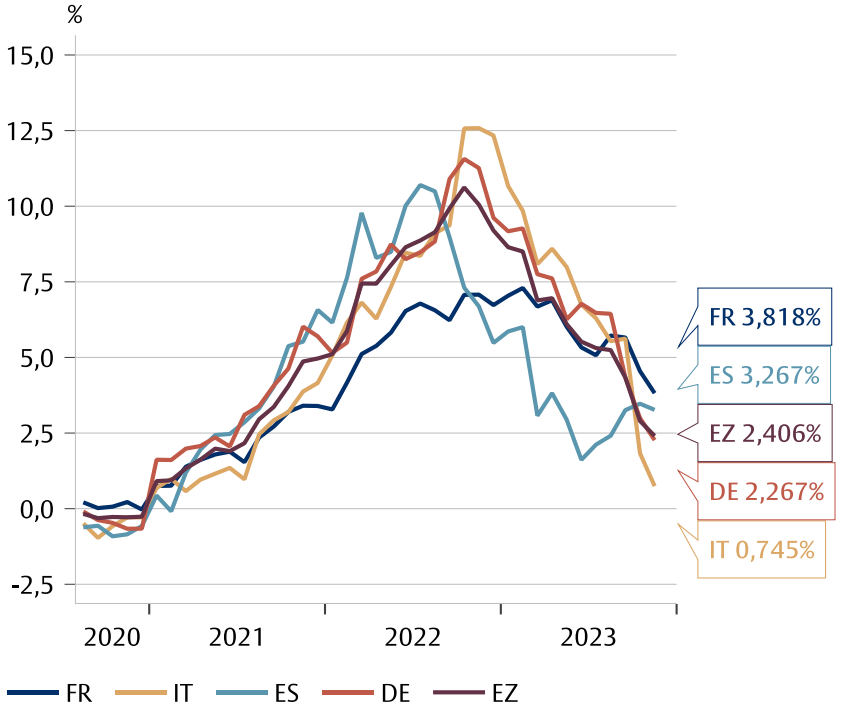
Inflation in der Eurozone

Inflation und Kerninflation in der Eurozone



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Eurostat.
Daten vom 14.12.2023

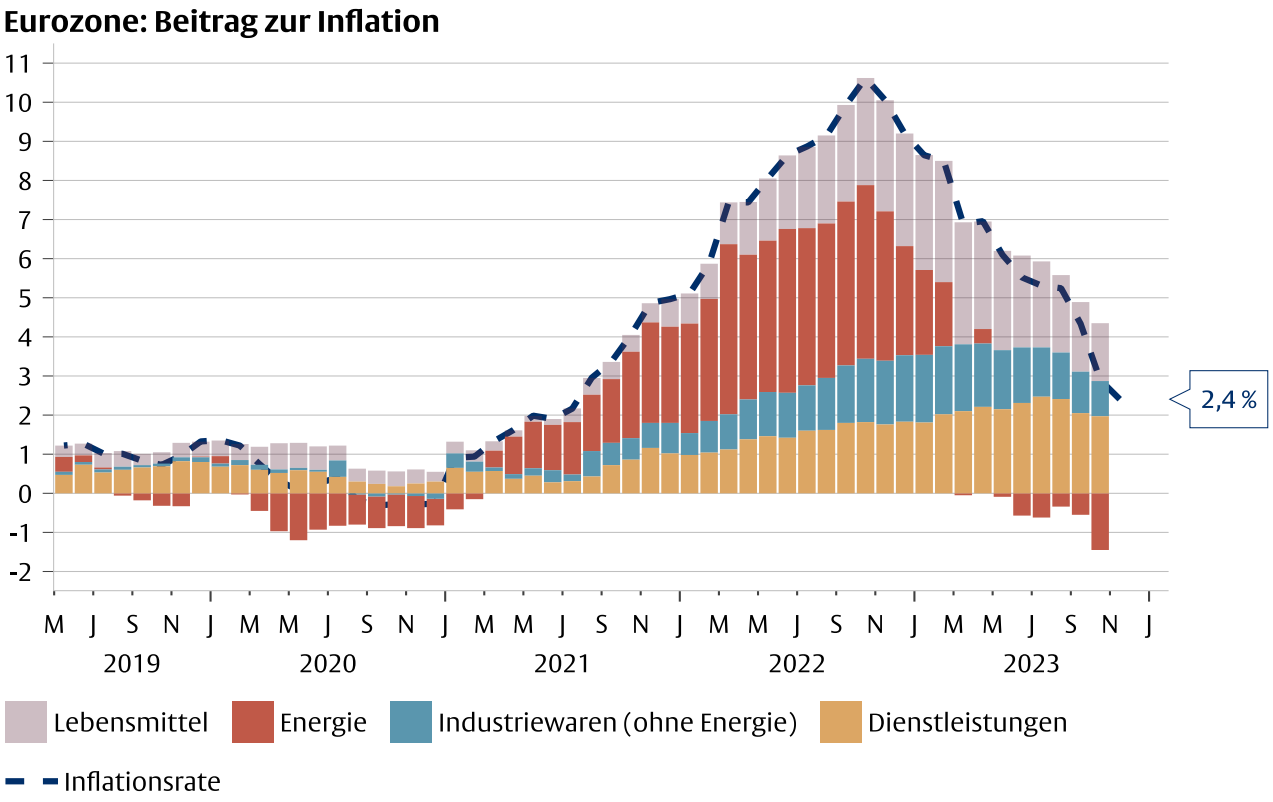
Inflation in der Eurozone (HVPI, YoY%)



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, nationale statistische Ämter.
Daten vom 14.12.2023

Im November stieg der **harmonisierte Verbraucherpreisindex** (**HVPI**) der Eurozone im Vergleich zum Vorjahr um **2,4 %**. Der **Kern-HVPI** stieg um **3,6 %**. Innerhalb der Eurozone variieren die Inflationsraten erheblich; dennoch ist eine **Abschwächung der Inflation** zu verzeichnen.

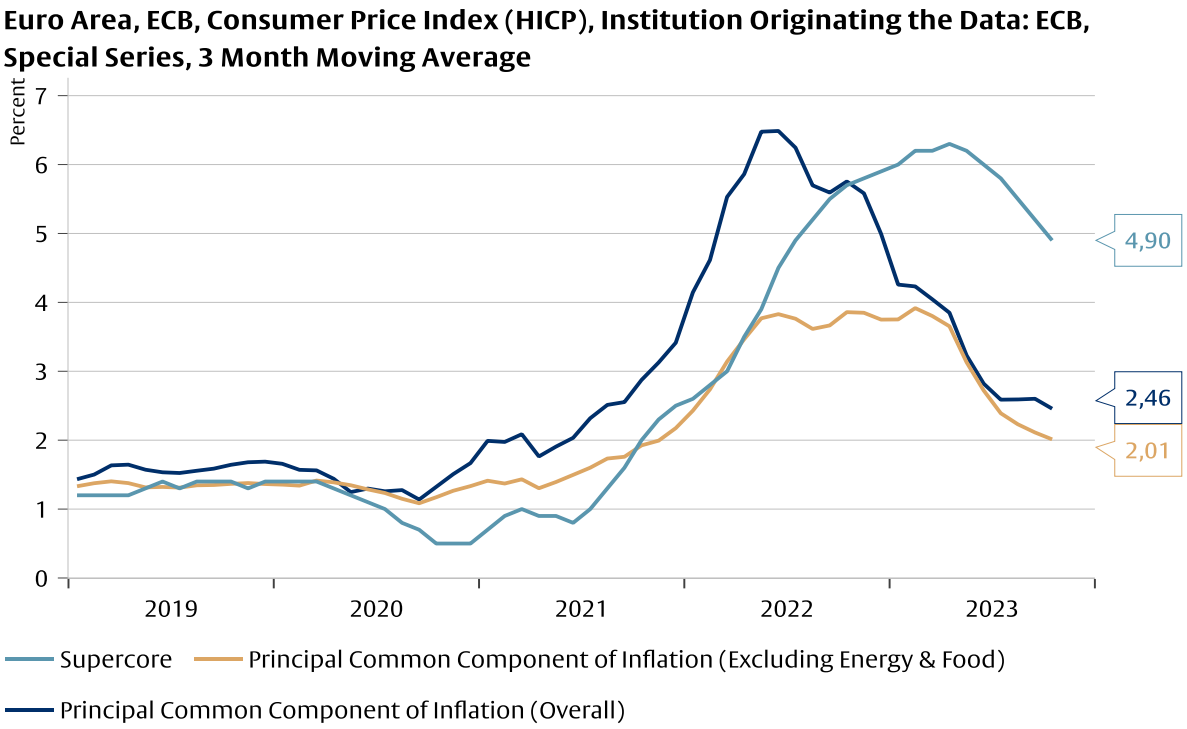
Inflation in der Eurozone



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Eurostat. Daten vom 13.12.2023.

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

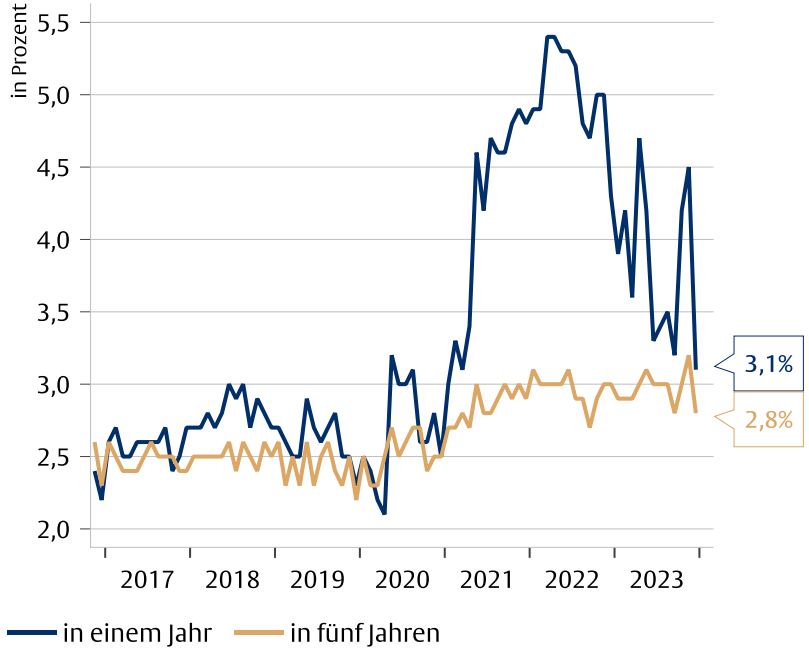


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, ECB (European Central Bank). Daten vom 14.12.2023.

Die Kerninflation bleibt hoch. Die "**Supercore"-Inflation**, die nur Waren betrachtet, die sich **nicht mit dem Konjunkturzyklus** bewegen, lag im September bei 4,9%. Die "**Persistent and Common Component of Inflation (PCCI)",** die nur die dauerhafte und gemeinsame Komponente der Inflationsraten aller Länder der Eurozone beinhaltet, nimmt mit und ohne Energiepreise ab.

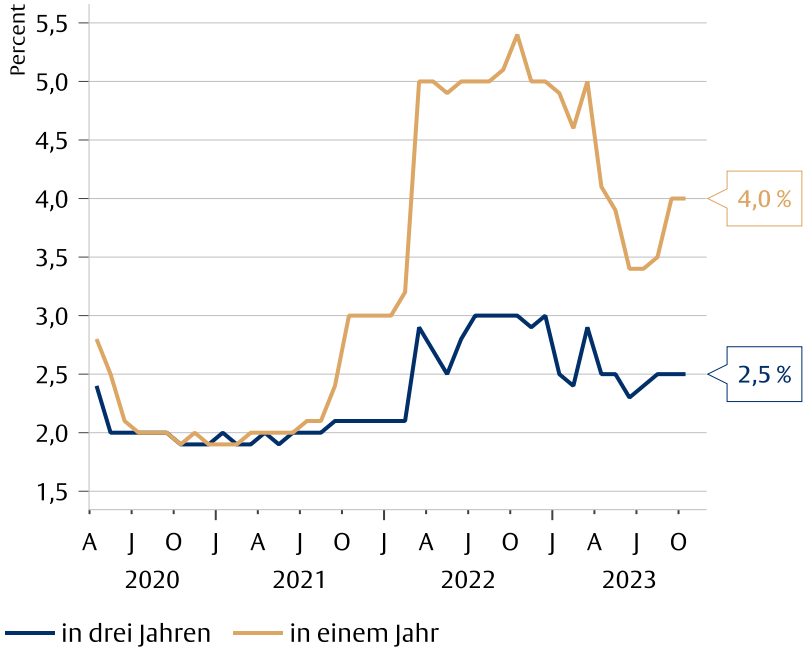
Volatile Inflationserwartungen

USA: Inflationserwartungen der Konsumenten: 1 vs 5 Jahre



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, University of Michigan.
Daten vom 14.12.2023

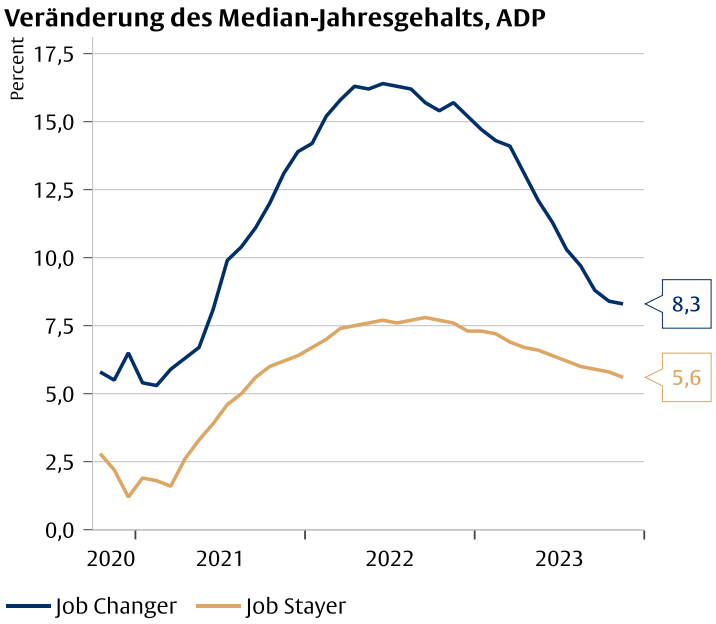
Eurozone: Inflationserwartung der Konsumenten (Median)



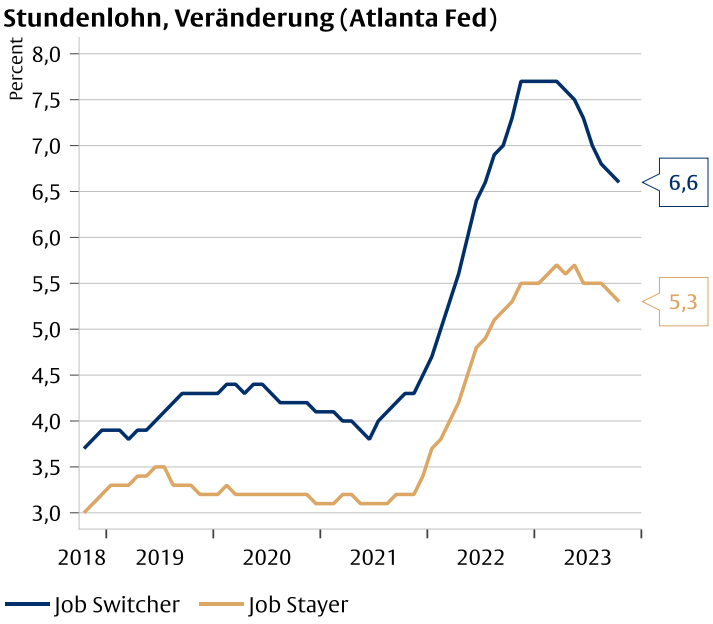
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, ECB (European Central Bank).
Daten vom 14.12.2023

Im November gingen in den USA die **Inflationserwartungen der Konsumenten** für die kommenden fünf Jahre auf **2,8 %** zurück. Für die nächsten zwölf Monate wird eine Inflationsrate von **3,1 %** erwartet, wobei diese Erwartungen in den letzten Monaten sehr stark **fluktuiert haben**. In der Eurozone blieben die Inflationserwartungen für das kommende Jahr bei **4 %** und für die nächsten drei Jahre bei **2,5 %**.

USA: Die Nominallöhne steigen weiter



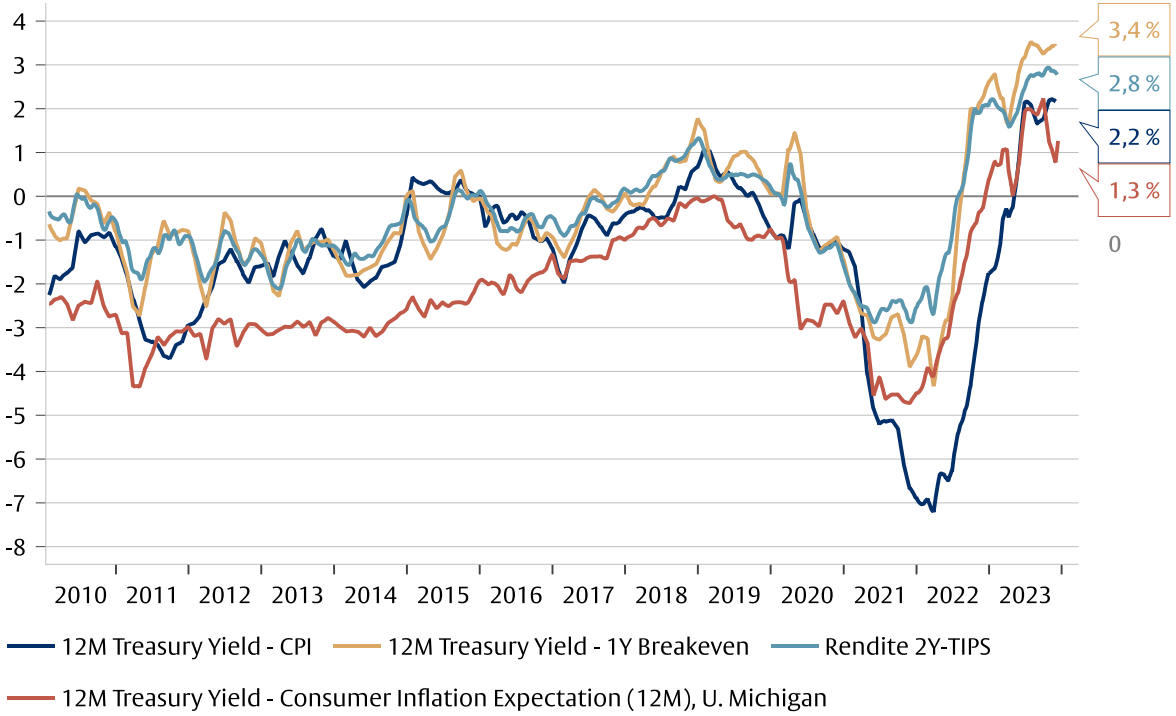
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Automatic Data Processing, Inc. (ADP).
Daten vom 14.12.2023



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Federal Reserve Bank of Atlanta.
Daten vom 14.12.2023

Nach dem **ADP-Arbeitsmarktbericht** war das **Median-Gehalt** von Personen, die ihren Job innerhalb der letzten 12 Monate gewechselt haben, **8,3** % höher als im Vorjahresmonat. Das Median-Gehalt derjenigen, die beim gleichen Job geblieben sind, stieg um **5,6** %. Die Stundenlöhne für „**Job-Wechsler**“ nach den Berechnungen der Atlanta-Fed sind um 6,6 % im Vergleich zum Vorjahr gestiegen, deutlich mehr als die für „**Nicht-Job-Wechsler**“ (5,3 %).

Wo ist der Realzins?

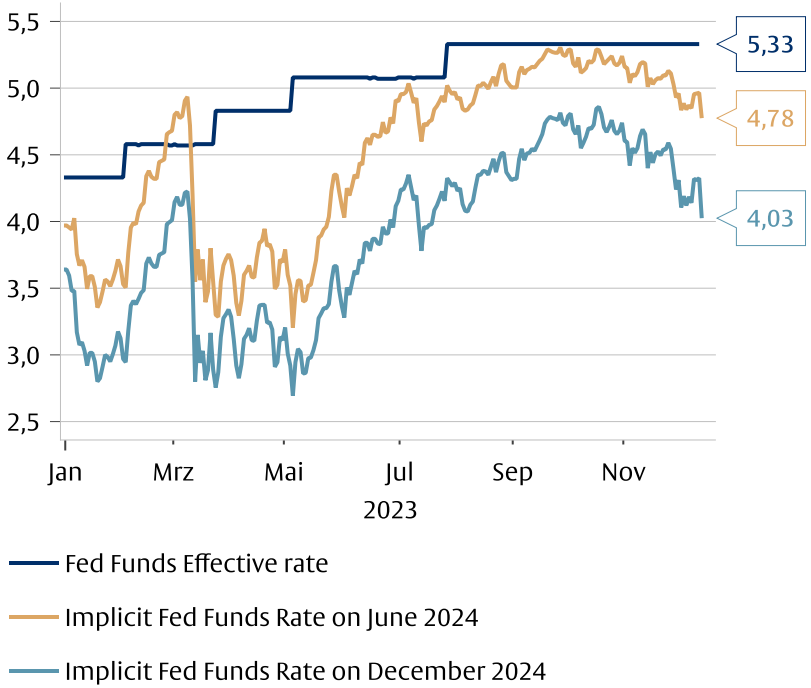


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Federal Reserve, U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS), U.S. Department of Treasury, University of Michigan. Daten vom 14.12.2023.

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 **1,2 % und 3,4 %**. 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 2,8%.

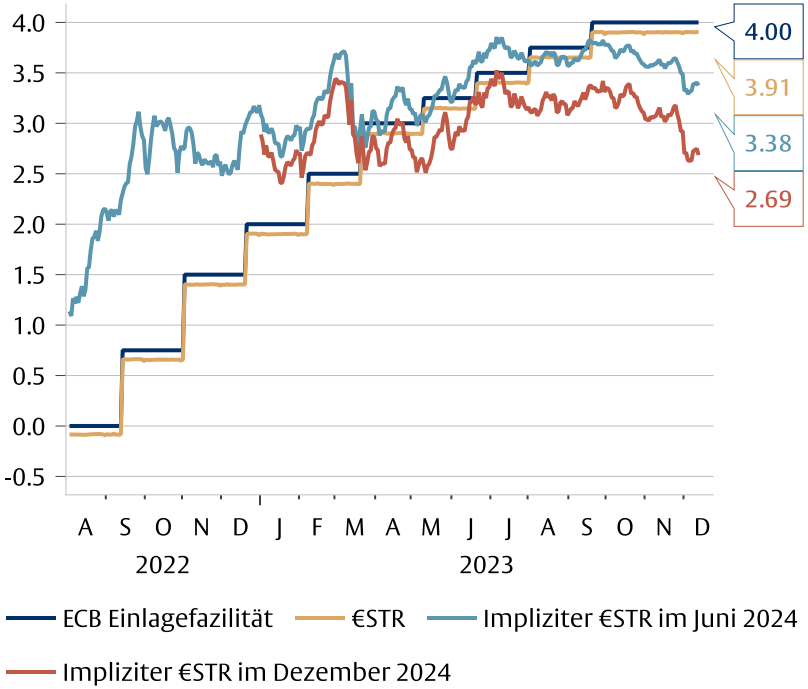
Zinssenkungen für die zweite Hälfte 2024 eingepreist

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 14.12.2023.

EZB: erwarteter Zins im Dezember 2023 vs Einlagefazilität



Source: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Intercontinental Exchange (ICE), ECB (European Central Bank). Data: 12/14/2023.

Derzeit werden auf den Futures-Märkten insbesondere für die zweite Hälfte 2024 Zinssenkungen erwartet.