Flossbach von Storch
RESEARCH INSTITUTE

Konjunkturbericht

Pablo Duarte

Dezember 2023

Einleitung

Im Dezember zeigte sich die **US-Wirtschaft** weiterhin stabil, unterstützt durch einen **robusten Haushaltskonsum und hohe Einzelhandelsumsätze**, während sich die Anzeichen einer **Rezession in der Eurozone** verstärkten.

Der **Inflationsdruck** in den USA stieg erneut, während die **Kerninflation** und die **Supercore-Inflation** auf **3,9 %** blieben. Der zum Teil starke Anstieg der Inflationsraten in der Eurozone ist dem **Basiseffekt** aus **Energiepreissubventionen** im letzten Winter zu verdanken, 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

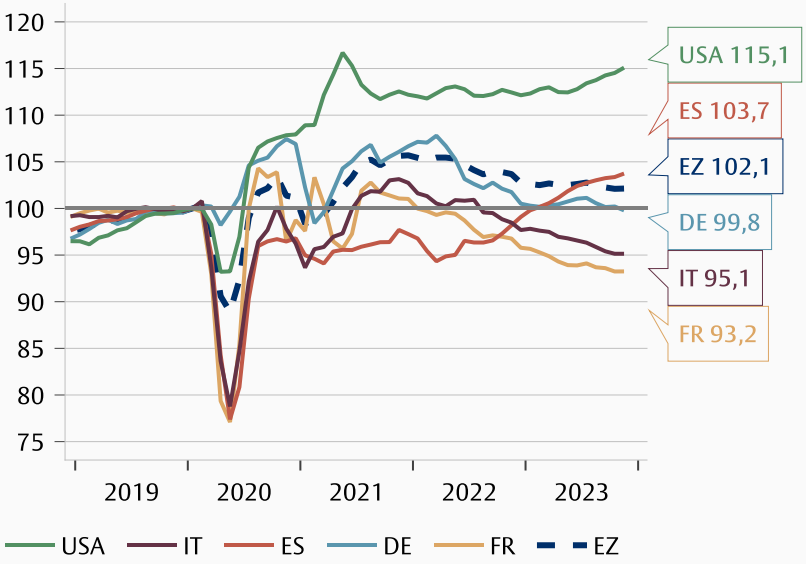
Realwirtschaft 4

Preise 22

REALWIRTSCHAFT

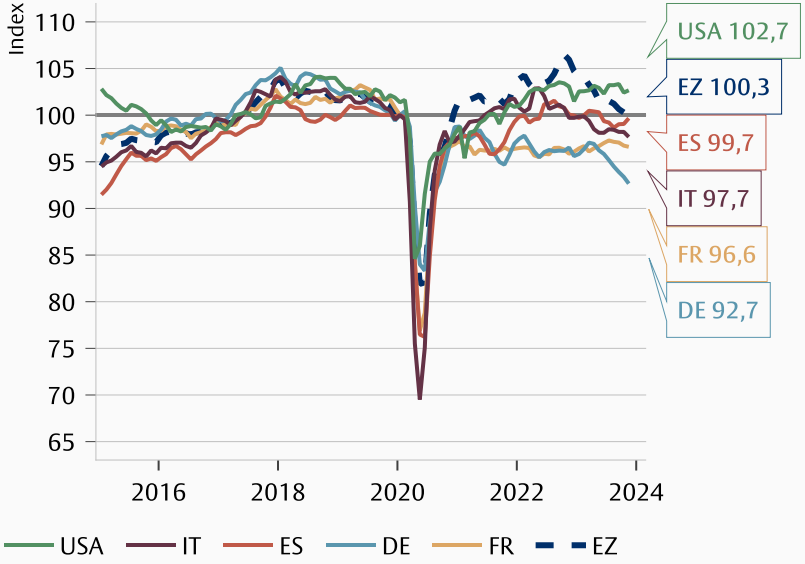
Die Einzelhandelsumsätze steigen in den USA

Reale Einzelhandelsumsätze, 01.2020 = 100



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond. Daten vom 11.01.2024.

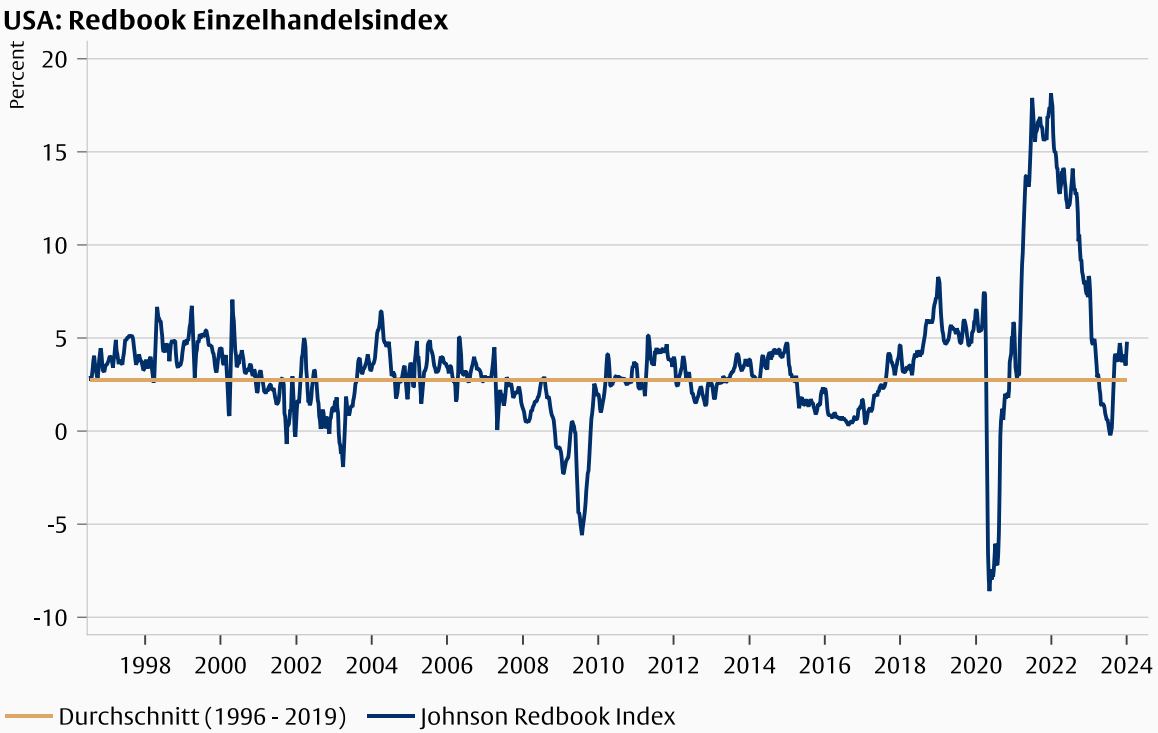
Industrieproduktion in der Eurozone, 01.2020 = 100



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond. Daten vom 11.01.2024.

Im Vergleich zu **Januar 2020** sind die **Einzelhandelsumsätze** in den **USA** um **15,1 %** gestiegen, in der **gesamten Eurozone** jedoch nur um **2,1%**. Die **Industrieproduktion** in beiden Regionen zeigt schwächere Zuwächse als der Einzelhandel. In den **USA** ist sie um **2,7 %**, in der **Eurozone** nur um **0,3%** angestiegen. **Deutschlands Industrieproduktion** liegt **7,3 %** unter dem Niveau von **Januar 2020**.

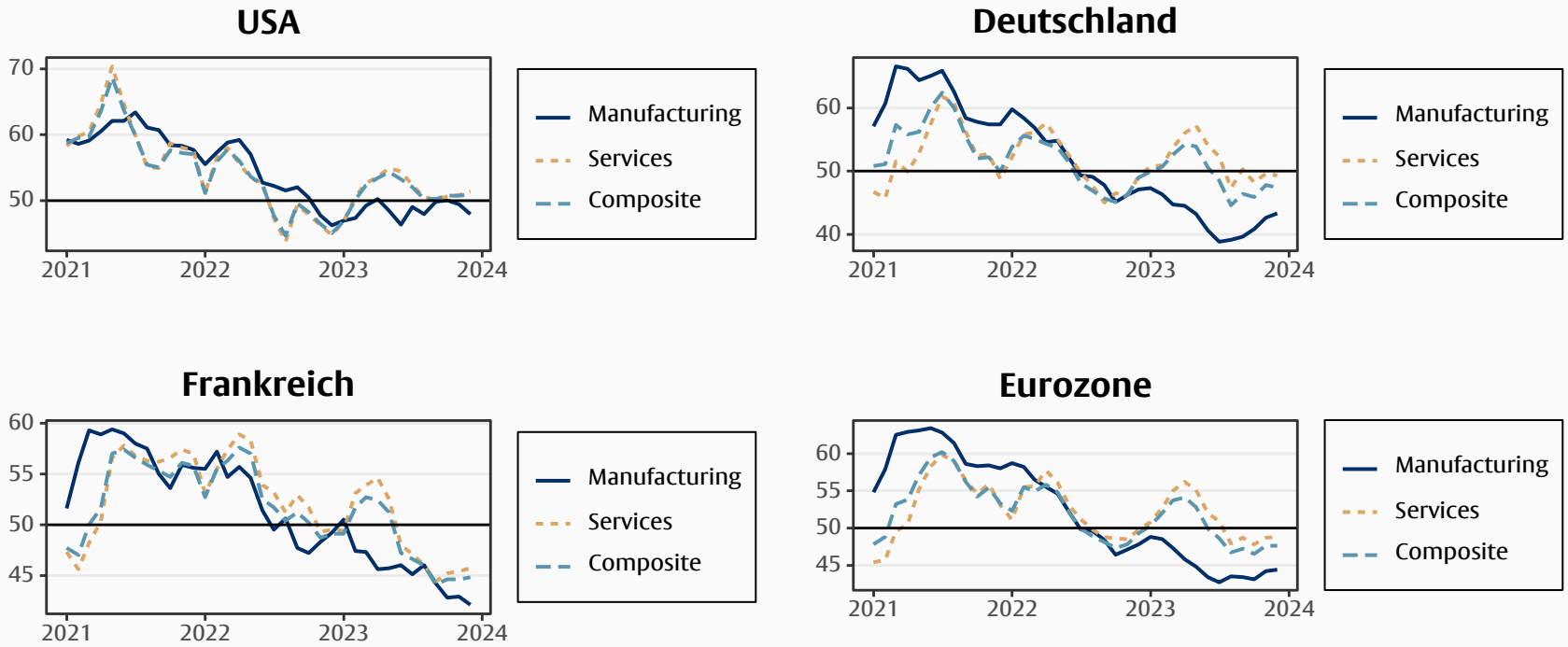
USA: Die Einzelhandelsverkäufe steigen wieder an



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Redbook Research Inc.. Daten vom 11.01.2024.

Der „Johnson Redbook Retail Sales“ -Index fasst die **Verkaufsleistung** von **Warenhäusern** und **Einzelhandelsgeschäften** in den USA zusammen. Der Index liegt erneut über dem zwischen **1996 und 2019** berechneten **Durchschnitt** und signalisiert **starke US-Einzelhandelsumsätze** für **Dezember 2023**.

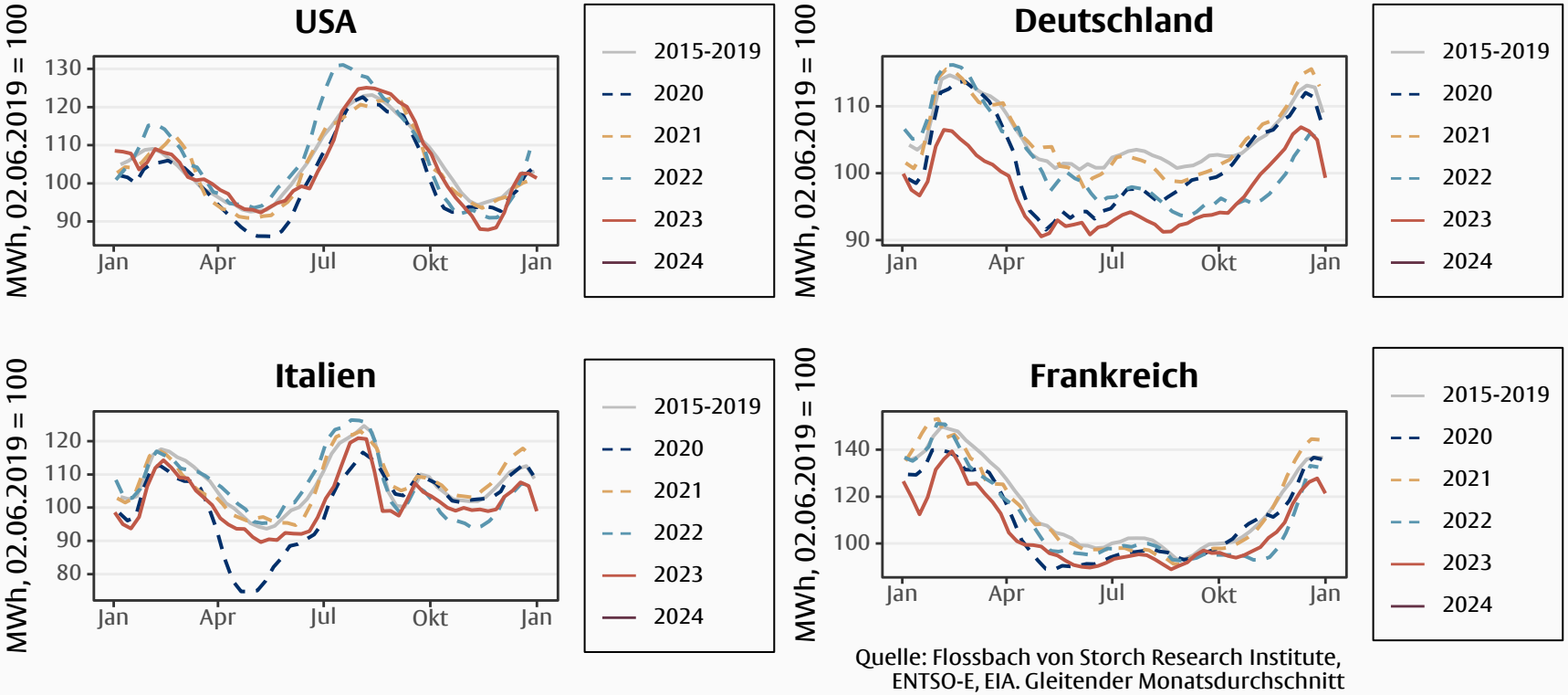
Rezession in der Eurozone



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

Im **Dezember** erholten sich die **Einkaufsmanagerindizes** (**PMI**) in der **Eurozone** leicht. Obwohl das **verarbeitende Gewerbe** weiter schrumpft, insbesondere in **Deutschland**, erholte sich der Index vom **Tiefpunkt**. In **Frankreich** fiel der **PMI für das verarbeitende Gewerbe und den Dienstleistungssektor** weiter. In den **USA** bewegte sich der Index **seitwärts**, wobei das **verarbeitende Gewerbe leicht schrumpfte**.

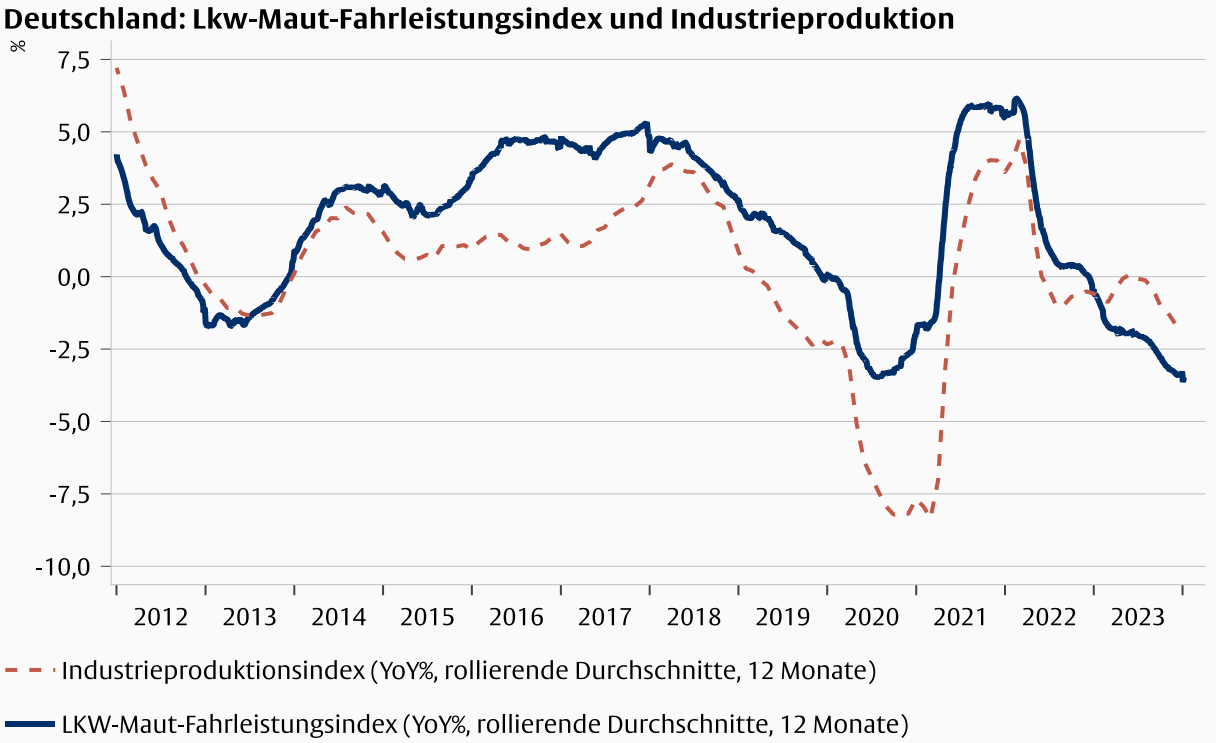
Der Stromverbrauch in der EZ bleibt niedrig



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

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

Die Deutsche Industrieproduktion bleibt schwach

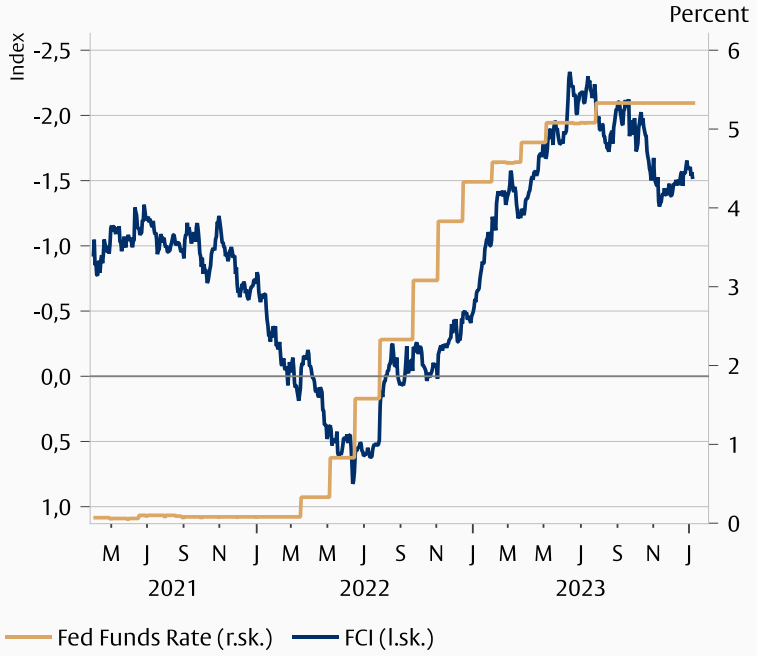


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, German Federal Statistical Office (Statistisches Bundesamt). Daten vom 11.01.2024.

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 Dezember und Januar.

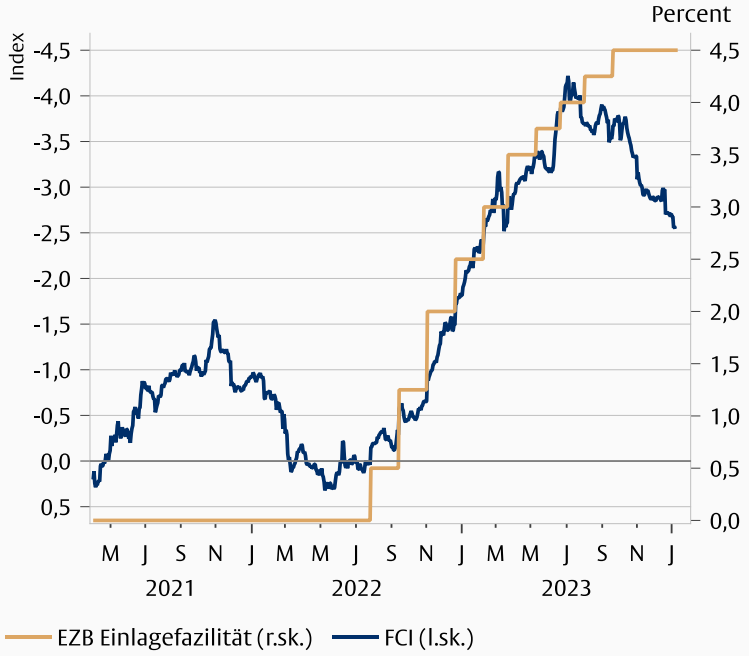
Die Finanzbedingungen werden restriktiver

USA: Financial Conditions Index (Macrobond)



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond. Daten vom 11.01.2024.

Eurozone: Financial Conditions Index (Macrobond)

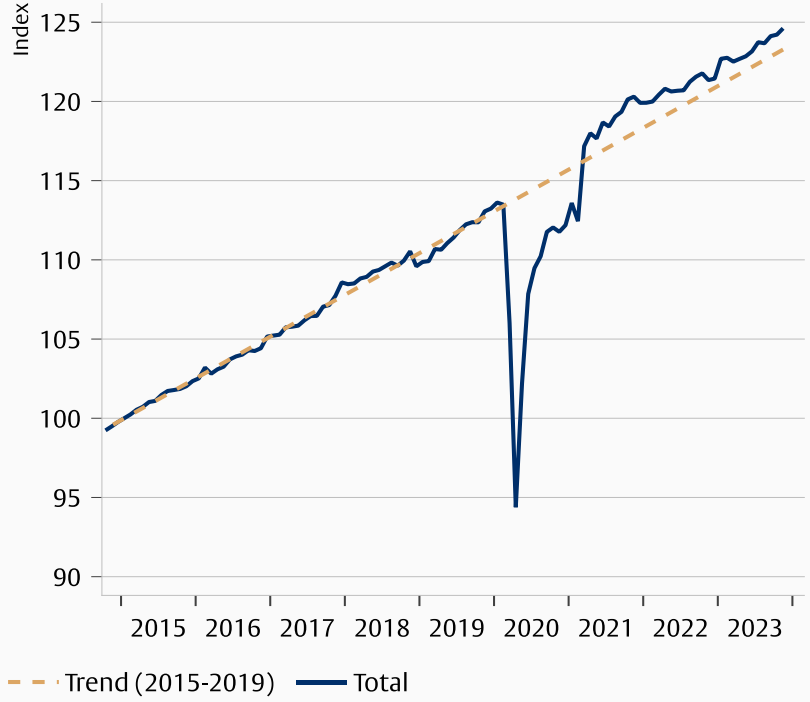


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond. Daten vom 11.01.2024.

Der **Macrobond 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. Nachdem sich die **Finanzbedingungen** wieder verschärft hatten, erholten sie sich mit dem angedeuteten **Kurswechsel der US-Notenbank Fed** im **Dezember 2023**. In der **Eurozone** hingegen verschärften sich die Finanzbedingungen weiter.

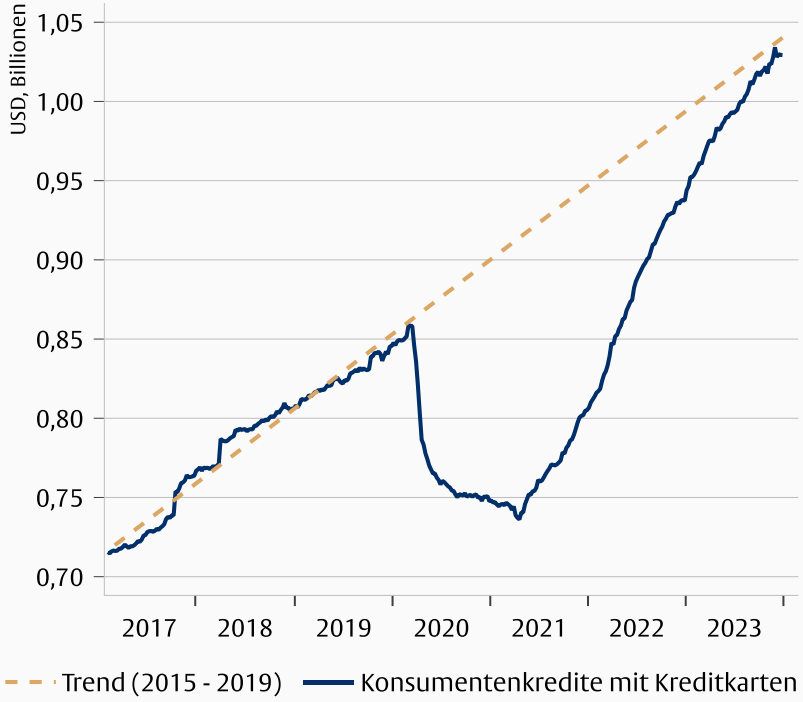
USA: Der private Konsum bleibt stabil

Mengenindex (PCE), 01.2020 = 100



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Bureau of Economic Analysis (BEA). Daten vom 11.01.2024.

Konsumentenkredite: Kreditkarten

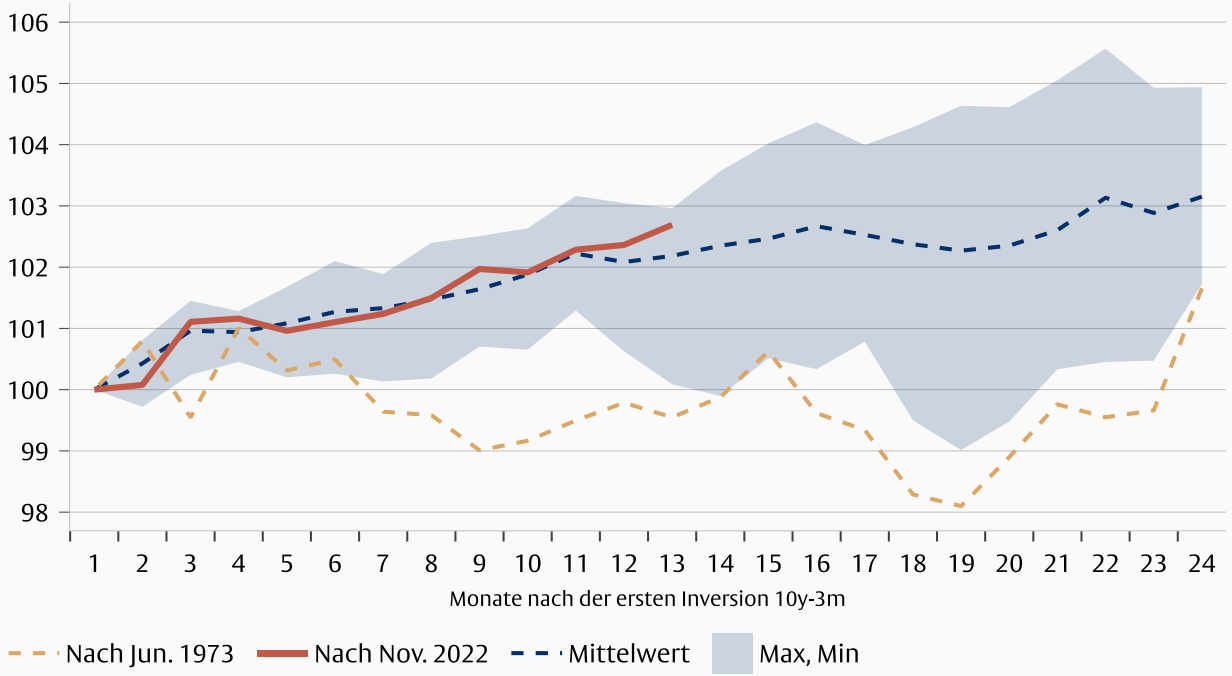


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Federal Reserve. Daten vom 11.01.2024.

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, wobei sie sich in den letzten Wochen leicht vom **Trend** entfernt haben.

US-Haushaltsausgaben: in Rezessionsphasen

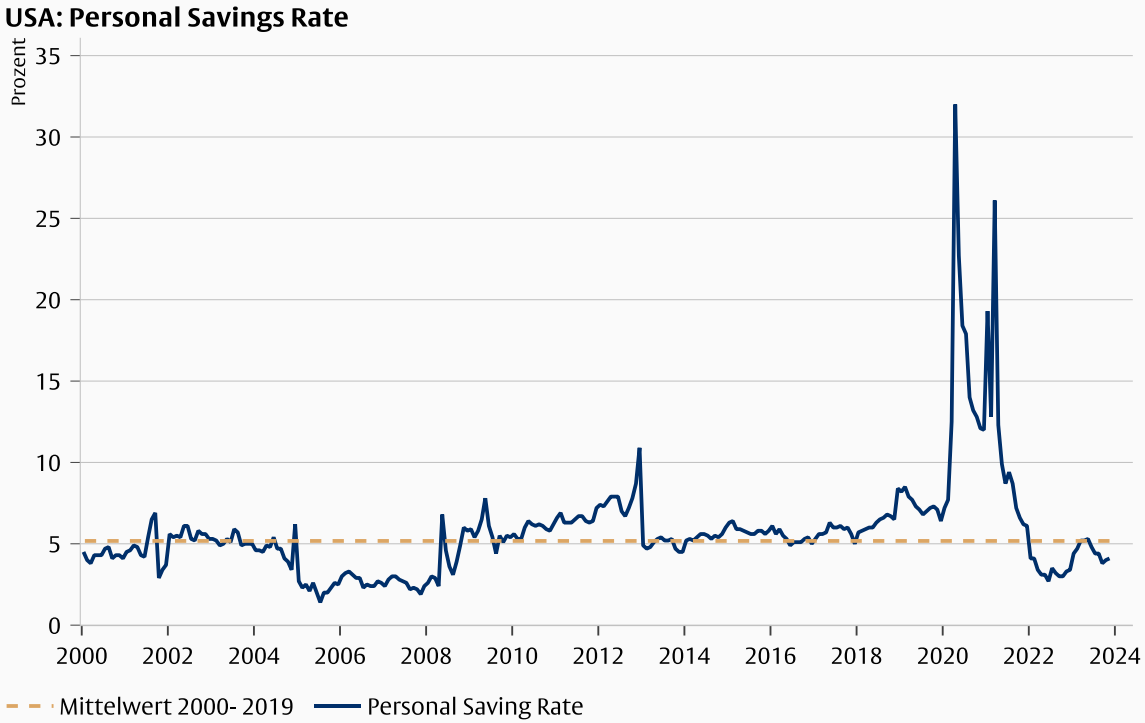
USA: PCE Preisbereinigte Ausgaben von Haushalten nach Inversionen der Zinsstrukturkurve



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Bureau of Economic Analysis (BEA), NBER (National Bureau of Economic Research). Daten vom 11.01.2024.

Die **preisbereinigten Ausgaben** der **Haushalte** folgen einem **Muster**, das nach **Inversionen der Zinsstrukturkurve** beobachtet wurde. Historisch führte jede Inversion seit **1968** zu einer **Rezession**. Mit Ausnahme der **Rezession Anfang der 1970er Jahre**, stiegen die Ausgaben im **Durchschnitt** weiter. Im Jahr **1974** sanken die **Haushaltsausgaben** 15 Monate lang.

USA: Die Sparquote sinkt leicht

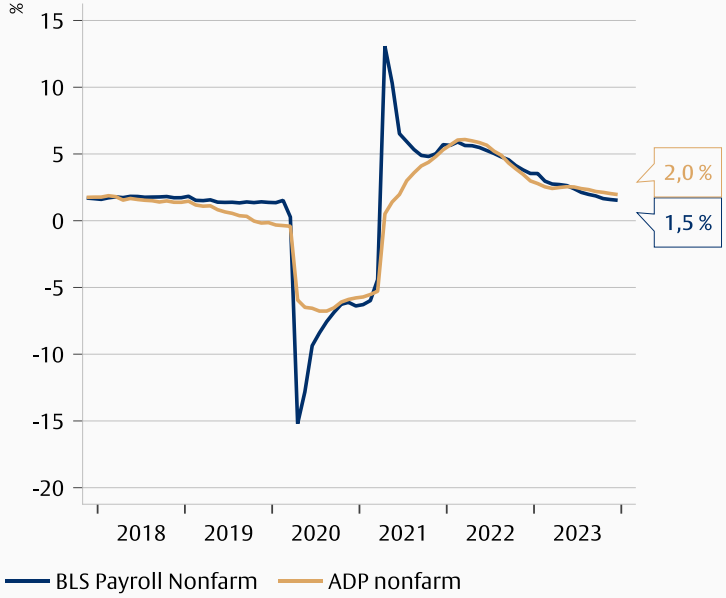


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Bureau of Economic Analysis (BEA). Daten vom 11.01.2024.

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.

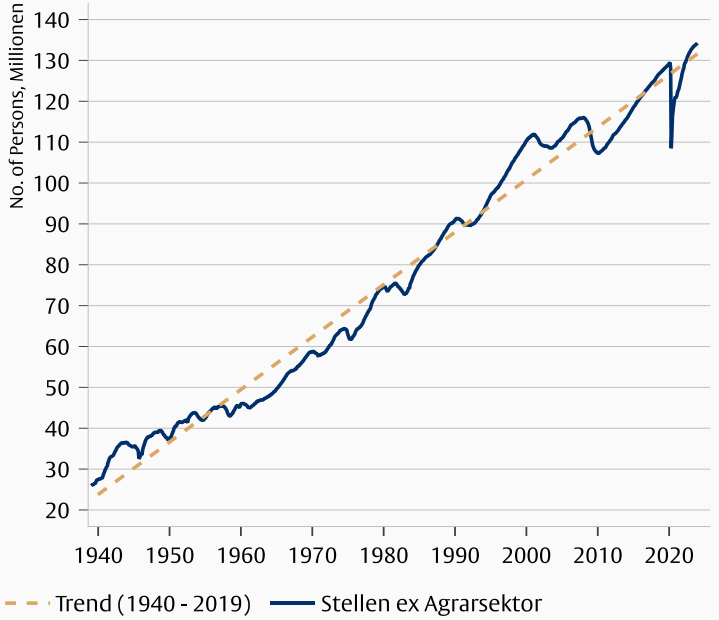
USA: langsameres Stellenwachstum

USA: Stellenwachstum, YoY%



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS), Automatic Data Processing, Inc. (ADP). Daten vom 11.01.2024

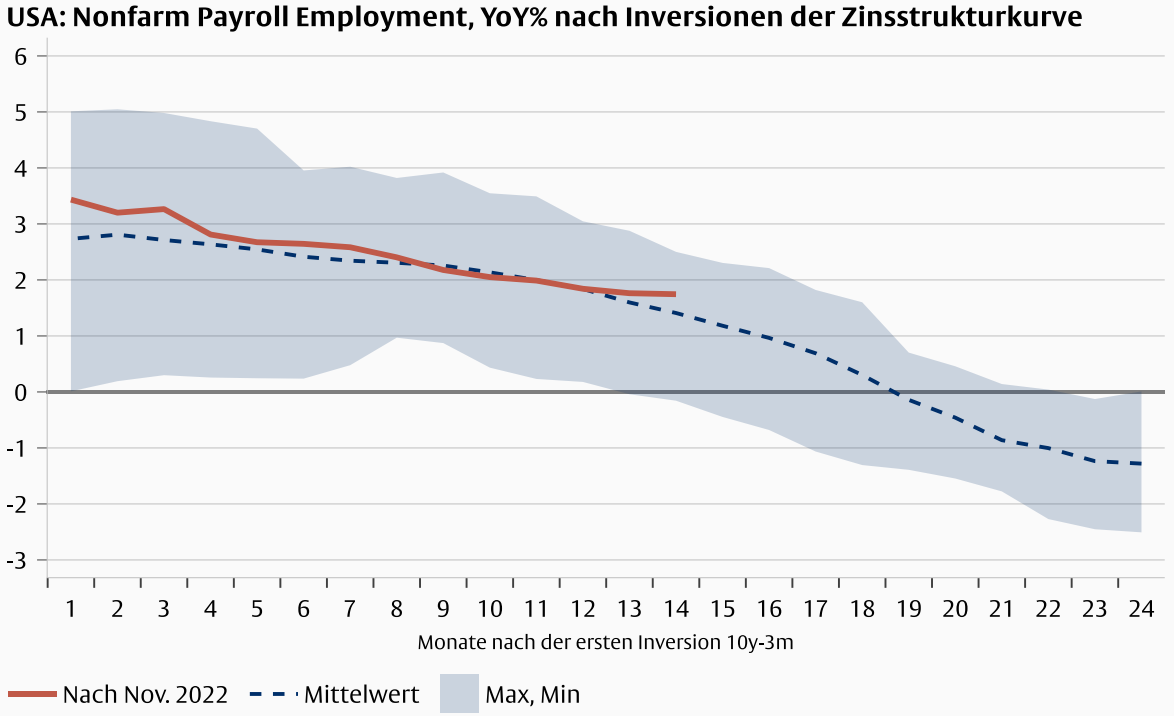
US Arbeitsmarkt: Nonfarm Payroll



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS), Automatic Data Processing, Inc. (ADP). Daten vom 11.01.2024.

Im Dezember ist die **Anzahl der Stellen (ohne Landwirtschaft)** im Vergleich zum Vorjahresmonat um **1,5** % gestiegen. Laut dem **ADP-Arbeitsmarktbericht** lag der jährliche Anstieg bei **2 %**. Die **Zuwachsraten** nehmen seit März leicht ab. Das **Niveau** ist über dem **bis 2019** fortgeschriebenen Trend.

USA: Stellenwachstum folgt bekanntem Muster

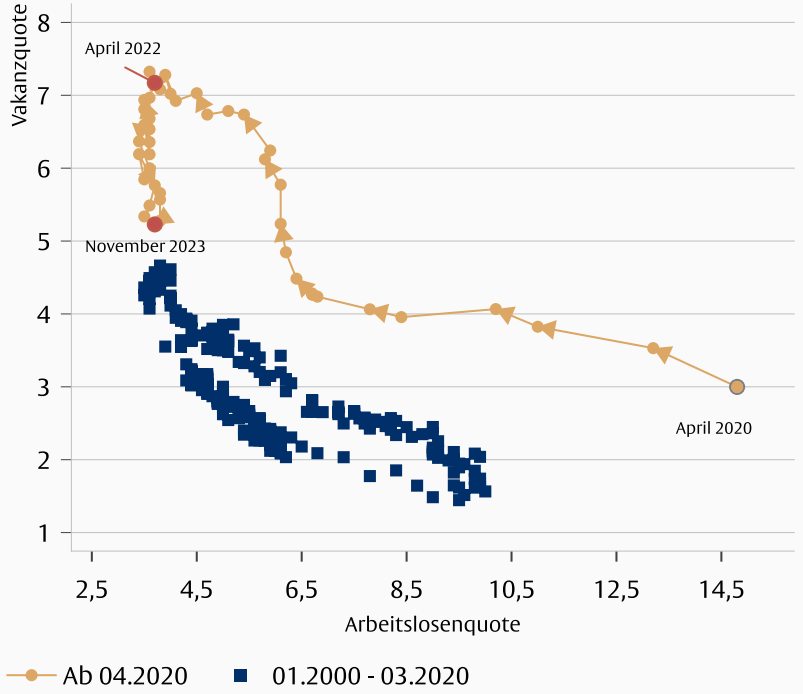


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS), NBER (National Bureau of Economic Research). Daten vom 11.01.2024.

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, **14 Monate** nach der Inversion im Oktober 2022, verlangsamt sich das Stellenwachstum ähnlich.

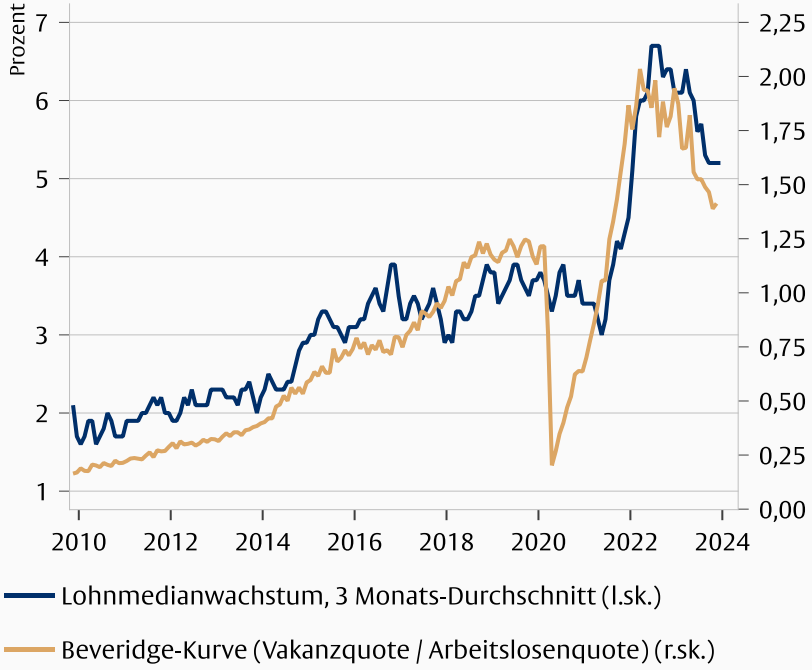
USA: weniger Druck auf dem Arbeitsmarkt?

USA: Beveridge-Kurve



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS). Daten vom 11.01.2024.

USA: Lohnwachstum und der Arbeitsmarkt

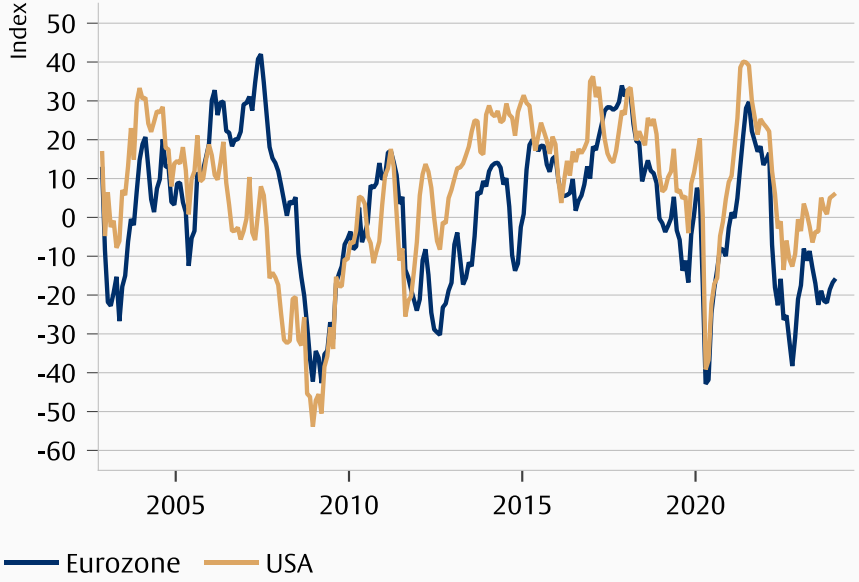


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Federal Reserve Bank of Atlanta, U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS). Daten vom 11.01.2024

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.

Die Stimmung erholt sich in den USA

Sentix Konjunkturindex USA und Eurozone



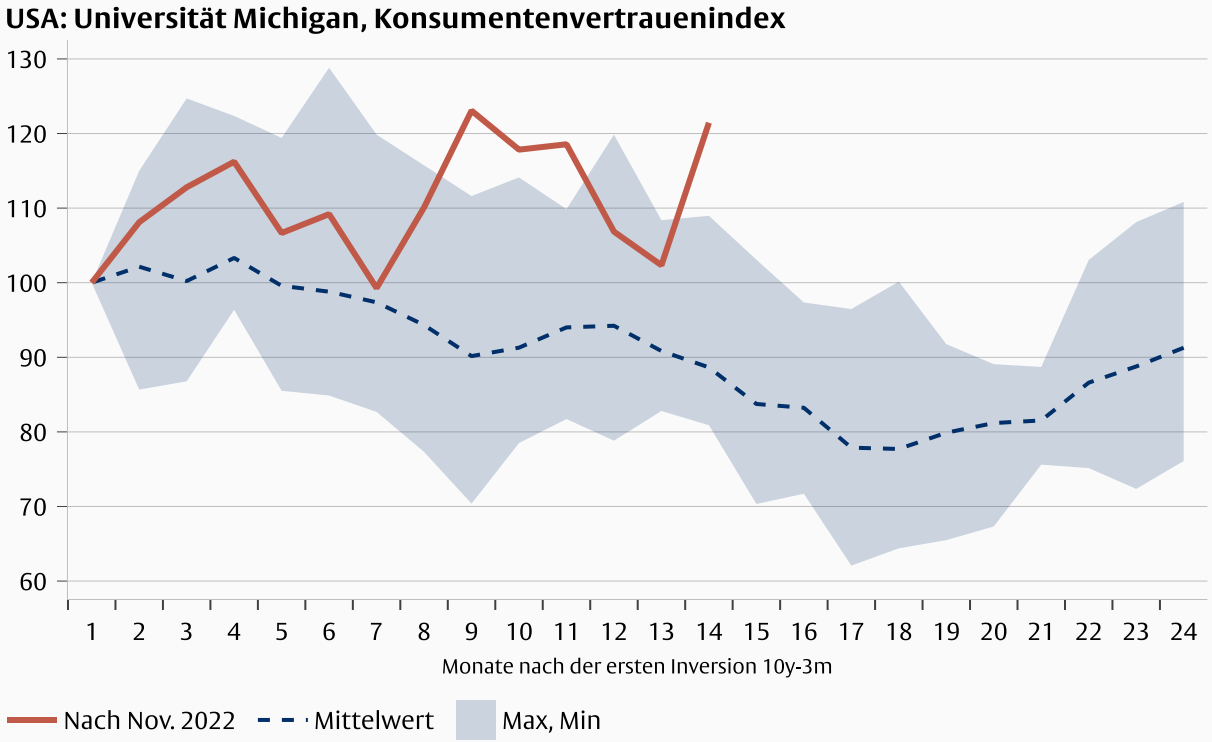
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Sentix.
Daten vom 11.01.2024

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 11.01.2024

Im **Dezember** verbesserten sich das **Konsum- und Investitionsklima** in den **USA**, während in der **Eurozone** keine nennenswerten Veränderungen festzustellen waren. Sowohl der **Sentix Konjunkturindex** für die USA als auch der **Konsumklimaindex der Universität Michigan** zeigten kürzlich Anstiege.

USA: Die Stimmung ist besser als in früheren Rezessionen

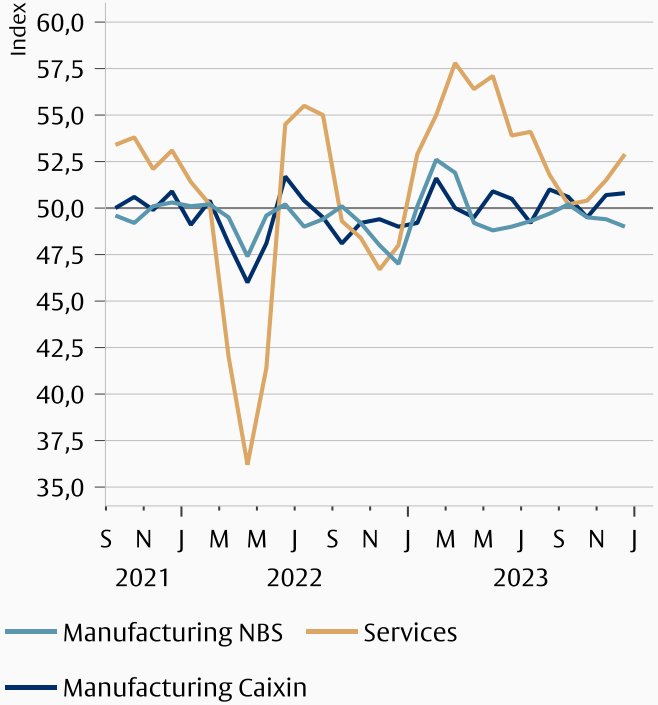


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, University of Michigan, NBER (National Bureau of Economic Research). Daten vom 11.01.2024.

Nach **Inversionen der Zinsstrukturkurve** in der Vergangenheit verschlechterte sich das **Konsumklima**. Im Durchschnitt begann die Erholung etwa **18 Monate** nach der Inversion. Der **Vertrauensindex der Universität Michigan** zeigte jedoch nach der Kurveninversion im **Oktober 2022** insgesamt eine Verbesserung. **14 Monate** danach lag der Index höher als nach vorherigen Kurveninversionen.

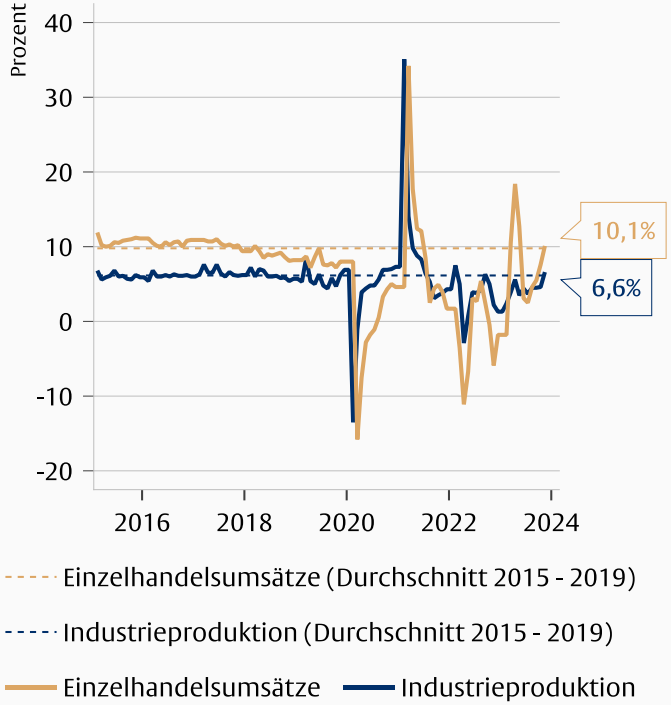
China: Das Verarbeitende Gewerbe bleibt schwach

China: Einkaufsmanagerindizes (PMI)



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, S&P Global, China Federation of Logistics & Purchasing. Daten vom 11.01.2024.

China: Industrieproduktion und Einzelhandel

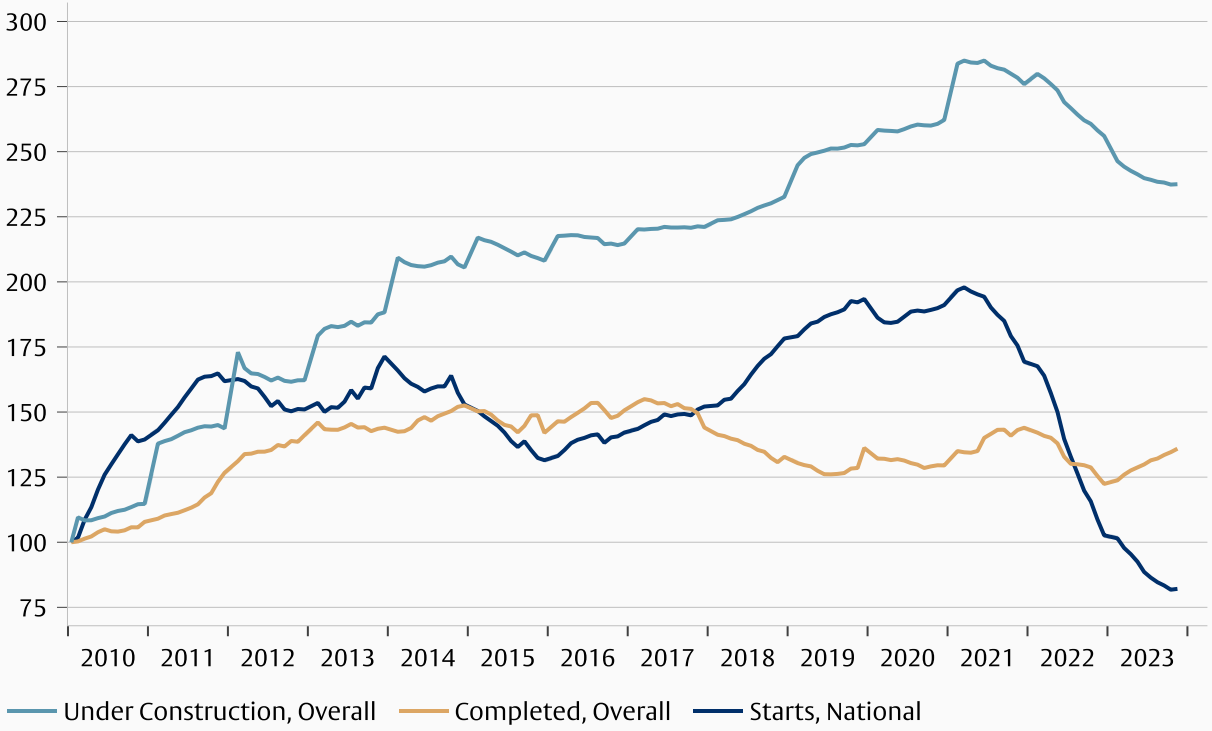


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, China National Bureau of Statistics (NBS). Daten vom 11.01.2024.

Im **Dezember** war der **Dienstleistungssektor** Chinas **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 November ein langsameres Wachstum auf als der Durchschnitt der Jahre 2015 bis 2019.

China: weniger Neubauten

China, Immobilien, Baustand jedes Jahr, 01.2010 = 100

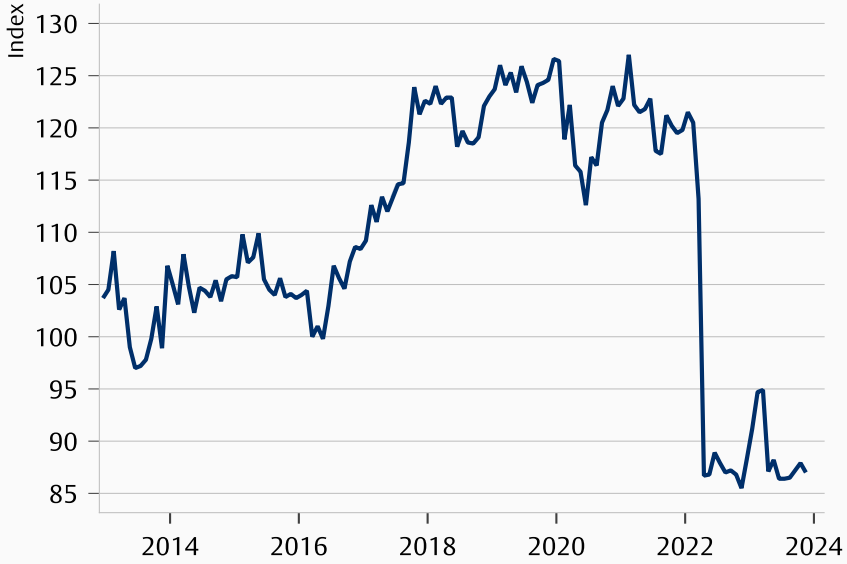


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, China National Bureau of Statistics (NBS). Daten vom 11.01.2024.

Die Zahl der **angefangenen Neubauten** pro Jahr ist unter das Niveau von 2010 gefallen, während die **fertiggestellten Immobilien** sich seit Anfang 2023 leicht erholt haben. Die Zahl der **unfertigen Immobilien** sinkt ebenfalls.

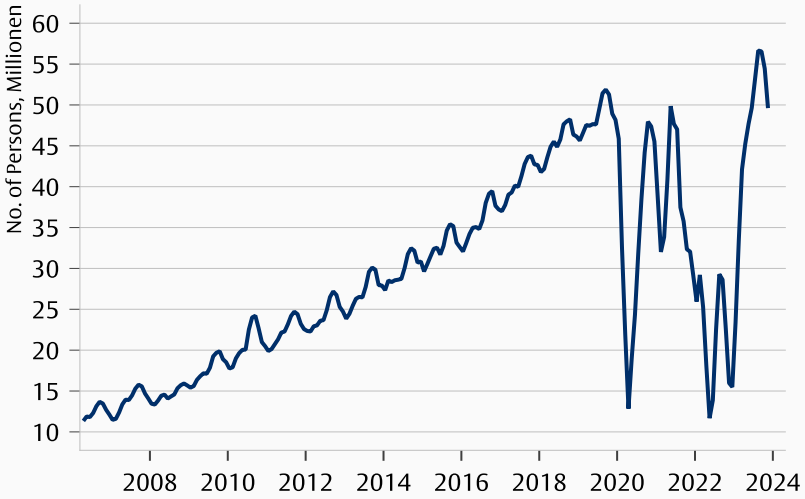
China: Stimmung und Mobilität erholen sich langsam

China, Konsumentenvertrauen



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, China Economic Monitoring & Analysis Center (CEMAC). Daten vom 11.01.2024.

Passagieraufkommen auf Inlandsflügen (3-Monats-Durchschnitt)



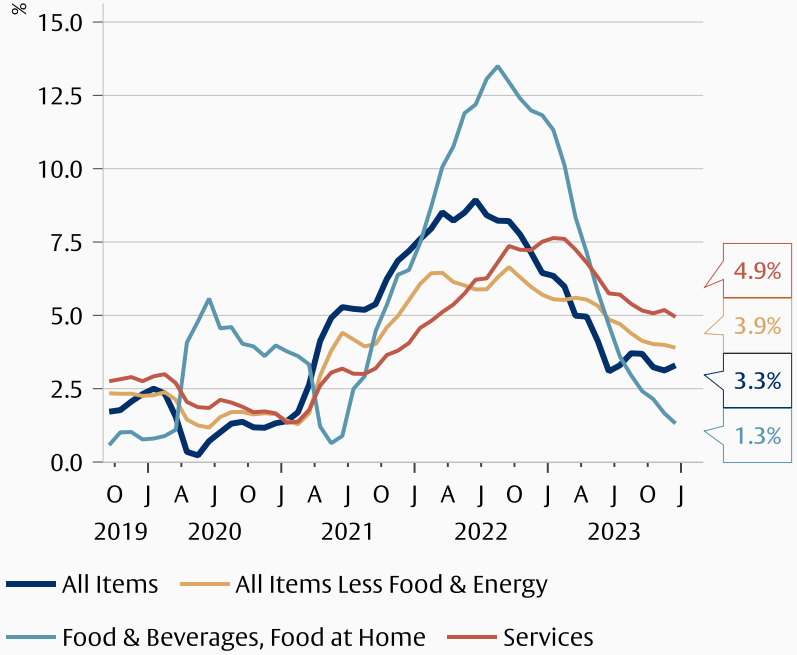
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, China Civil Aviation Administration. Daten vom 11.01.2024.

In **China,** hat sich das **Vertrauen** der **Konsumenten** erneut verschlechtert und ist so tief wie mitte 2022. Der 3-Monats-Durchschnitt des **Passagieraufkommens** war im Mai dieses Jahres auf dem Niveau von Juni 2019 zurück.

PREISE

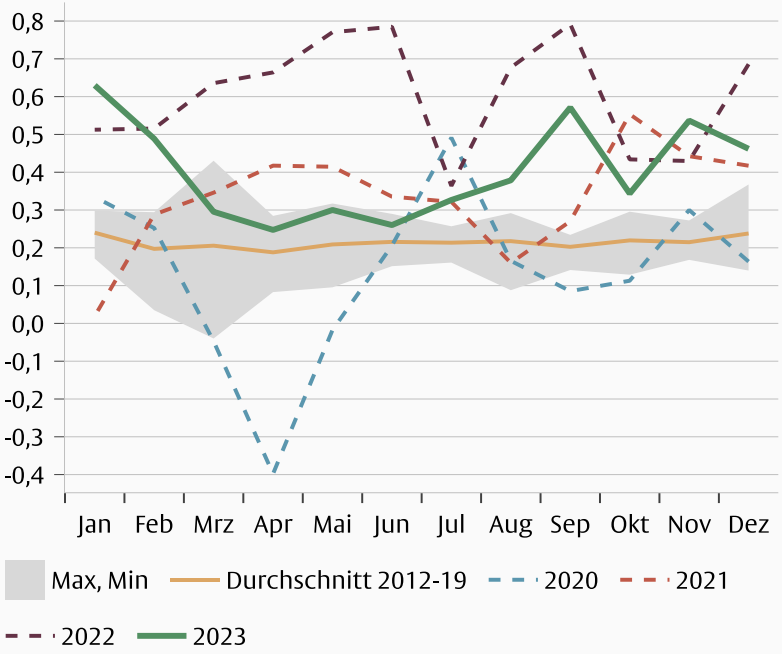
Inflation in den USA

United States, CPI & Core CPI



Source: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS). Data: 1/11/2024

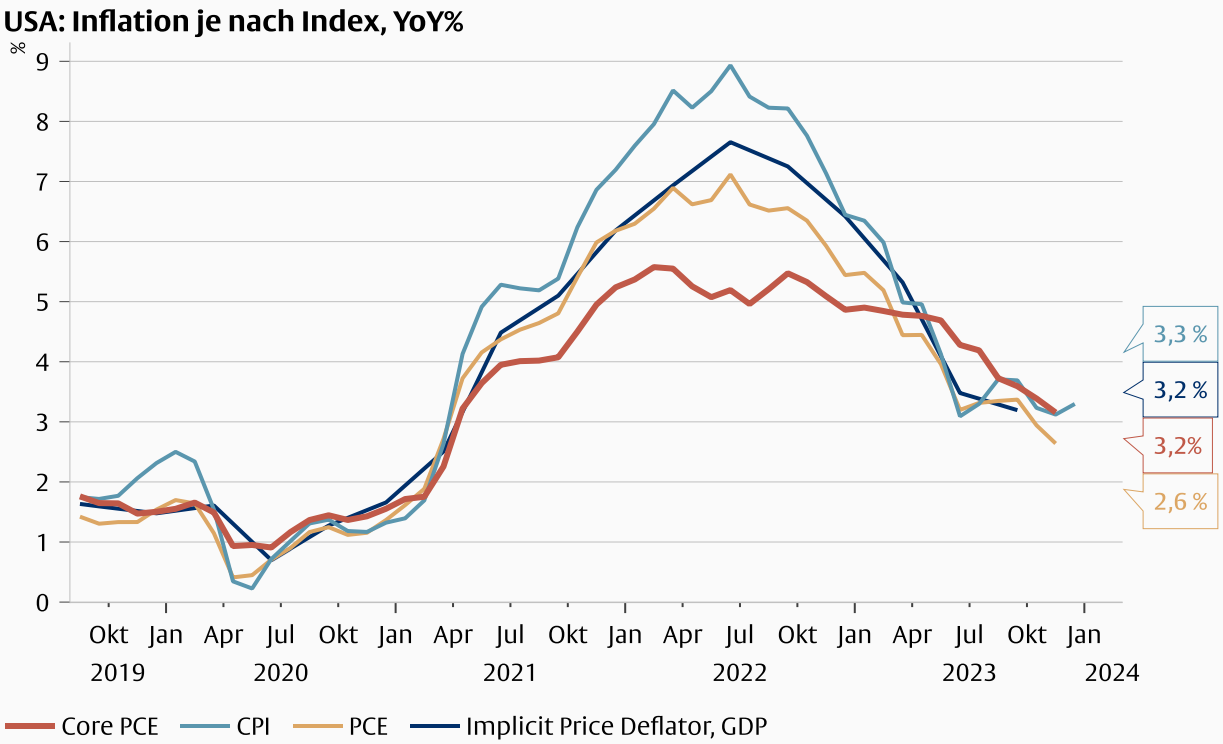
USA, Dienstleistungen



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS). Daten vom 11.01.2024

Im **Dezember** stieg die **Inflationsrate** in den USA stärker als erwartet. Die **Kerninflation** stieg leicht auf 3,9%. Im **Dienstleistungssektor** hielt der **Inflationsdruck** an. da die monatliche Veränderung deutlich über den Werten der Dezember-Monate der vergangenen 10 Jahre lag. Im Dienstleistungssektor stiegen die Preise um 4,9 % J-ü-J an.

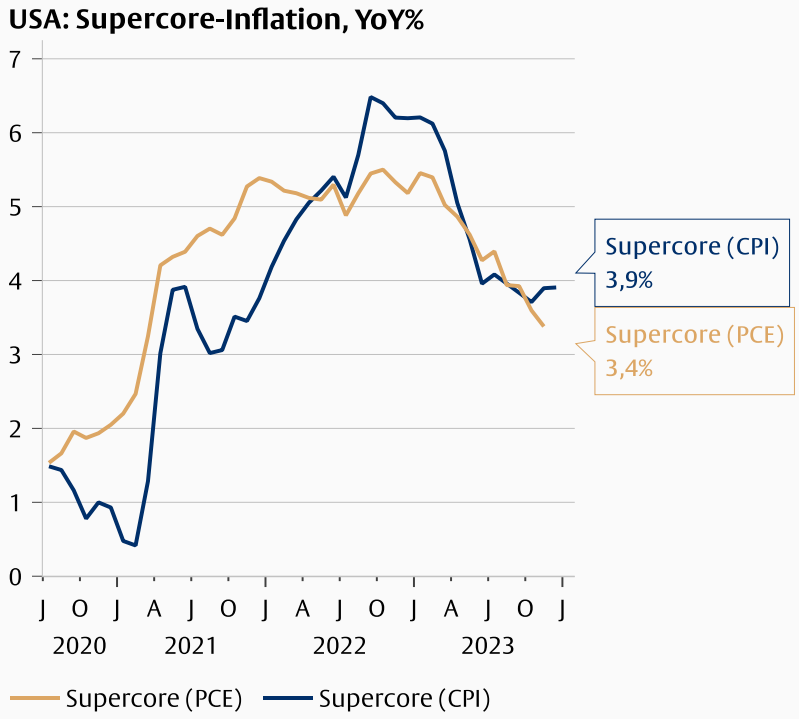
Inflation in den USA: CPI, PCE & BIP-Deflator



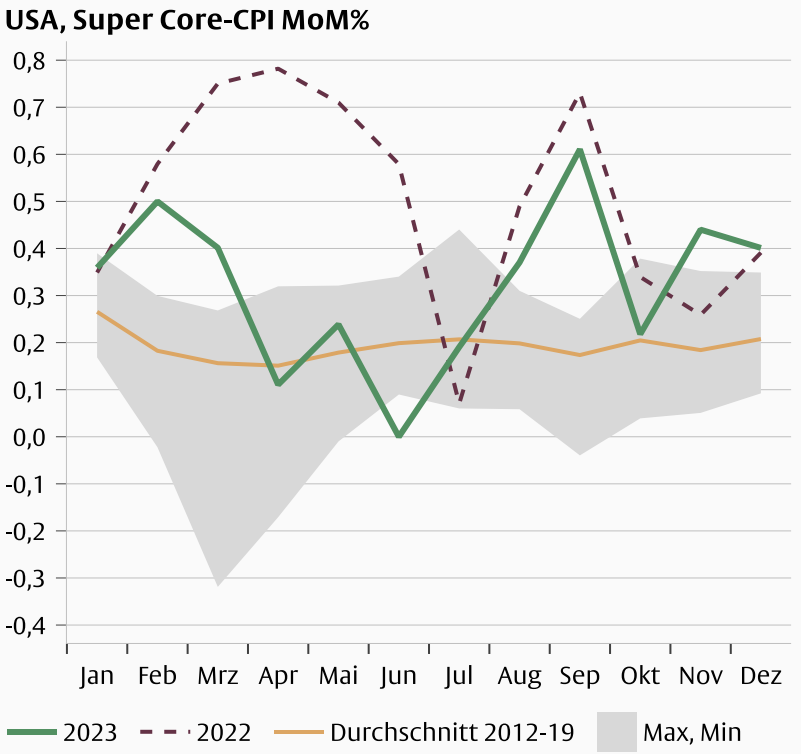
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Bureau of Economic Analysis (BEA), U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS). Daten vom 11.01.2024.

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; Im November lag der von der Fed favorisiert Kern-PCE-Index bei 3,2%.

Supercore-Inflation steigt in den USA



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS). Daten vom 11.01.2024.

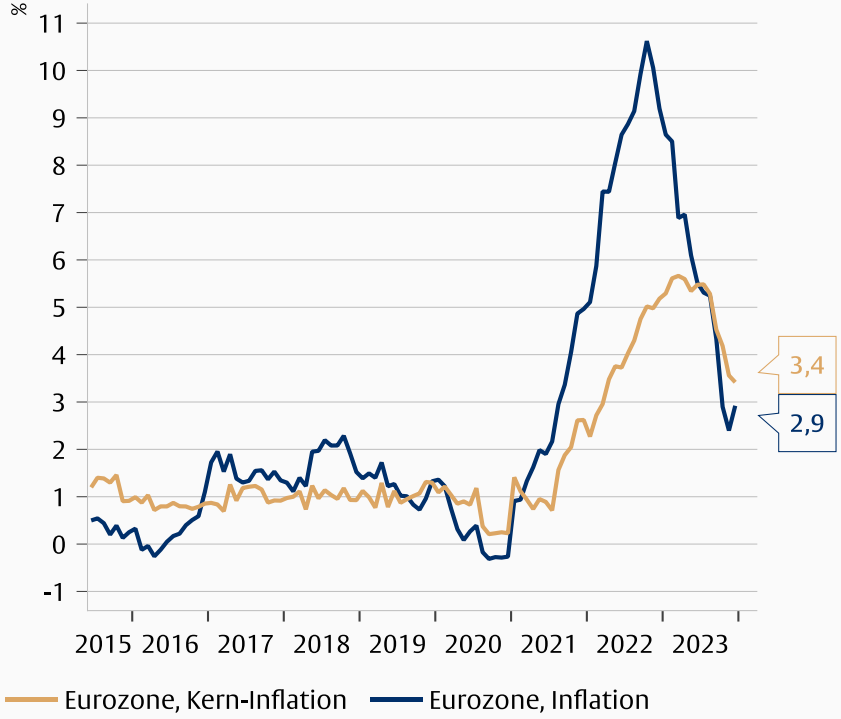


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, . Daten vom 11.01.2024.

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

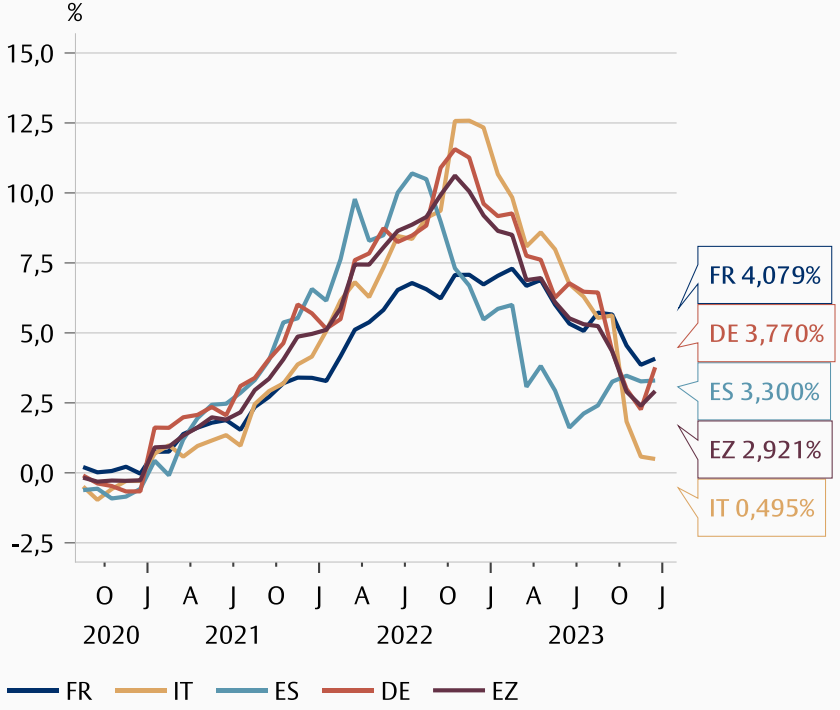
Inflation in der Eurozone

Inflation und Kerninflation in der Eurozone



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Eurostat. Daten vom 11.01.2024.

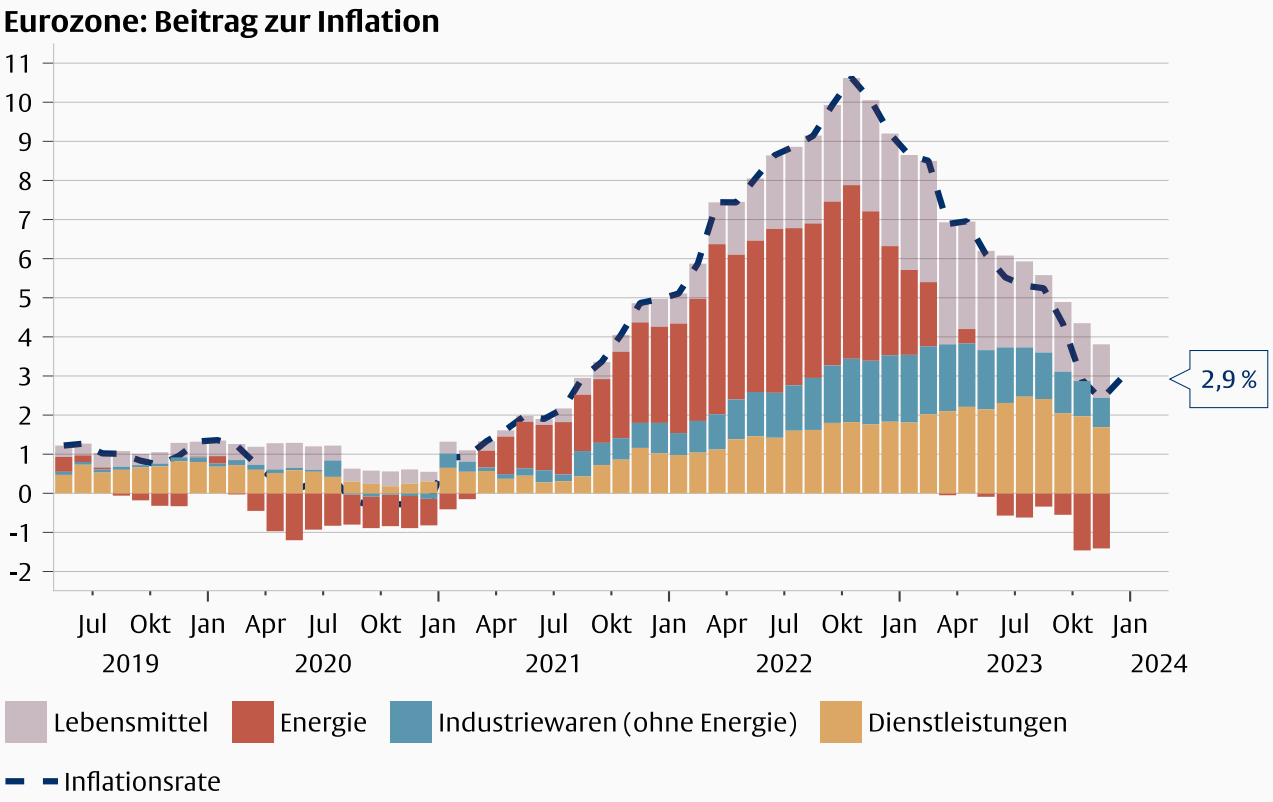
Inflation in der Eurozone (HVPI, YoY%)



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, nationale statistische Ämter. Daten vom 11.01.2024

Im Dezember stieg der **harmonisierte Verbraucherpreisindex** (**HVPI**) der Eurozone im Vergleich zum Vorjahr um **2,9 %**. Der **Kern-HVPI** stieg um **3,4 %**. Innerhalb der Eurozone variieren die Inflationsraten erheblich. Der zum Teil starke Anstieg der Inflationsrate ist dem Basiseffekt aus Energiepreissubventionen im letzten Winter zu verdanken.

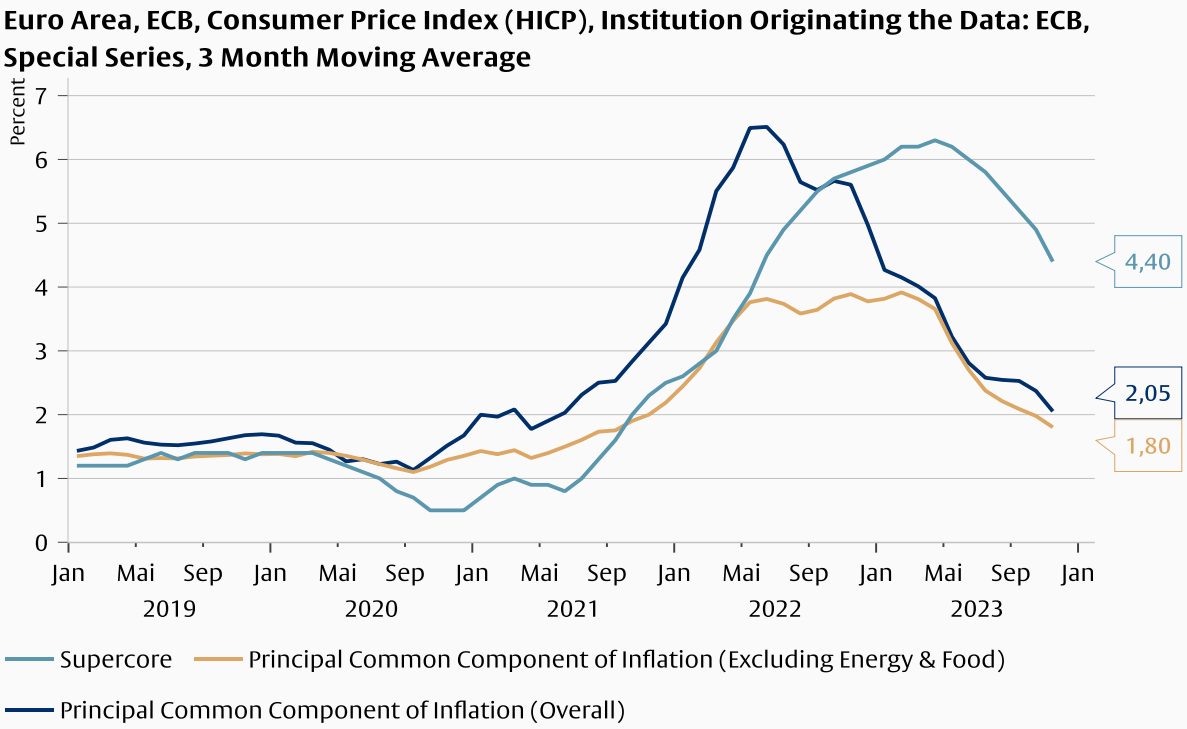
Inflation in der Eurozone



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Eurostat. Daten vom 11.01.2024.

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

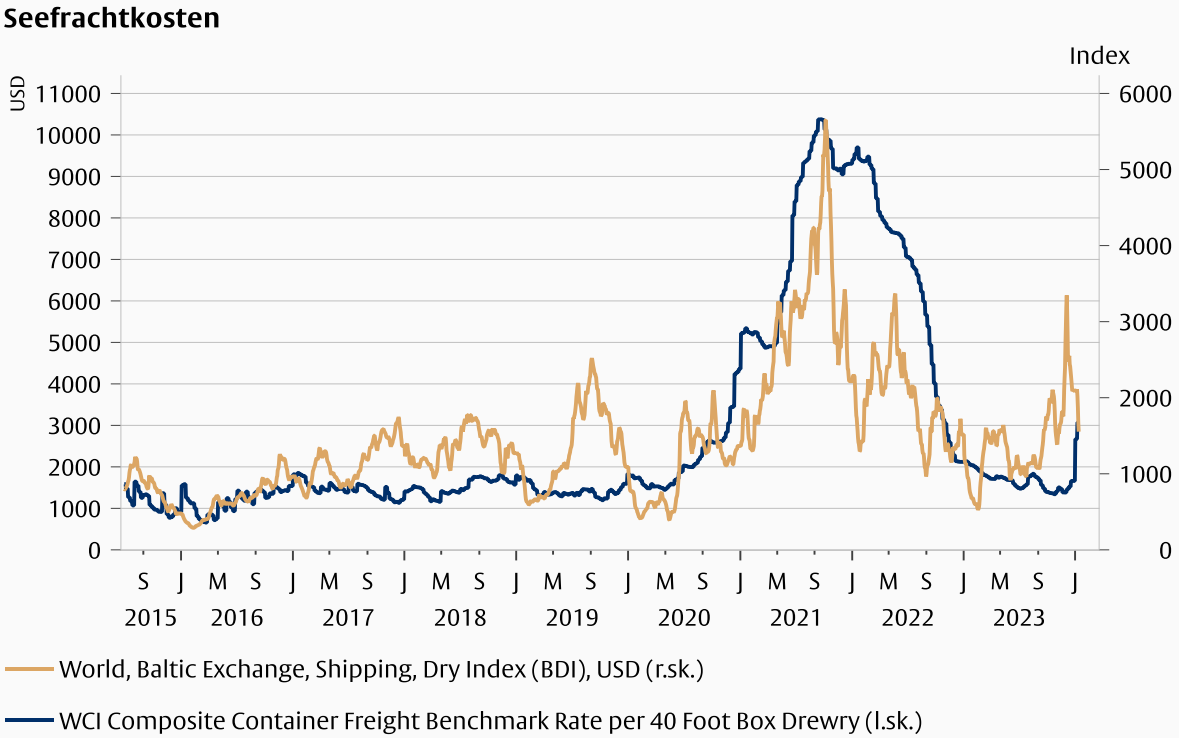
Kern-Inflation in der Eurozone



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, ECB (European Central Bank). Daten vom 11.01.2024.

Die Kerninflation bleibt hoch. Die "**Supercore"-Inflation**, die nur Waren betrachtet, die sich **nicht mit dem Konjunkturzyklus** bewegen, lag im Dezember bei 4,4%. 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 und hat das 2%-Ziel der EZB erreicht.

Die Seefrachtkosten steigen an

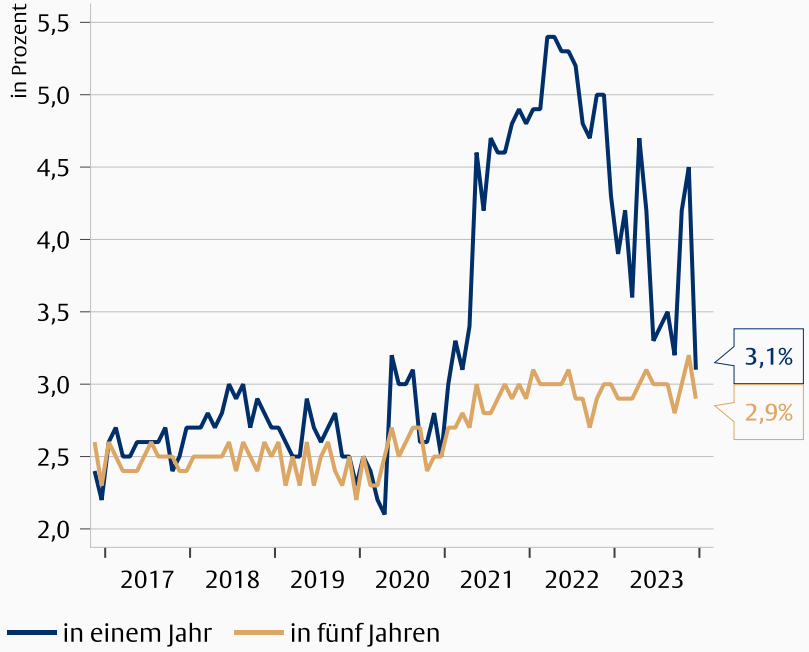


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Baltic Exchange. Daten vom 11.01.2024.

Seit die **Angriffe auf Frachtschiffe** im **Roten Meer** eskaliert sind, steigen die **Seefrachtkosten** erneut an. Der **Baltic Dry Index,** der die globalen Verschiffungskosten für trockene Schüttgüter wie Kohle oder Kupfer zusammenfasst, sowie der **World Container Index,** der die Frachtraten für 40-Fuß-Container abbildet, sind stark angestiegen.

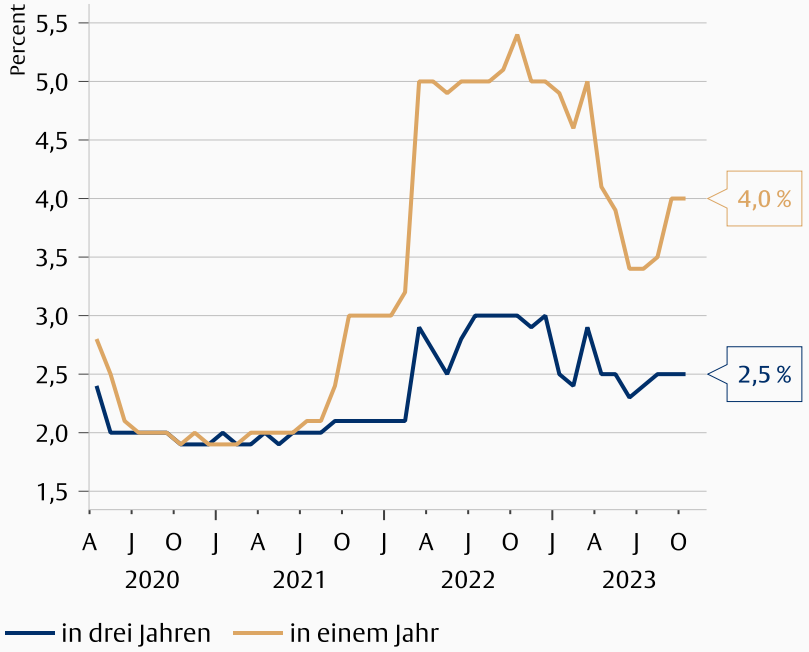
Volatile Inflationserwartungen

USA: Inflationserwartungen der Konsumenten: 1 vs 5 Jahre



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, University of Michigan.
Daten vom 11.01.2024

Eurozone: Inflationserwartung der Konsumenten (Median)

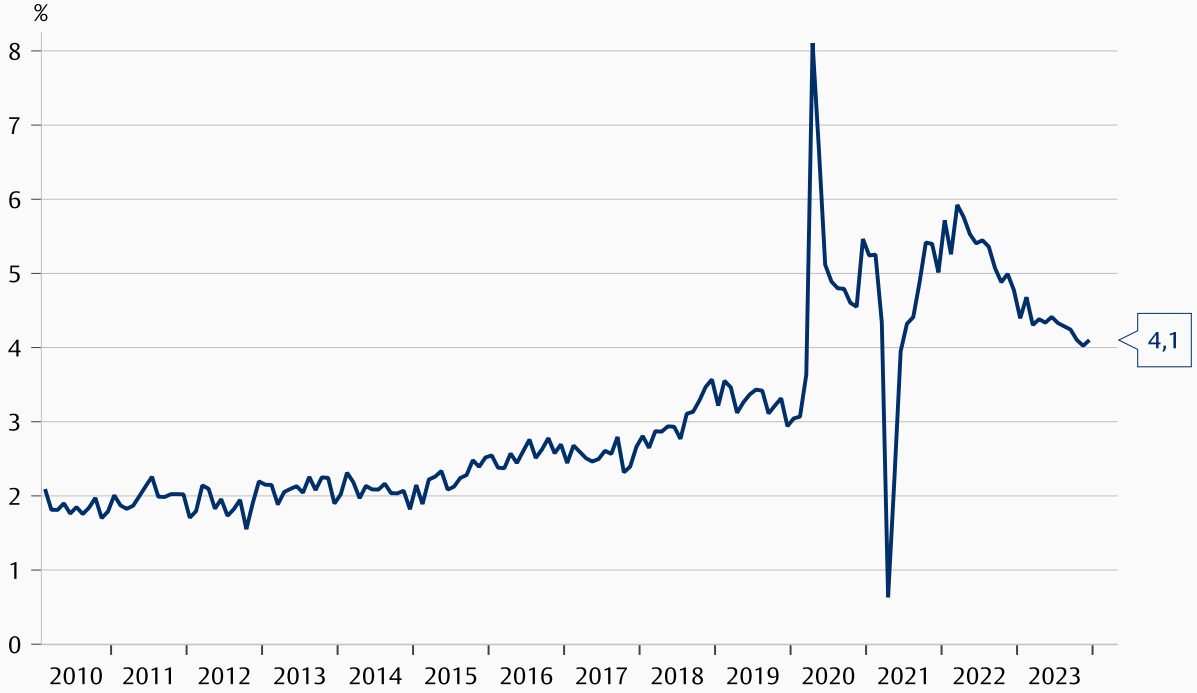


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, ECB (European Central Bank).
Daten vom 11.01.2024

Im Dezember gingen in den USA die **Inflationserwartungen der Konsumenten** für die kommenden fünf Jahre auf **2,9 %** 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

USA: Wachstum (J-ü-J) der durchschnittlichen Stundenlöhne

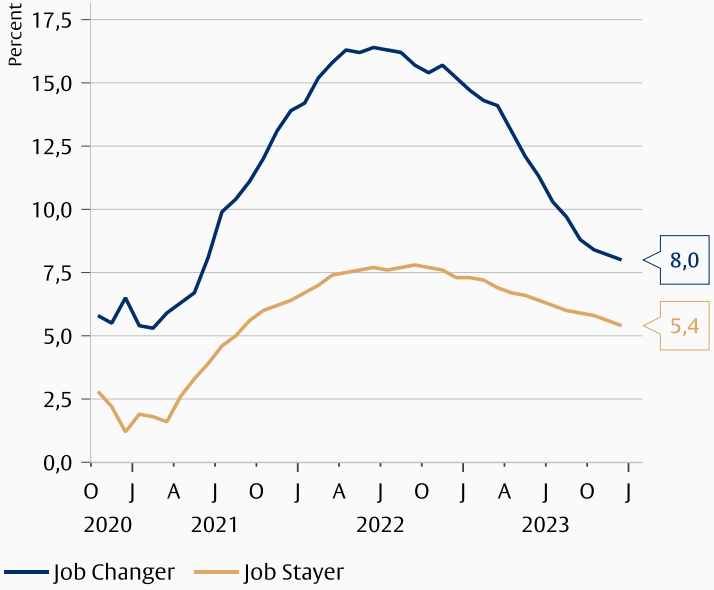


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS). Daten vom 11.01.2024

Im **Dezember** stiegen die durchschnittlichen Stundenlöhne um 4,1%. Das Lohnwachstum bleibt deutlich über dem Vorpandemieniveau.

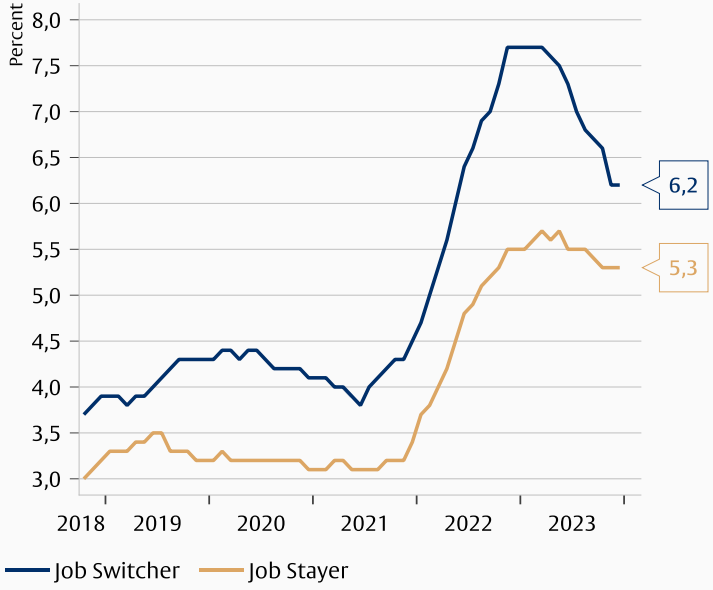
USA: Die Nominallöhne steigen weiter

Veränderung des Median-Jahresgehalts, ADP



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Automatic Data Processing, Inc. (ADP).
Daten vom 11.01.2024

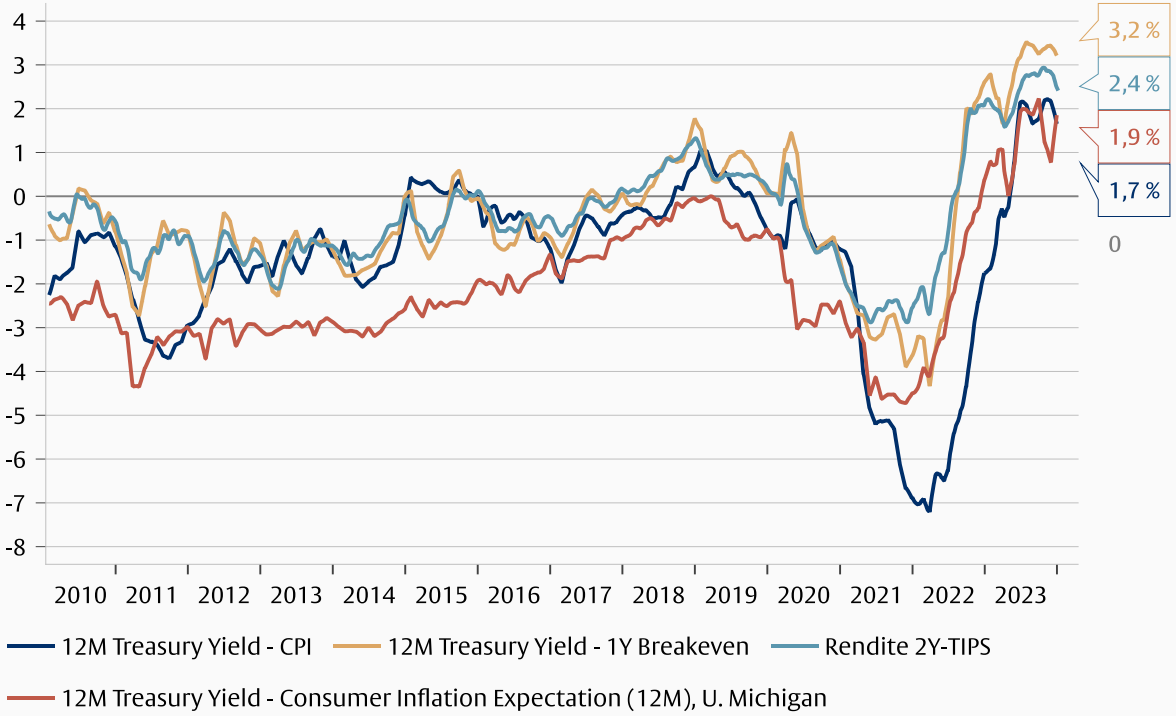
Stundenlohn, Veränderung (Atlanta Fed)



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Federal Reserve Bank of Atlanta.
Daten vom 11.01.2024

Nach dem **ADP-Arbeitsmarktbericht** war das **Median-Gehalt** von Personen, die ihren Job innerhalb der letzten 12 Monate gewechselt haben, **8** % höher als im Vorjahresmonat. Das Median-Gehalt derjenigen, die beim gleichen Job geblieben sind, stieg um **5,4** %. Die Stundenlöhne für „**Job-Wechsler**“ nach den Berechnungen der Atlanta-Fed sind um 6,2 % im Vergleich zum Vorjahr gestiegen, deutlich mehr als die für „**Nicht-Job-Wechsler**“ (5,3 %).

Wo ist der Realzins?

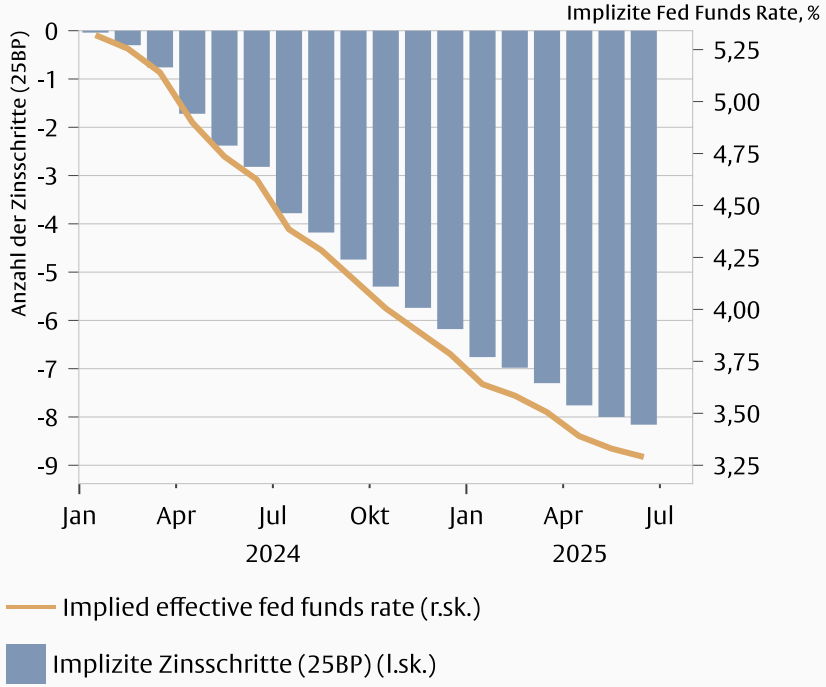


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Federal Reserve, U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS), U.S. Department of Treasury, University of Michigan. Daten vom 11.01.2024.

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 **1,9 % 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 2,4%.

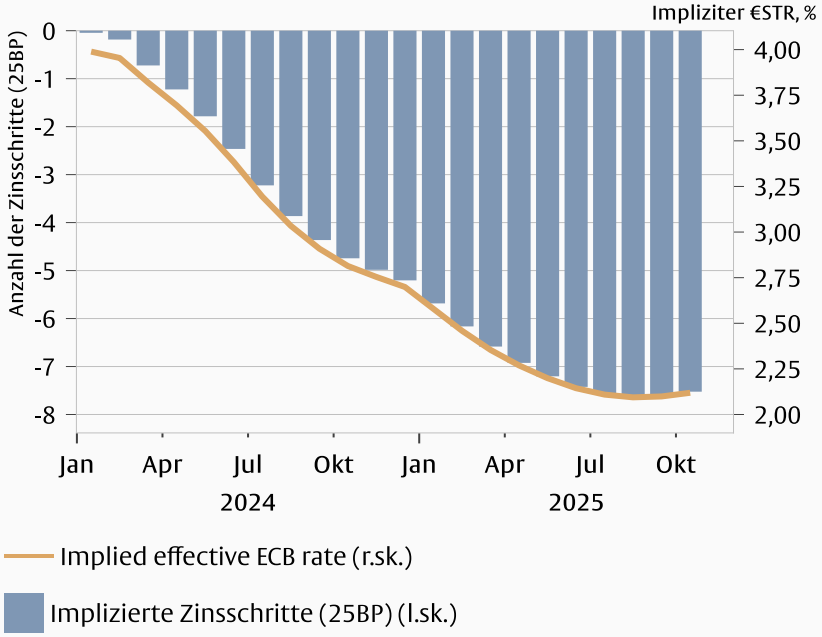
Zinssenkungen für die zweite Hälfte 2024 eingepreist

US FED: erwartete Zinssenkungen



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, CME Group, Federal Reserve Bank of New York. Daten vom 12.01.2024. Assuming uniform 0.25 ppt hikes/cuts.

EZB: Erwartete Zinssenkungen



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Intercontinental Exchange (ICE), ECB (European Central Bank). Daten vom 11.01.2024. Assuming uniform 0.25 ppt hikes/cuts Based on €STR futures and the spread between ECB Deposit Facility Rate and €STR of 0,094.

Derzeit werden auf **den Futures-Märkten** insbesondere für die zweite Hälfte 2024 Zinssenkungen erwartet. In den **USA** ist ein erster 25-Basispunkte-Schritt bereits für **April** eingepreist, und in der **Eurozone** für **Mai**.