

Flossbach von Storch  
RESEARCH INSTITUTE



# Konjunkturbericht

Pablo Duarte

Februar 2025



# Einleitung

Im Februar wuchs die **US-Wirtschaft** langsamer als Ende **2024**, trotz der **Erholung** des **verarbeitenden Gewerbes**. Die **Eurozone** stagnierte weiter. Der **US-Arbeitsmarkt** bleibt **angespannt**, wobei die **Beschäftigung** schwächer als erwartet zunahm. In **China** sanken die **Immobilienpreise** weiter, die **Deflation** hielt an, und die **Jugendarbeitslosigkeit** blieb hoch.

Die **Inflationsrate** in den **USA** und der **Eurozone** stieg etwas weniger als erwartet. Neben dem **Dienstleistungssektor** trugen **Lebensmittelpreise** zum anhaltenden **Inflationsdruck** bei.

Seit **Anfang März** werden **Fed-Leitzinssenkungen** bis **Ende des Jahres** von fast **75 Basispunkten** eingepreist. In der **Eurozone** werden **Zinssenkungen um 50 Basispunkte** antizipiert, vorwiegend in der **ersten Jahreshälfte**.



# USA: Stagflations-Angst



Quelle: Generiert durch ChatGPT



# Inhalt

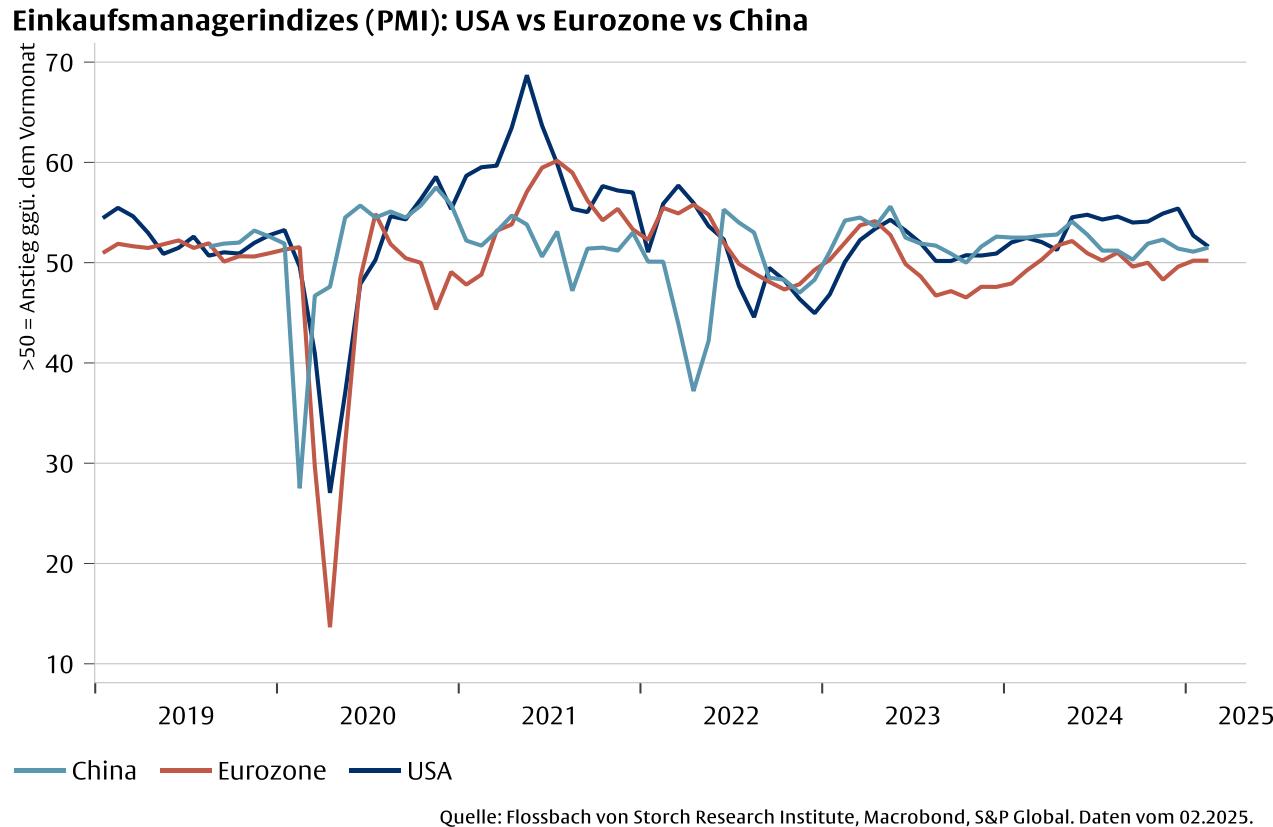
<u>Realwirtschaft</u>	5
<u>Wirtschaftswachstum: USA, Euroraum, China</u>	6
<u>USA: Arbeitsmarkt &amp; privater Konsum</u>	11
<u>China</u>	18
<u>Preise</u>	25
<u>USA</u>	26
<u>Euroraum</u>	31
<u>Zinserwartungen</u>	38



# **REALWIRTSCHAFT**



# Das US-Wachstum verlangsamt sich

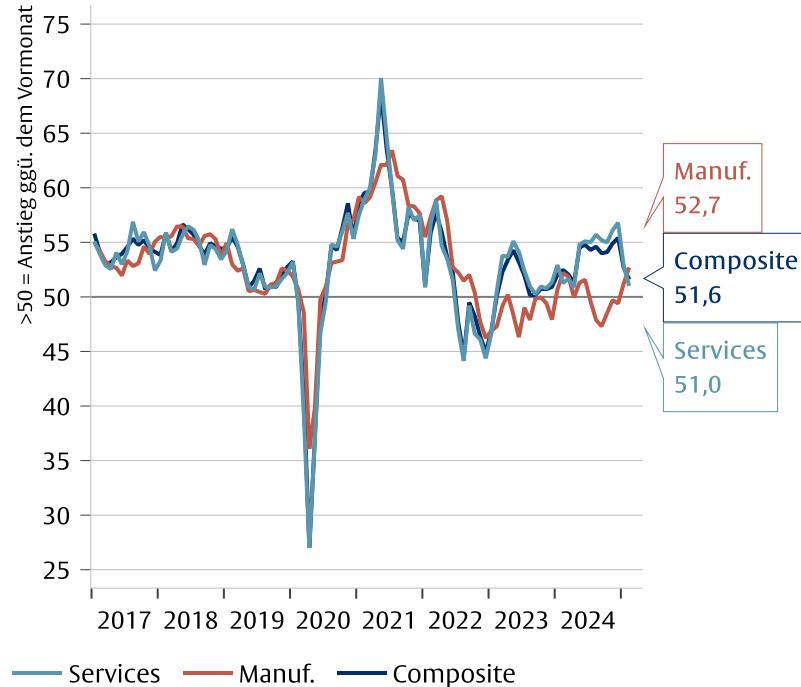


Die **US-Wirtschaft** startete mit einem starken **Wachstum** ins neue Jahr. Doch im **Februar** ging der **Einkaufsmanagerindex** (PMI), ein **Frühindikator** für Wirtschaftswachstum, im zweiten Monat in Folge zurück. Er bleibt dennoch höher als in **China** und der **Eurozone**. Die Eurozone stagniert weiter.

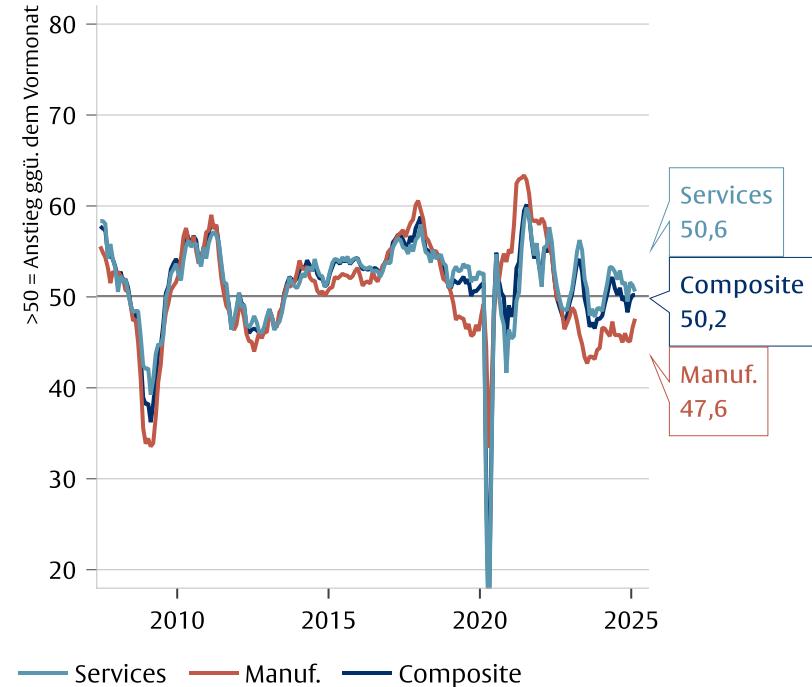


# ... trotz Erholung des verarbeitenden Gewerbes

USA: Einkaufsmanagerindizes (PMIs)



Eurozone: Einkaufsmanagerindizes (PMIs)



Das **verarbeitende Gewerbe** der USA wuchs im Februar. Der PMI stieg auf 52,7, während der Index des Dienstleistungssektors zurückging. In der **Eurozone** schrumpfte der PMI des verarbeitenden Gewerbes weiter, vor allem aufgrund der **Schwäche Deutschlands und Frankreichs**. Der Index des Dienstleistungssektors bewegte sich seitwärts.



# Die Einzelhandelsverkäufe der USA steigen an

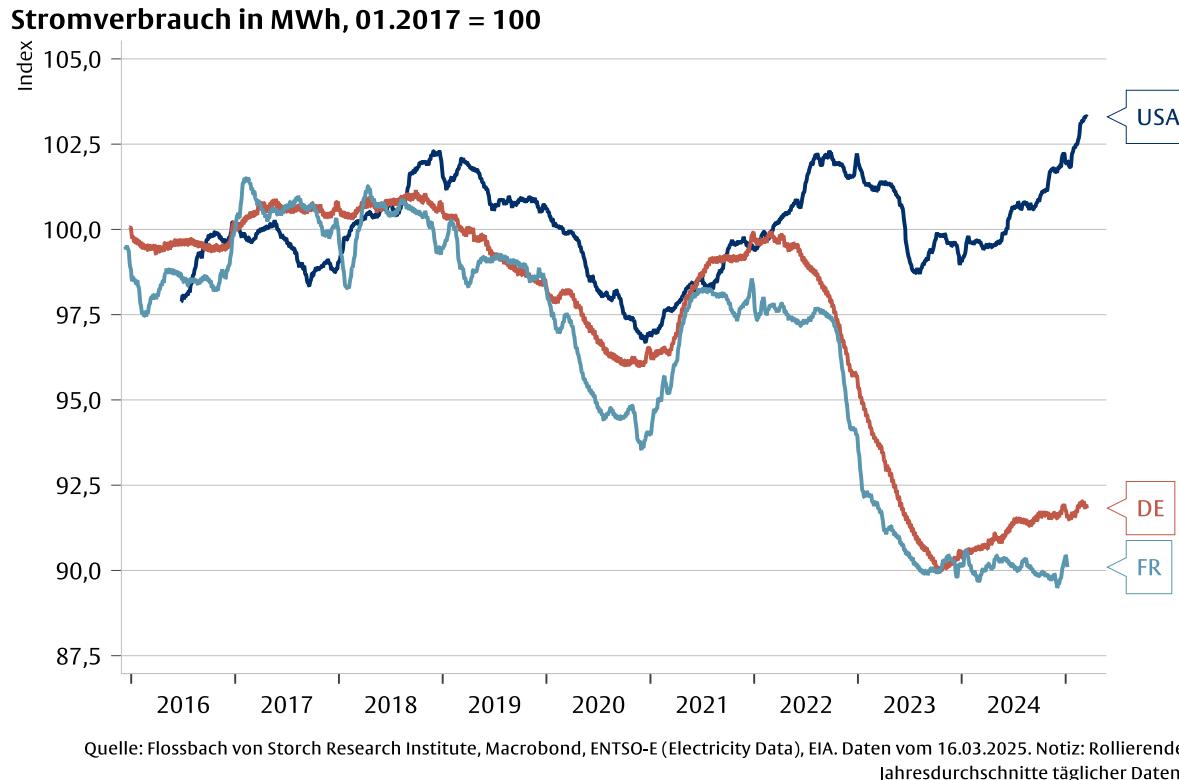


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Redbook Research Inc. Daten vom 2025 W10.

Der „Johnson Redbook Retail Sales“-Index fasst die **Verkäufe von Warenhäusern und Einzelhandelsgeschäften** in den USA zusammen. Der Index liegt weiter über dem für 1996 bis 2019 berechneten **Durchschnitt** und lässt **starke US-Einzelhandelsumsätze** für März 2025 erwarten.



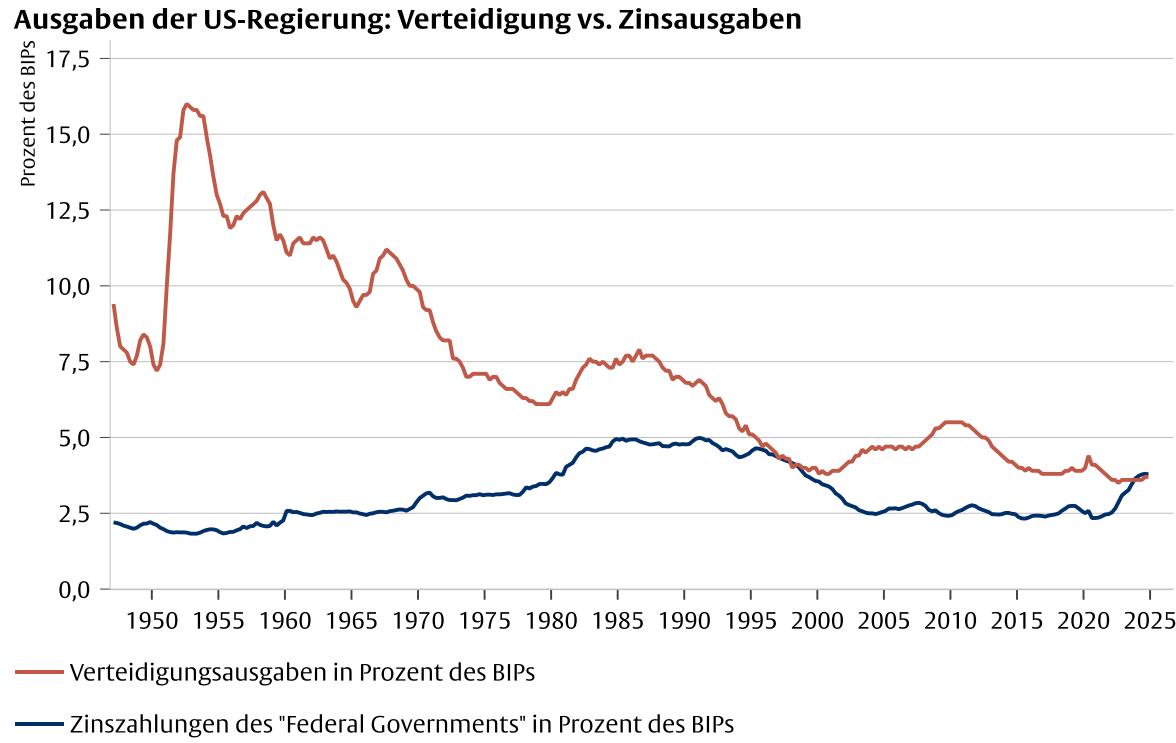
# Starker Stromverbrauch in den USA



Der **Stromverbrauch**, ein Frühindikator für die **Industrieproduktion**, blieb in **Deutschland** und **Frankreich** deutlich unter dem Niveau der letzten Jahre. Der Verbrauch ist sogar niedriger als während der **Corona-Lockdowns** 2020, obwohl er sich in Deutschland in den letzten Wochen leicht erholt. In den **USA** ist der Verbrauch dagegen höher als Anfang 2019.



# USA: Zinsausgaben höher als Verteidigungskosten



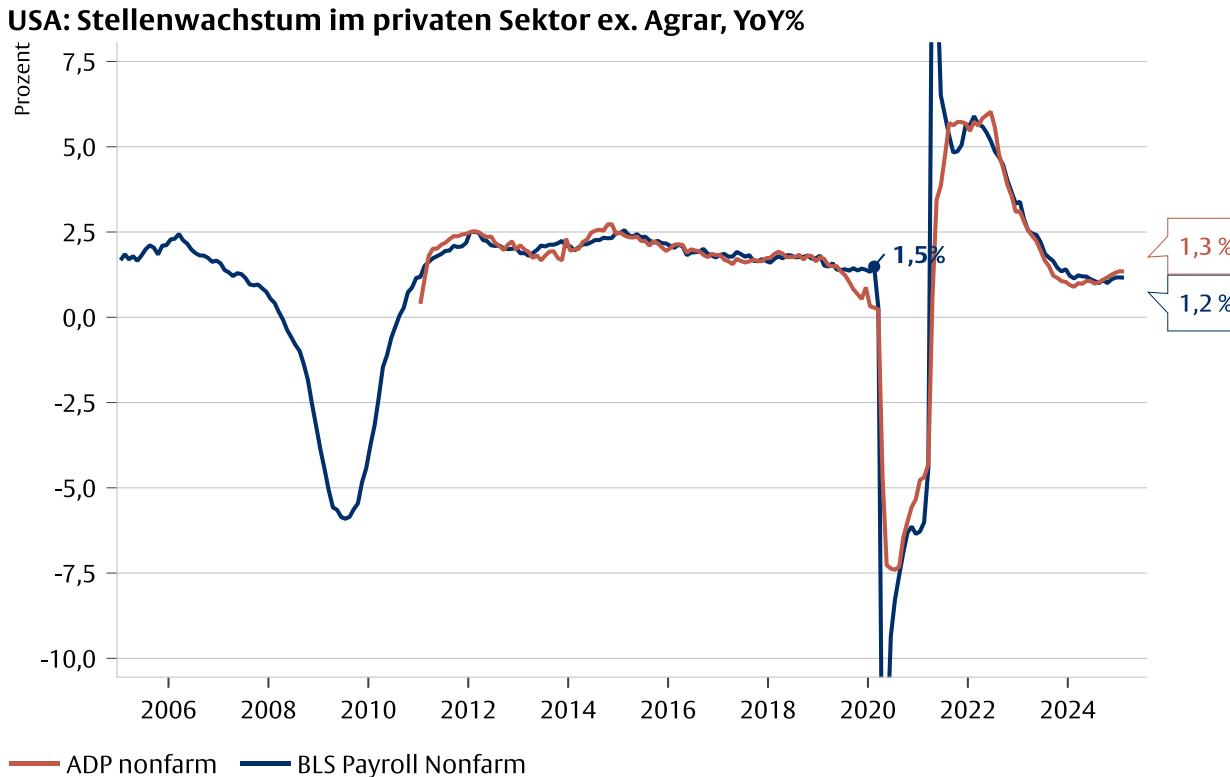
In Friedenszeiten ist es oft politisch oft attraktiver, Militär- statt Sozialausgaben zu kürzen. Reduziert ein Land seine Verteidigungsressourcen, wird es verwundbarer und signalisiert militärische Schwäche. Der Wirtschaftshistoriker Niall Ferguson zeigt, dass höhere Zinsausgaben im Vergleich zu Verteidigungsausgaben historisch ein guter Indikator für den Niedergang einer Großmacht waren. Die USA haben diesen Punkt Ende 2024 erreicht.



# USA: Arbeitsmarkt & Privater Konsum



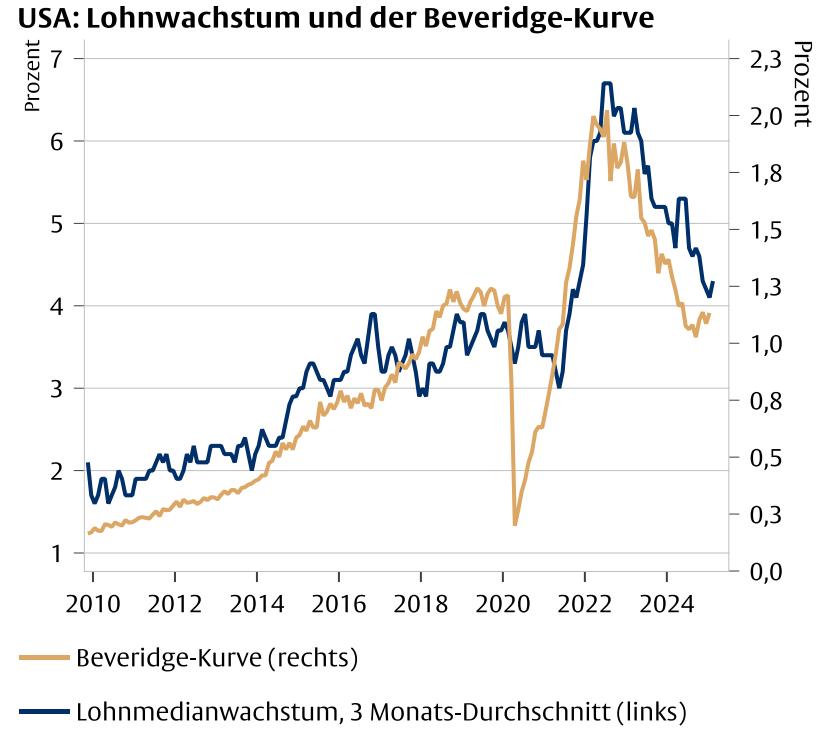
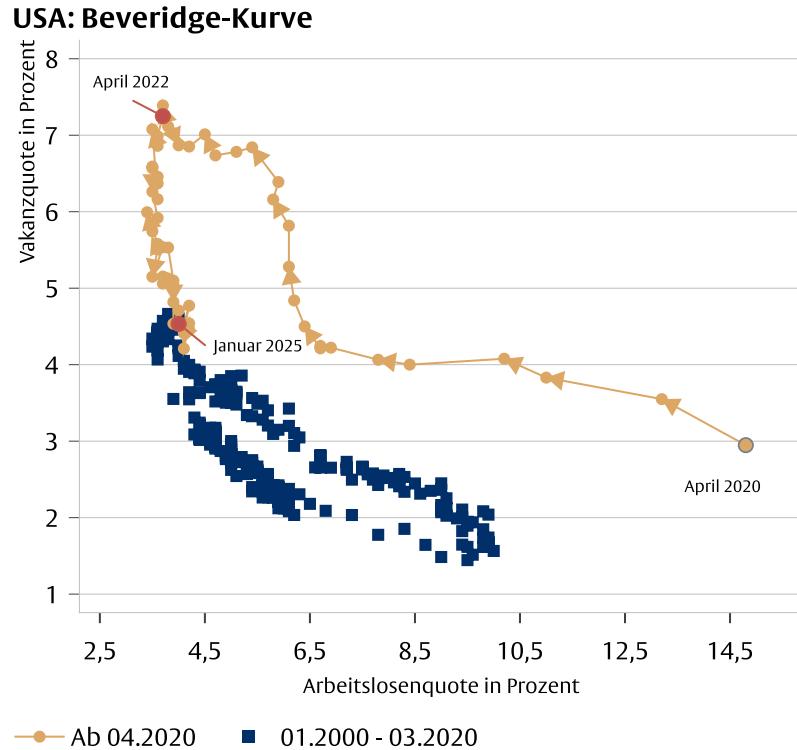
# USA: Stellenwachstum normalisiert sich



Im Februar stieg die Anzahl der **Stellen im privaten Sektor** (ohne Landwirtschaft) im Vergleich zum Vorjahr weniger als erwartet um 1,3 %. Laut **ADP-Arbeitsmarktbericht** lag der Anstieg bei 1,2 %. Insgesamt steigt die Anzahl der Stellen weiter, jedoch etwas langsamer als vor der Pandemie.



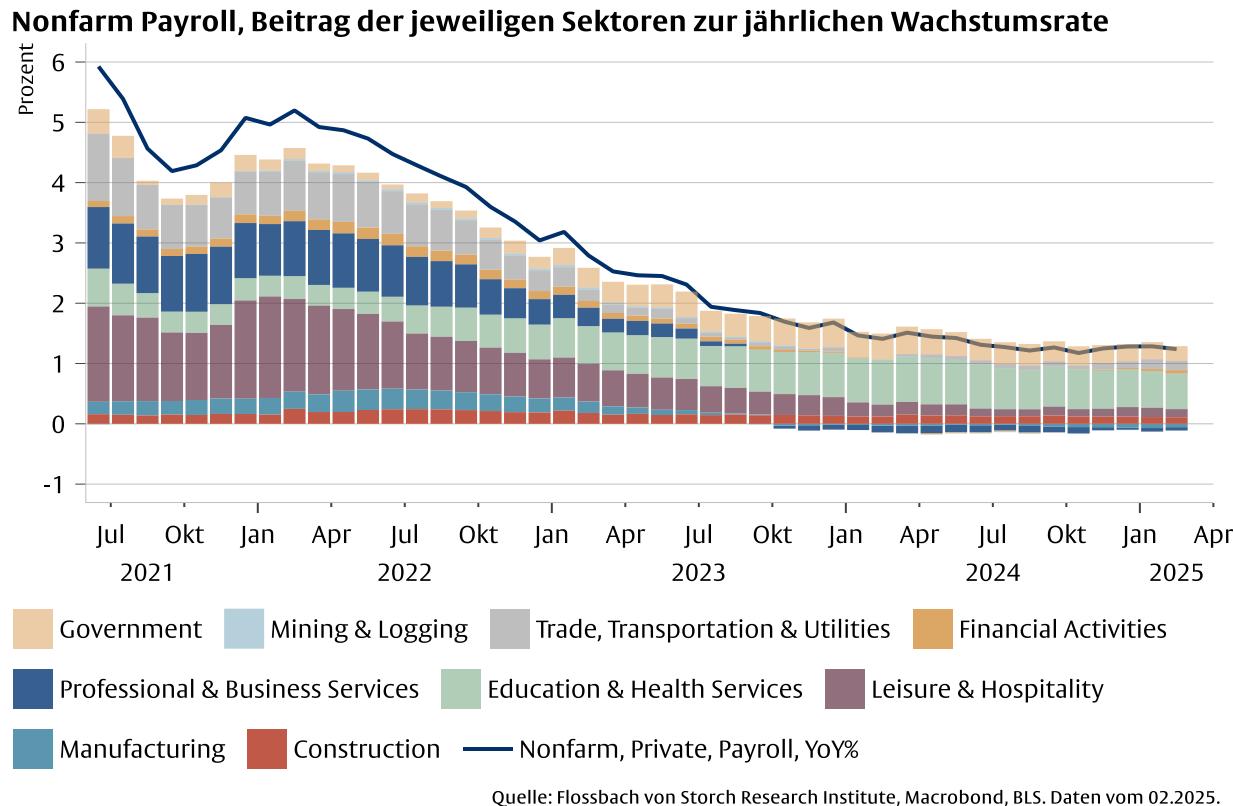
# Der US-Arbeitsmarkt ist weniger eng



Die **Beveridge-Kurve**, die die Beziehung zwischen der **Vakanzquote** – definiert als der Anteil offener Stellen an der Gesamtzahl von besetzten und offenen Stellen – und der **Arbeitslosenquote** abbildet, hat sich normalisiert: Seit fast 3 Jahren fällt die Vakanzquote, ohne dass die Arbeitslosenquote spürbar steigt. Das nominale **Lohnwachstum** verlangsamt sich ebenfalls seit zwei Jahren, ist aber immer noch höher als vor der Pandemie.



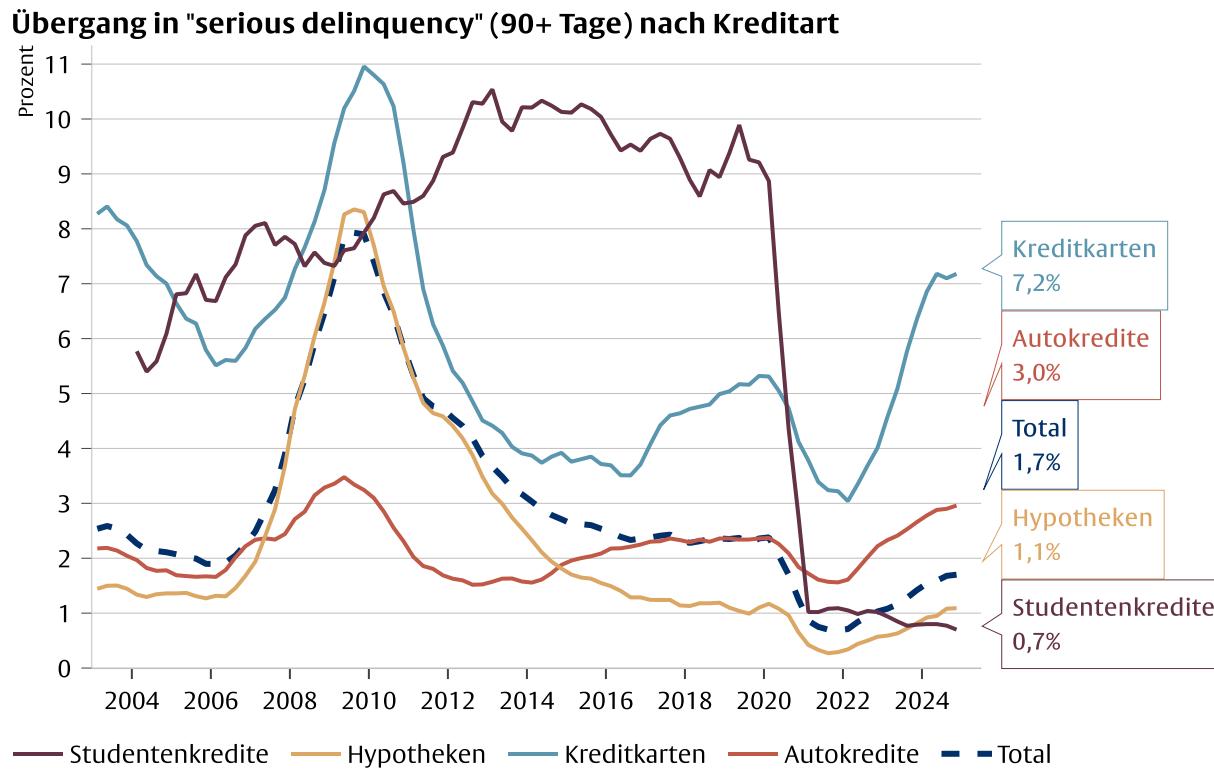
# Wenige Sektoren treiben das Stellenwachstum



Im Februar entfiel der größte Beitrag zum **jährlichen Stellenzuwachs** auf die Kategorie „**Education & Health Services**“. Das **verarbeitende Gewerbe** leistete hingegen einen **leicht negativen Beitrag**. Die **Regierung** trug damit weiterhin wesentlich zum **Beschäftigungswachstum** bei.



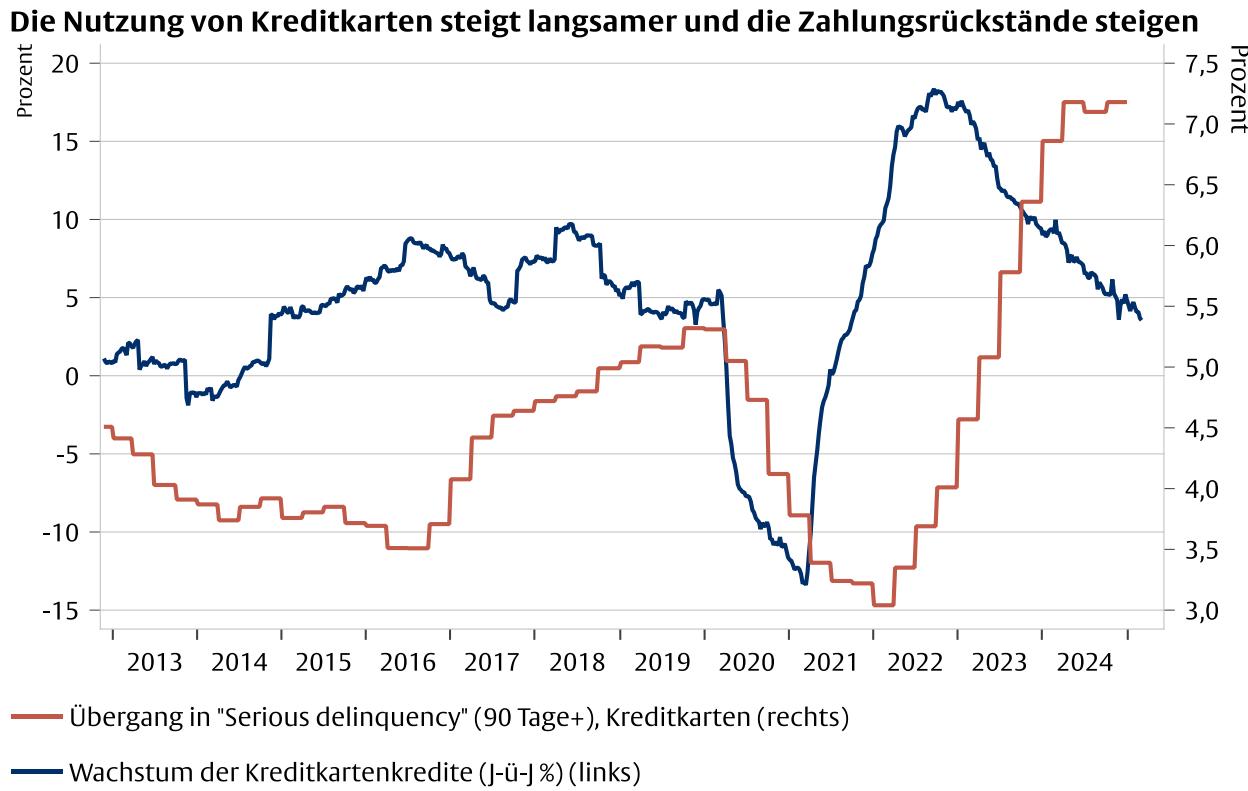
# Die Zahlungsrückstände bei Kreditkarten steigen



Der Anteil der **Kreditkarten- und Autokreditsalden**, die im letzten Quartal in einen **Zahlungsrückstand von über 90 Tagen** geraten sind, war höher als in den letzten 10 Jahren. Die **Zahlungsausfälle** in anderen Kreditbereichen, besonders bei **Hypotheken**, bleiben jedoch auf historisch niedrigem Niveau.



# ... aber könnten sich normalisieren



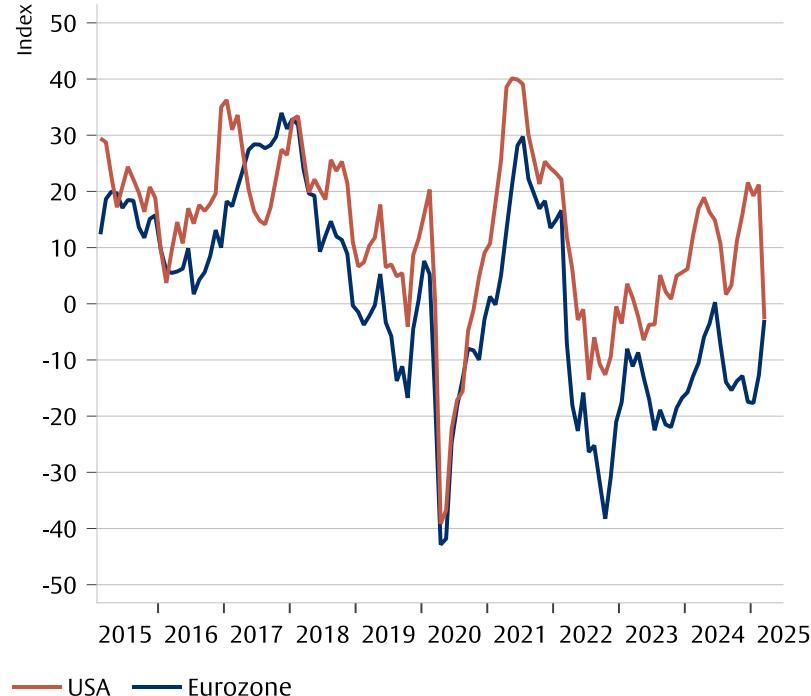
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Fed, New York Fed. Daten vom 2025 W10.

Der Anteil der **Kreditkartenschulden**, die jedes Quartal in **Zahlungsrückstand** geraten, folgt dem **Wachstum der Kreditkartenschulden** mit einer Verzögerung von **einigen Monaten**. Da die **Kreditkartenschulden** seit **zwei Jahren** langsamer wachsen, dürfte die **Übergangsrate in Zahlungsrückstand** in den kommenden Monaten **zurückgehen**.



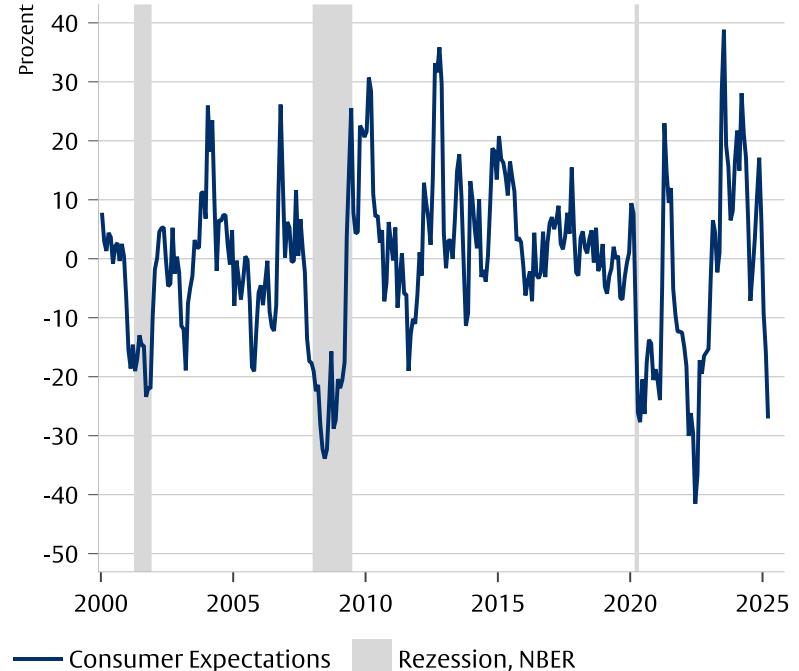
# Eurozone: leicht bessere Stimmung

Sentix Konjunkturindex USA und Eurozone



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Sentix. Daten vom 03.2025.

USA, Konsumklimaindex Universität Michigan, J-Ü-J%



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, University of Michigan, BEA, NBER. Daten vom 03.2025.

Der **Sentix-Konjunkturindex** spiegelt die **Konjunkturerwartungen von Anlegern** wider. In der **Eurozone** stieg er nach der Ankündigung schuldenfinanzierter **Rüstungs- und Infrastrukturprogramme** stark an, während er in den **USA** seit Jahresbeginn deutlich zurückging. Der **Konsumklimaindex der Universität Michigan**, der die **Verbraucherstimmung in den USA** misst, fiel erneut.



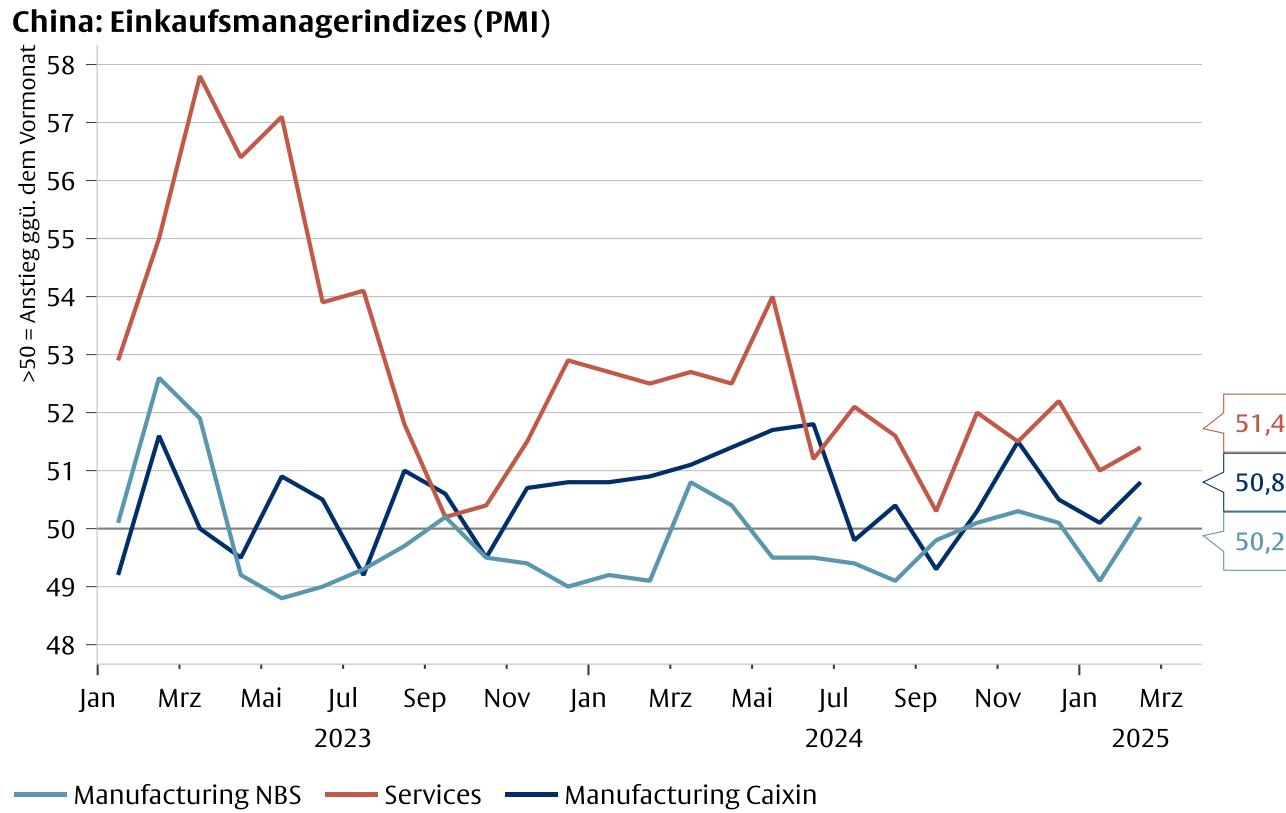
# China



Quelle: Generiert durch ChatGPT



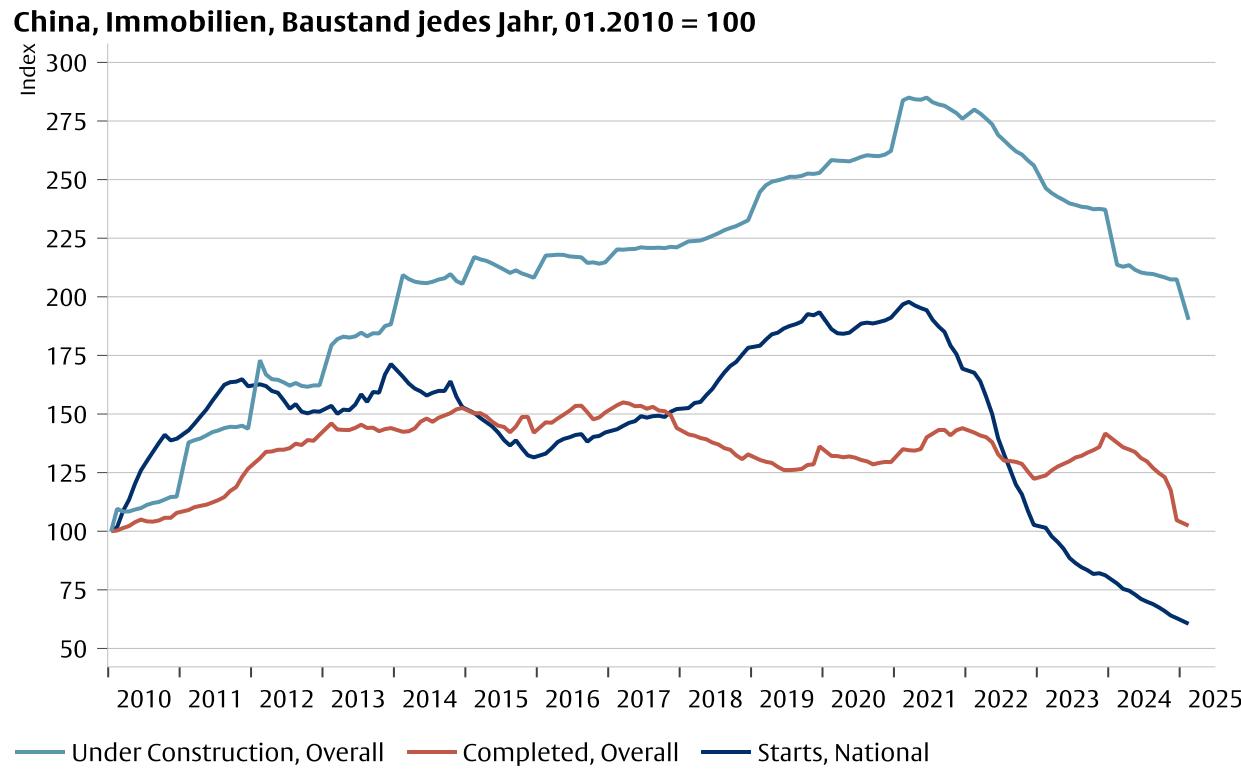
# China: Das verarbeitende Gewerbe bleibt schwach



Der **Einkaufsmanagerindex (PMI)** für den chinesischen **Dienstleistungssektor** bleibt im expansiven Bereich, während der **PMI des verarbeitenden Gewerbes** seit zwei Jahren stagniert.



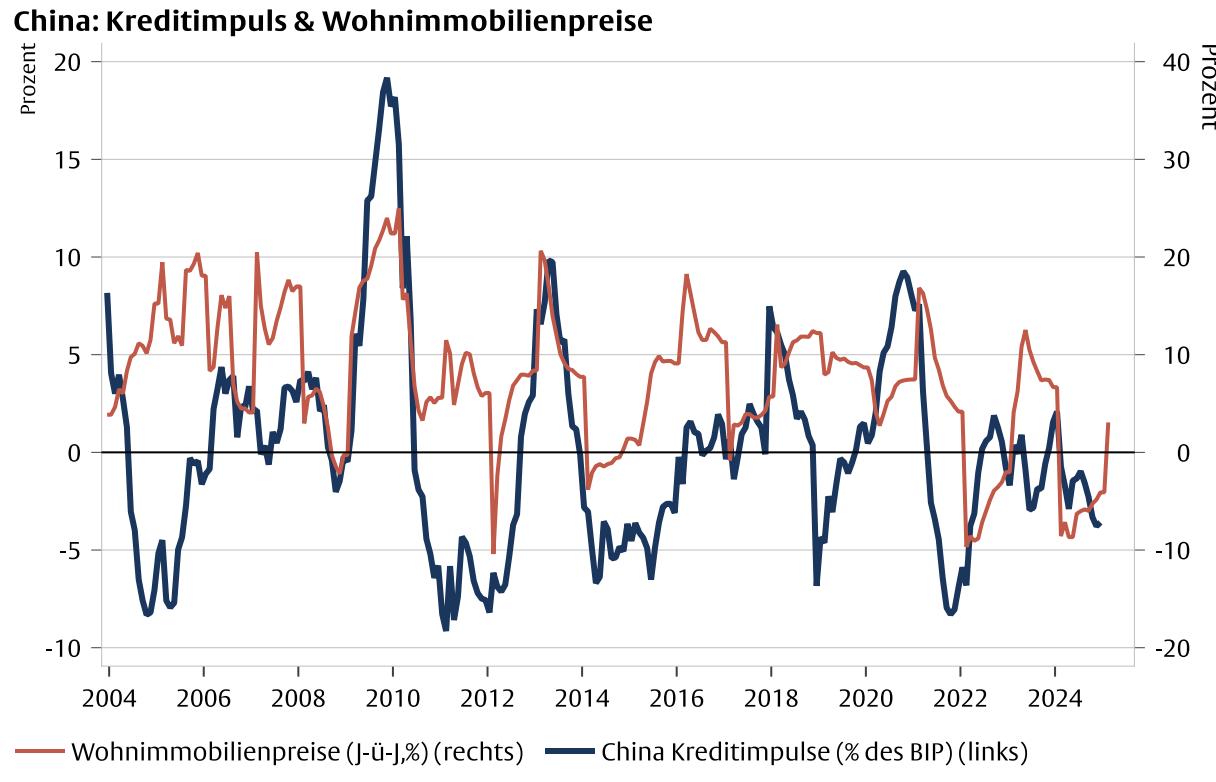
# Weniger Bauaktivität ...



Die Zahl der **angefangenen Neubauten** fiel im Februar weiter und liegt seit 2022 unter dem Niveau von 2010. Dies spiegelt sich auch in der **Zahl der unfertigen und fertiggestellten Immobilien wider**, die ebenfalls stark zurückgingen.



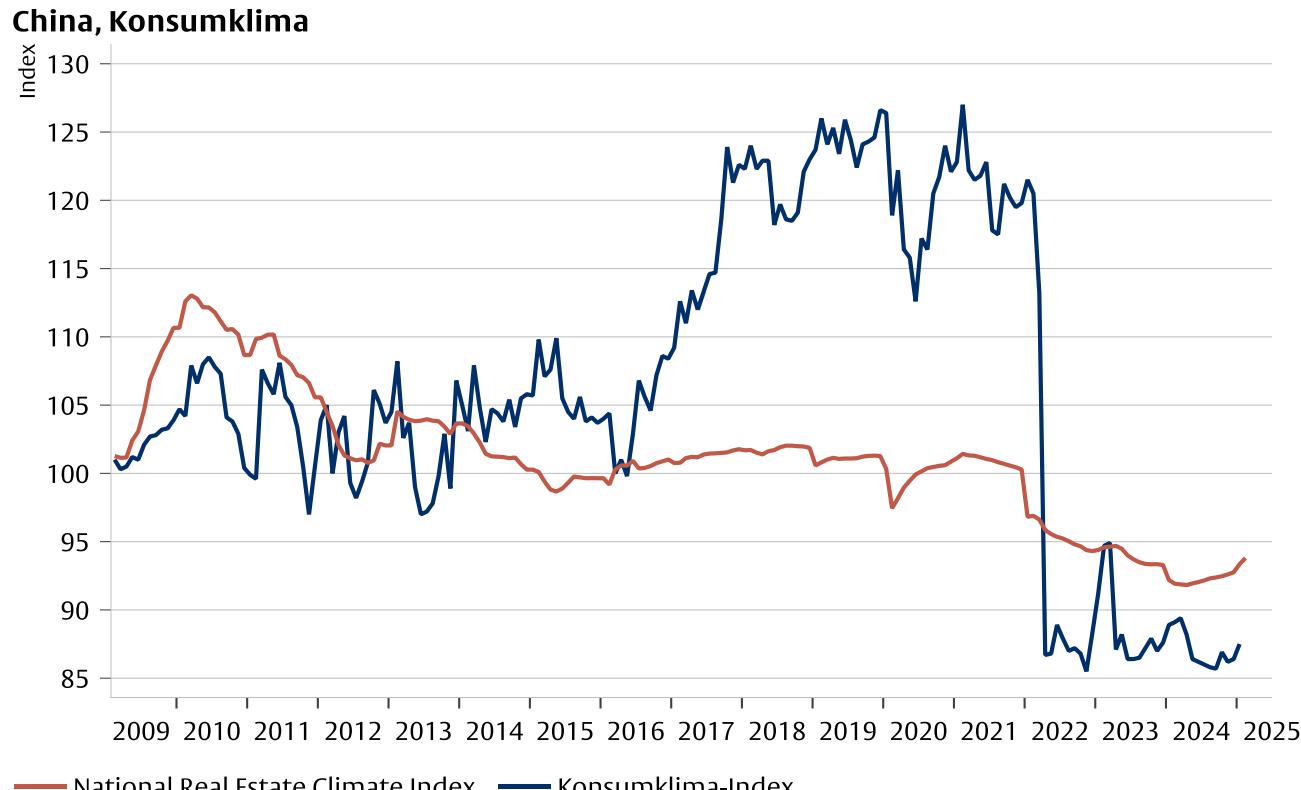
# ... und sinkende Immobilienpreise



Der **Kreditimpuls**, die absolute Veränderung der Kreditvergabe vom Finanzsektor zum privaten Nichtbankensektor in Prozent des BIPs, bleibt in China **negativ**. Die **Immobilienpreise**, die in der Regel den Kreditimpuls mit einer Verzögerung folgen, sind im Januar im Vergleich zum Vorjahr **weiter gesunken** und haben sich im Februar leicht erholt.



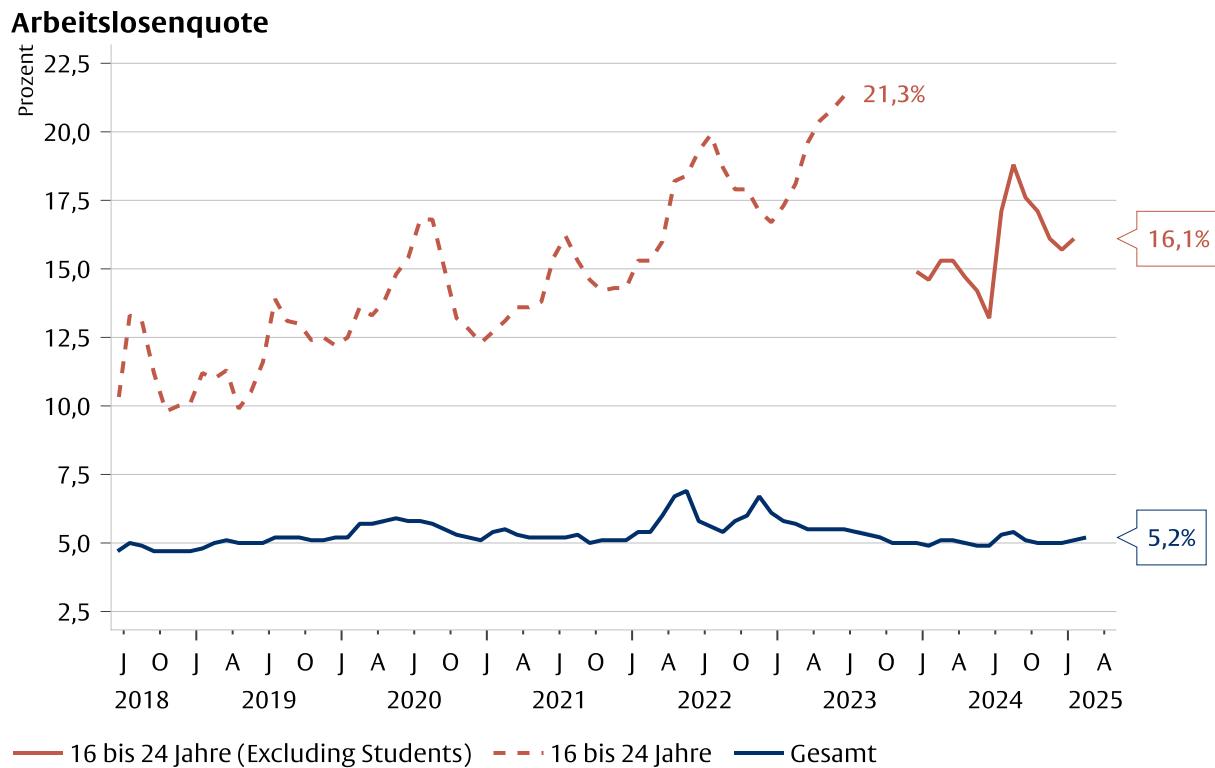
# Die Stimmung erholt sich nicht



In China hat sich das **Konsumklima** seit Anfang 2022 kaum verbessert und bleibt historisch niedrig. Auch die Stimmung im **Immobiliensektor** ist gedrückt. Der „National Real Estate Climate Index“ sinkt seit drei Jahren.



# Sehr hohe Jugendarbeitslosigkeit

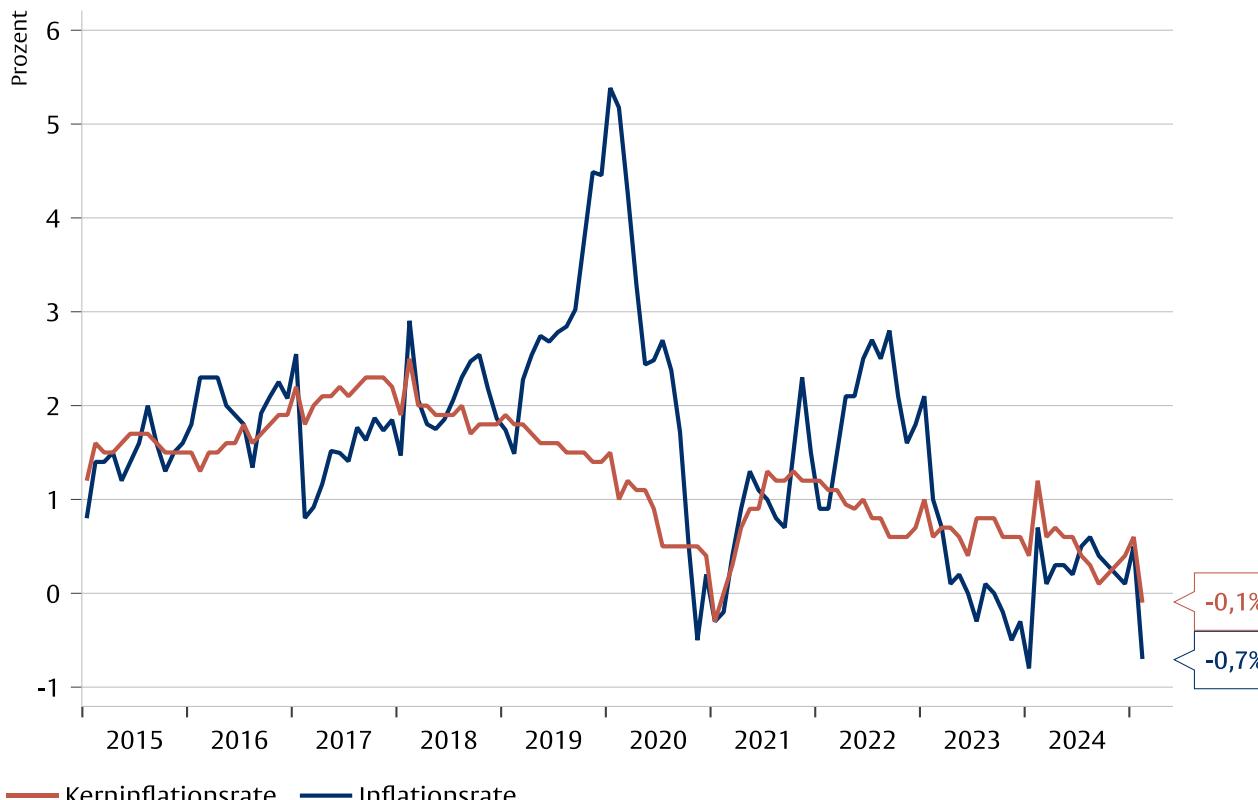


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, NBS. Daten vom 02.2025.

Die **Arbeitslosenquote** Chinas **bewegte** sich in den letzten Monaten bei 5% **seitwärts**. Die **Jugendarbeitslosigkeit**, definiert als die Arbeitslosenquote unter den **16- bis 24-Jährigen**, erreichte vor einem Jahr **21,3 %**. Nach einer **Veröffentlichungspause** von sechs Monaten gibt es eine neue **Statistik „ohne Studenten“**. Im Januar lag diese bei **16,1 %**.



# Die Deflationssorgen bleiben



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, NBS Daten vom 02.2025.

Seit Mitte 2023 liegt die **chinesische Inflationsrate** unter 1 %. Im Februar ist der Verbraucherpreisindex mit und ohne **Lebensmittel und Energie** (Kernindex) im Vergleich zum Vorjahresmonat gesunken. Dies bestätigt die anhaltende schwache Wachstumsdynamik des Landes.

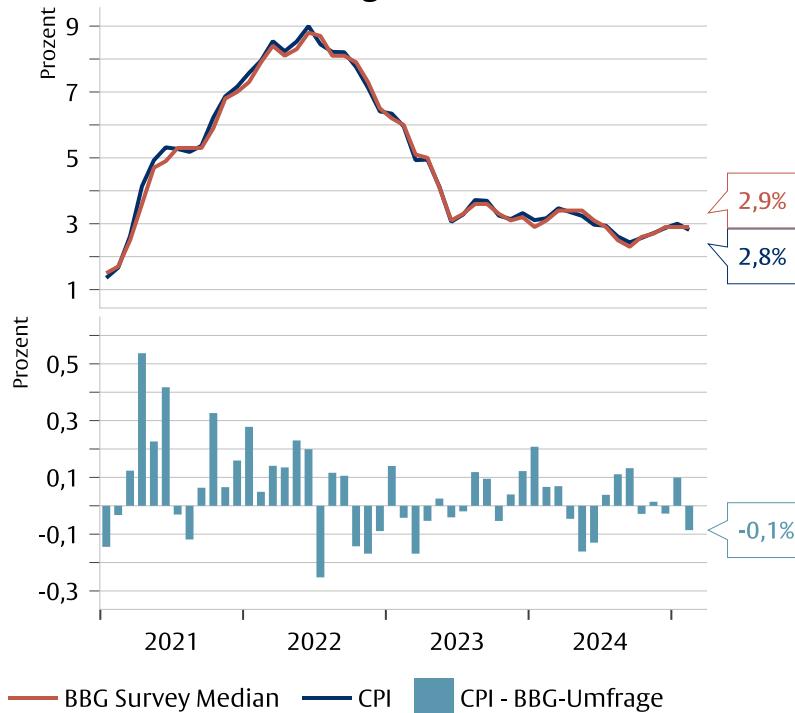


# **PREISE**

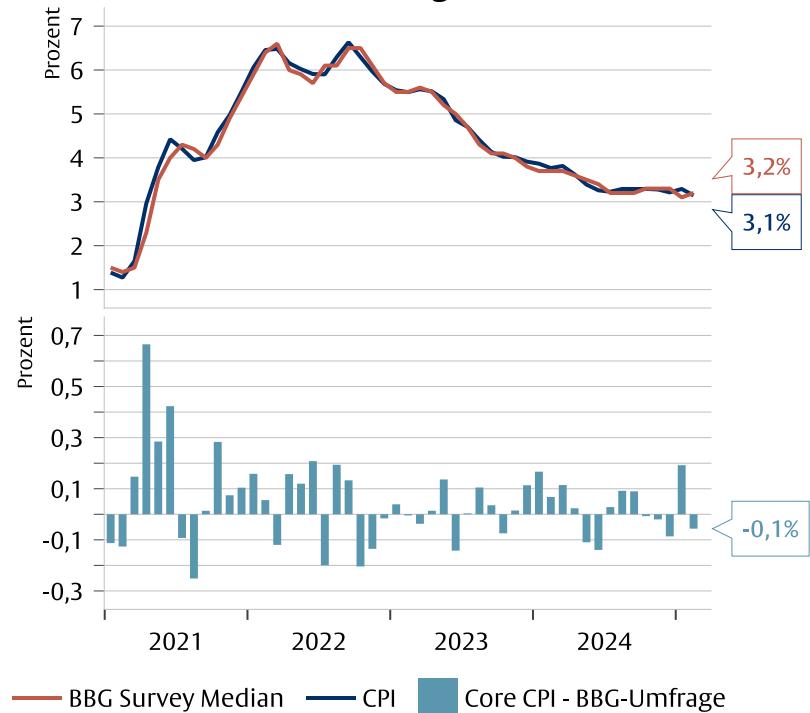


# USA: Die Inflationsrate steigt weniger als erwartet

USA Inflation vs. Erwartung



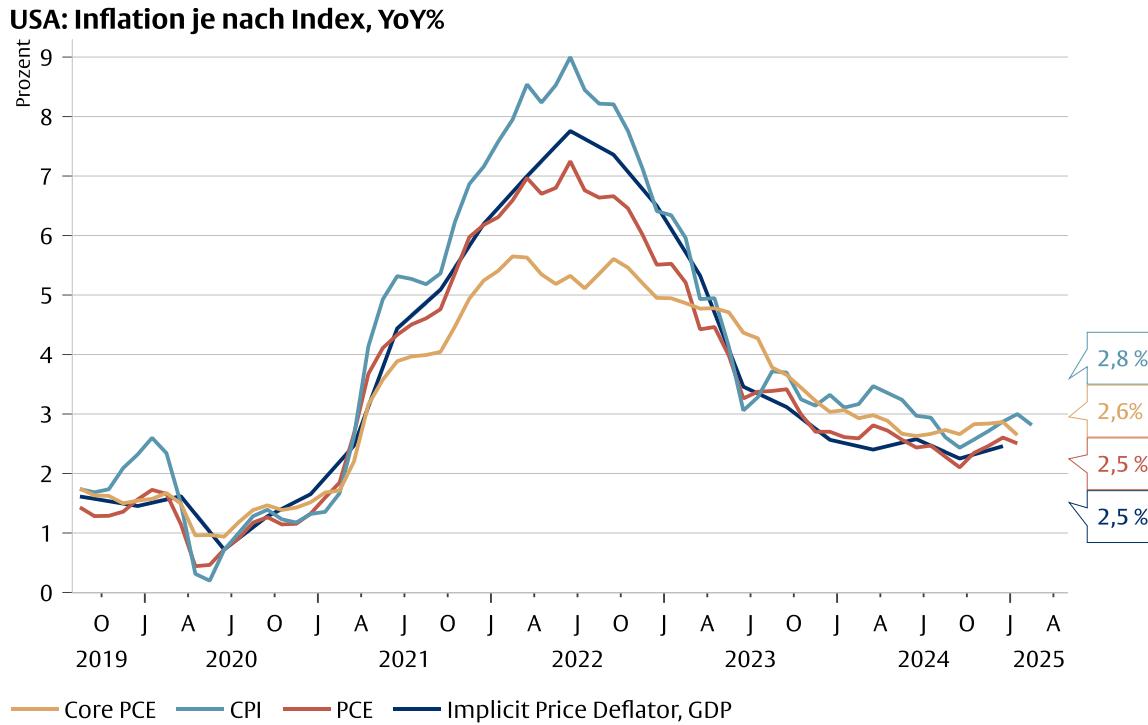
USA Kerninflation vs. Erwartung



Im Februar stiegen die Preise etwas weniger stark als erwartet. Der Verbraucherpreisindex (CPI) erhöhte sich im Vergleich zum Vorjahr um 2,8 %. Die Kerninflation lag bei 3,1 % und damit leicht unter den Medianerwartungen der Teilnehmer einer monatlichen Bloomberg-Umfrage. Im Vormonat wurden die Erwartungen deutlich übertroffen.



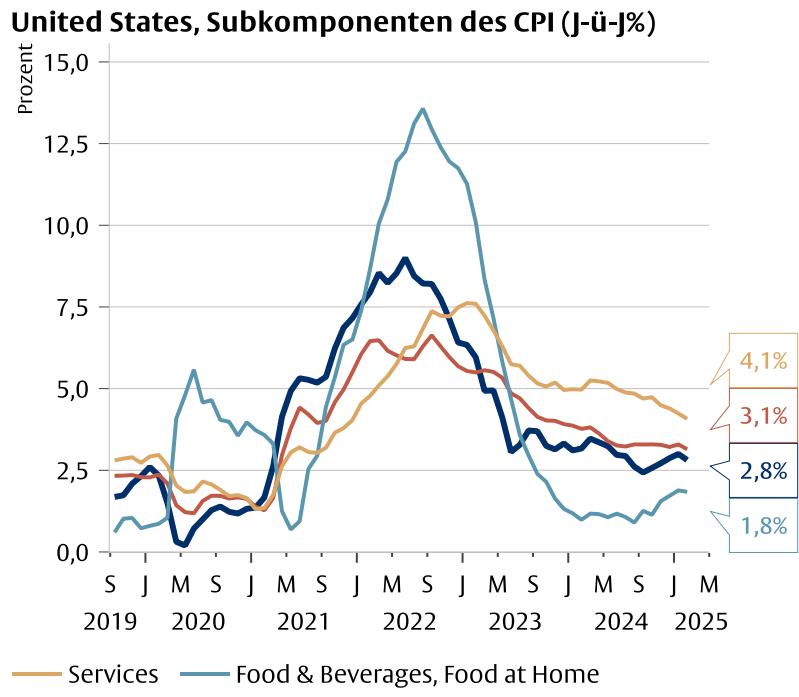
# Inflation in den USA: CPI, PCE & BIP-Deflator



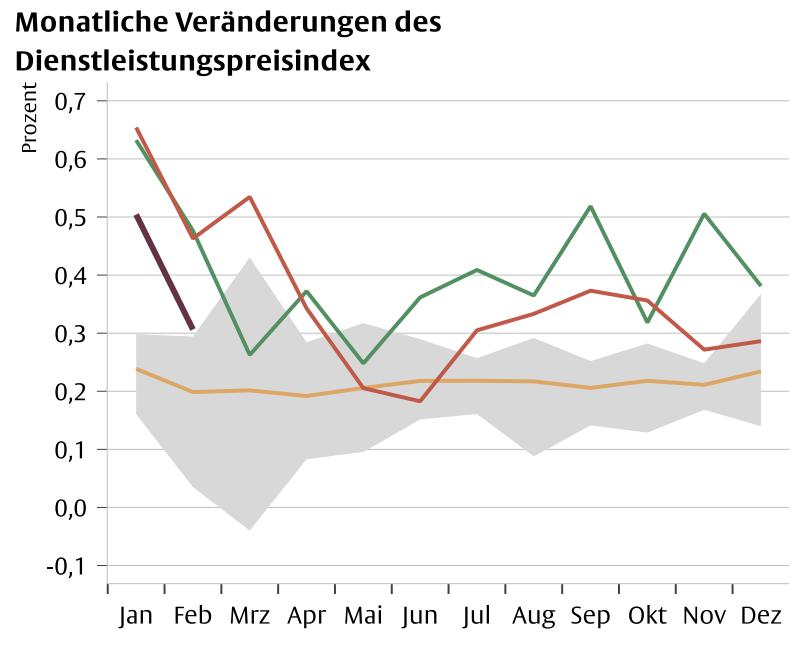
Die Inflation wird über verschiedene Indizes ermittelt. Der **CPI** erfasst Verbraucherpreise, der **PCE-Index** die Ausgaben der Haushalte und der **BIP-Deflator** die Preise aller im Inland produzierten Wirtschaftsgüter. Die Veränderungsrate aller drei Indizes erreichten Mitte 2022 einen **Höhepunkt**. Im Januar 2025 lag die Inflationsrate, des von der Fed favorisierten Kern-PCE-Index (ohne Energie und Lebensmittel) bei 2,6 %. Die Februarwerte sind wurden noch nicht veröffentlicht.



# USA: Dienstleistungspreise steigen weiter ...



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, BLS Daten vom 02.2025.



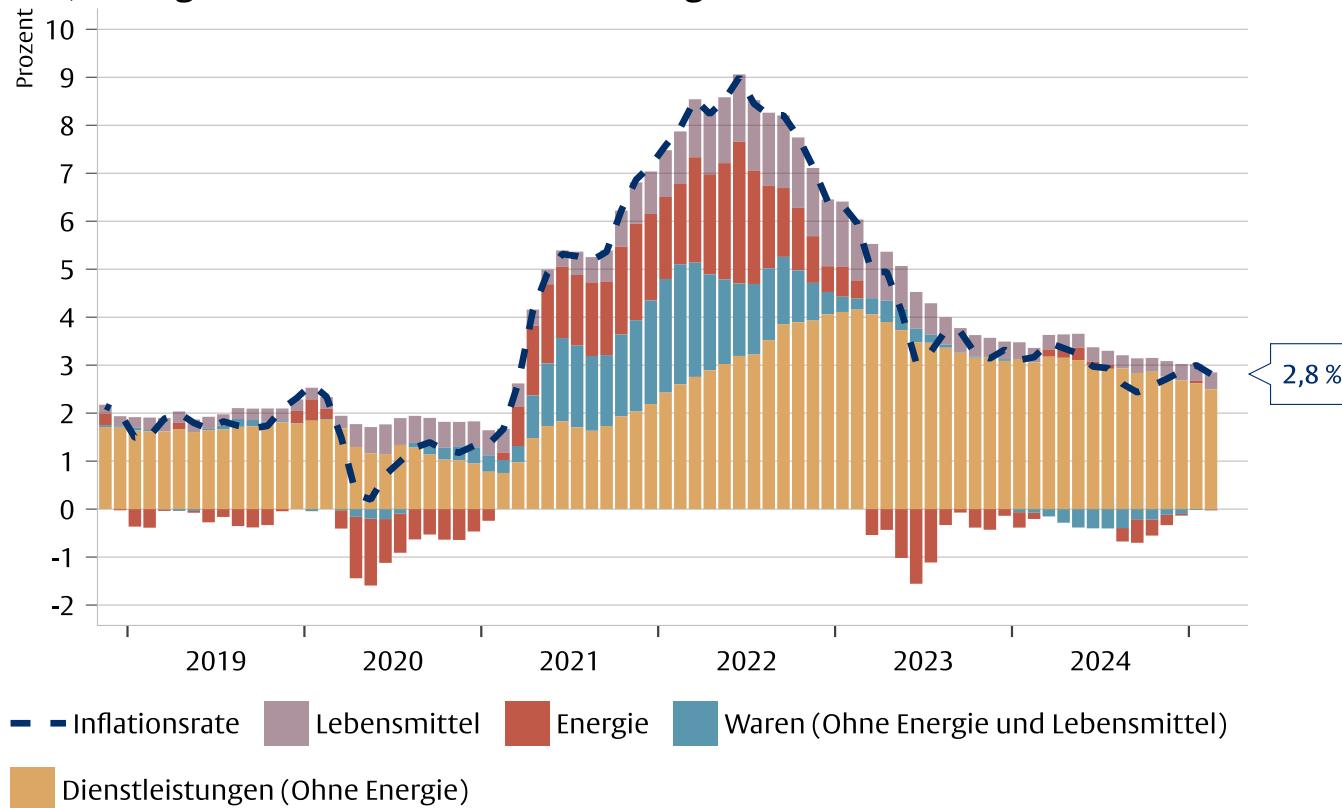
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, BLS. Daten vom 01.02.2025.

Im Dienstleistungssektor hielt der Inflationsdruck mit einem jährlichen Anstieg von 4,1 % im Februar 2025 an. Die Zuwachsrate gegenüber dem Vormonat lag unter dem Februarwert der letzten zwei Jahre, aber über dem Durchschnitt von 2012 bis 2019.



# ... und tragen am stärksten zur Inflation bei

USA, Beitrag zur Inflationsrate: Dienstleistungen vs Waren

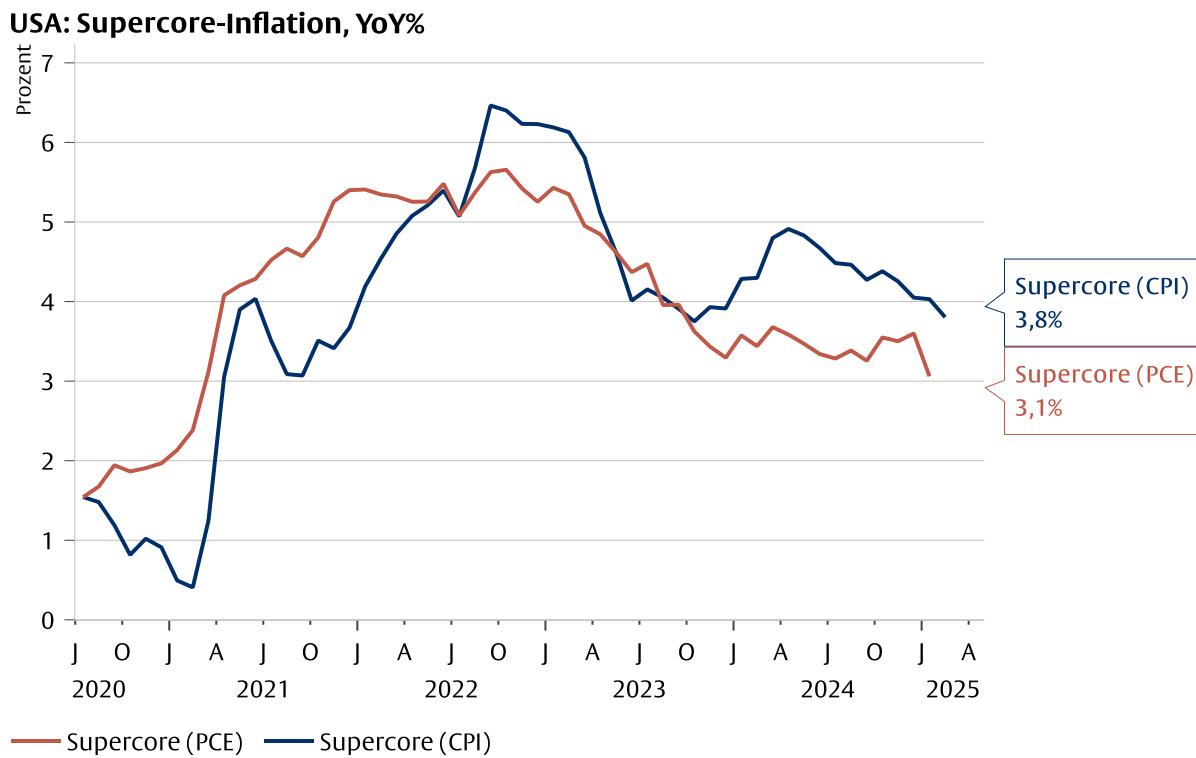


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS). Daten vom 02.2025.

Die **Teuerung der Dienstleistungen** trug weiterhin am stärksten zur **Inflation** in den USA bei. Der Beitrag der **Lebensmittelpreise** ist seit Anfang des Jahres leicht gestiegen.



# USA: Supercore-Inflation lässt langsam nach

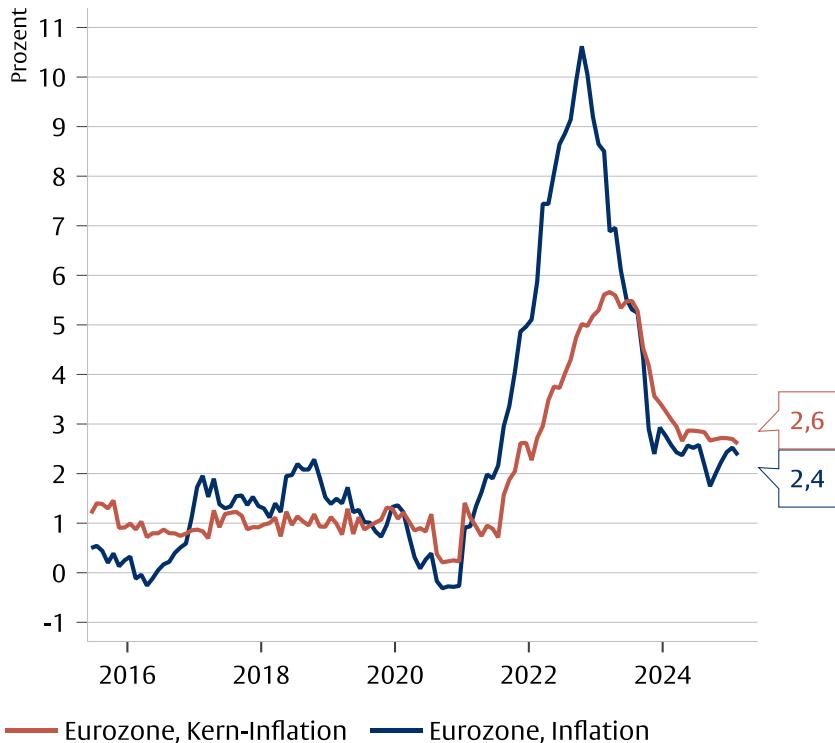


**Supercore** wird als der **Dienstleistungspreisindex** ohne Energie- und Wohnkosten definiert. Auf der Grundlage des CPI-Index fiel die **Jahresrate** der Supercore-Inflation im Februar weiter auf 3,8 % zurück. Gemessen am PCE-Index lag die Supercore-Inflation im Januar bei 3,1 %. Dies zeigt, dass der **Inflationsdruck im Dienstleistungssektor** auch ohne Wohnkosten zwar nachlässt, aber weiterhin hoch bleibt.



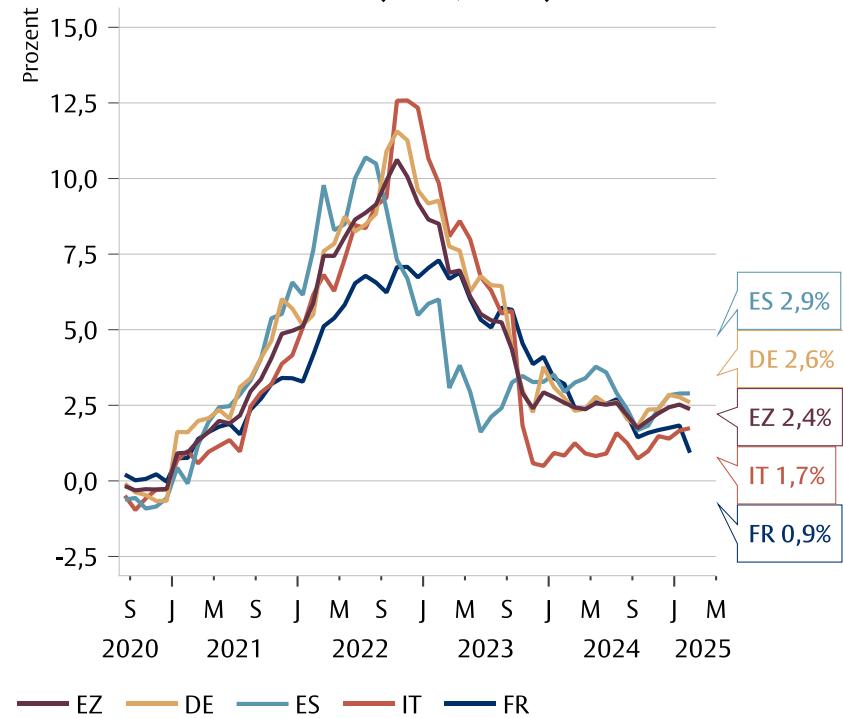
# Die Inflation in der Eurozone lässt kaum nach

Inflation und Kerninflation in der Eurozone



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Eurostat Daten vom 02.2025.

Inflation in der Eurozone (HVPI, YoY%)

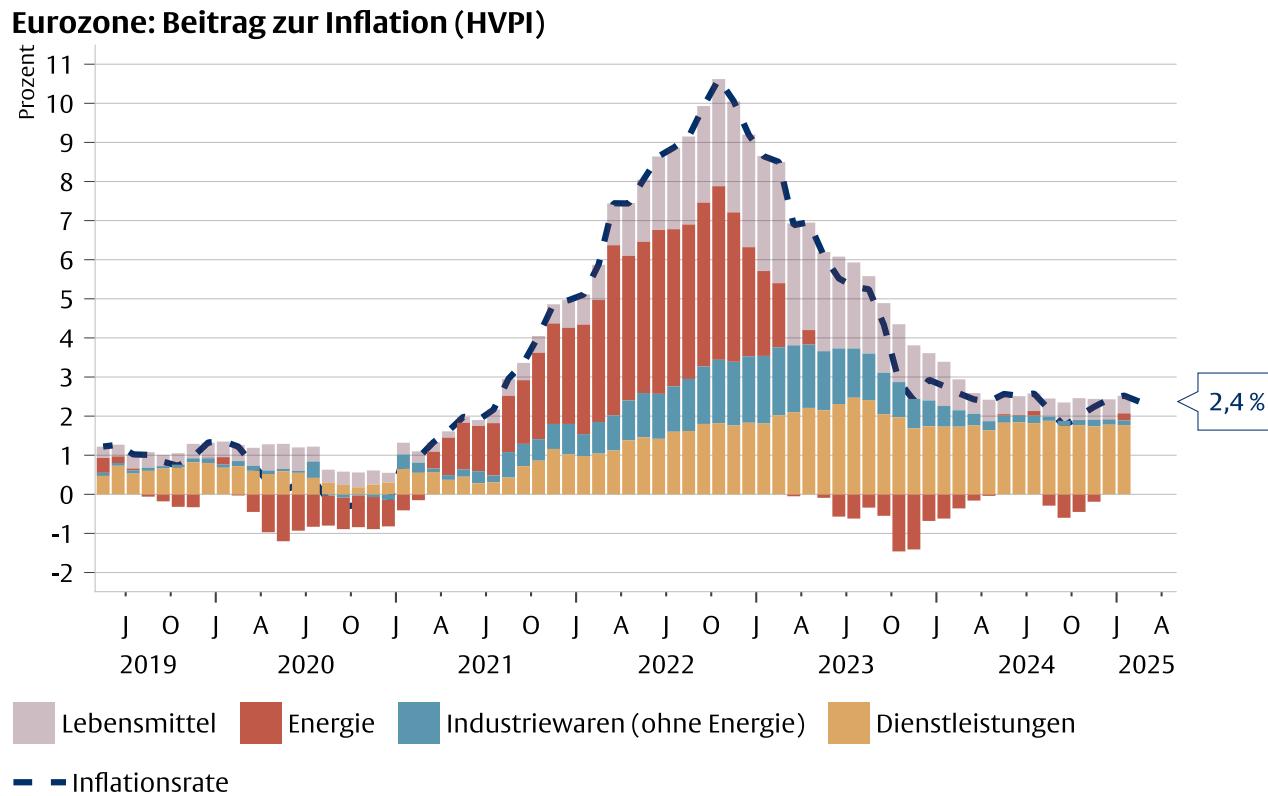


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, INSEE, Istat, INE, DESTATIS, Eurostat Daten vom 02.2025.

Im Februar stieg der **harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI)** der **Eurozone** im Jahresvergleich um 2,4 %, der **Kern-HVPI** um 2,6 %. In **Frankreich und Italien** blieb die Inflationsrate (HVPI) unter 2 %, während sie in **Deutschland** trotz schwachen Wachstums auf 2,6 % weiter zunahm.



# Verteuerung von Dienstleistungen und Lebensmitteln

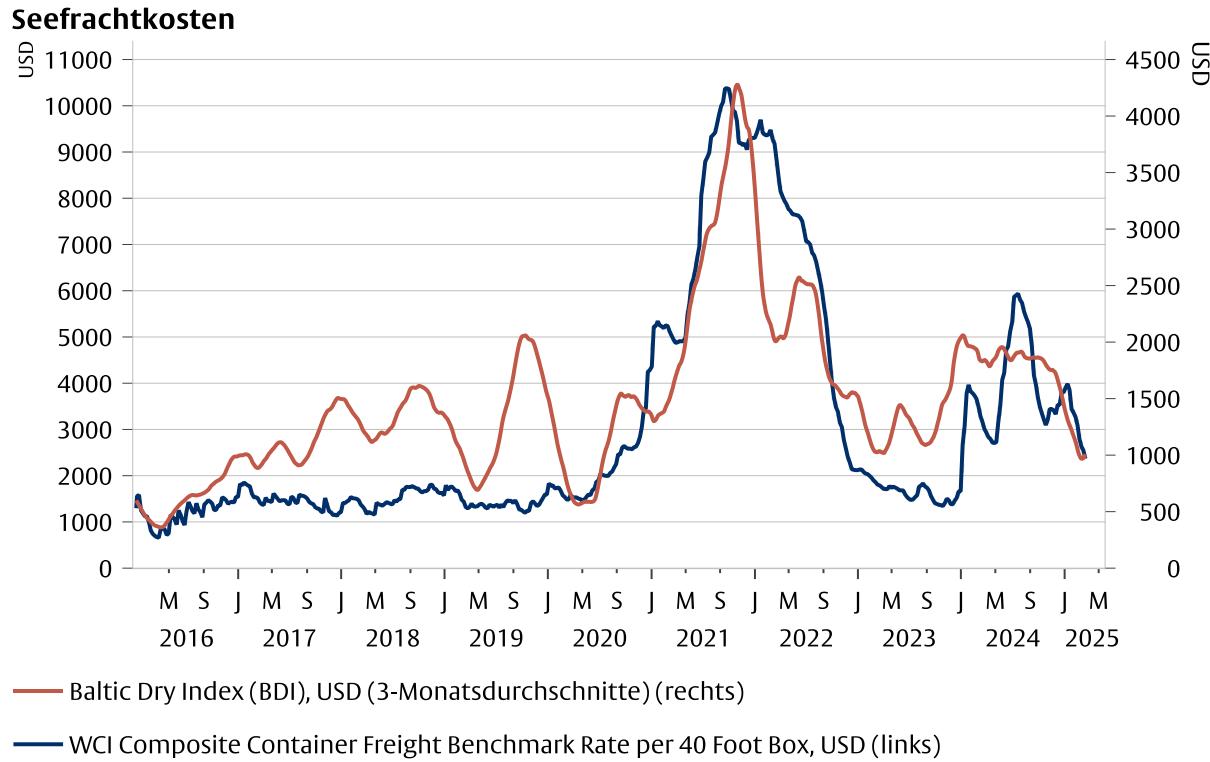


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Eurostat. Daten vom 02.2025.

Bis Ende 2022 leisteten die Preise für **Energie** und **Lebensmittel** den größten Beitrag zur **Inflation**. Heute treiben hauptsächlich die Preise für **Dienstleistungen** und weniger stark die Preise für **Lebensmittel** die Inflation an.



# Seefrachtkosten gehen zurück

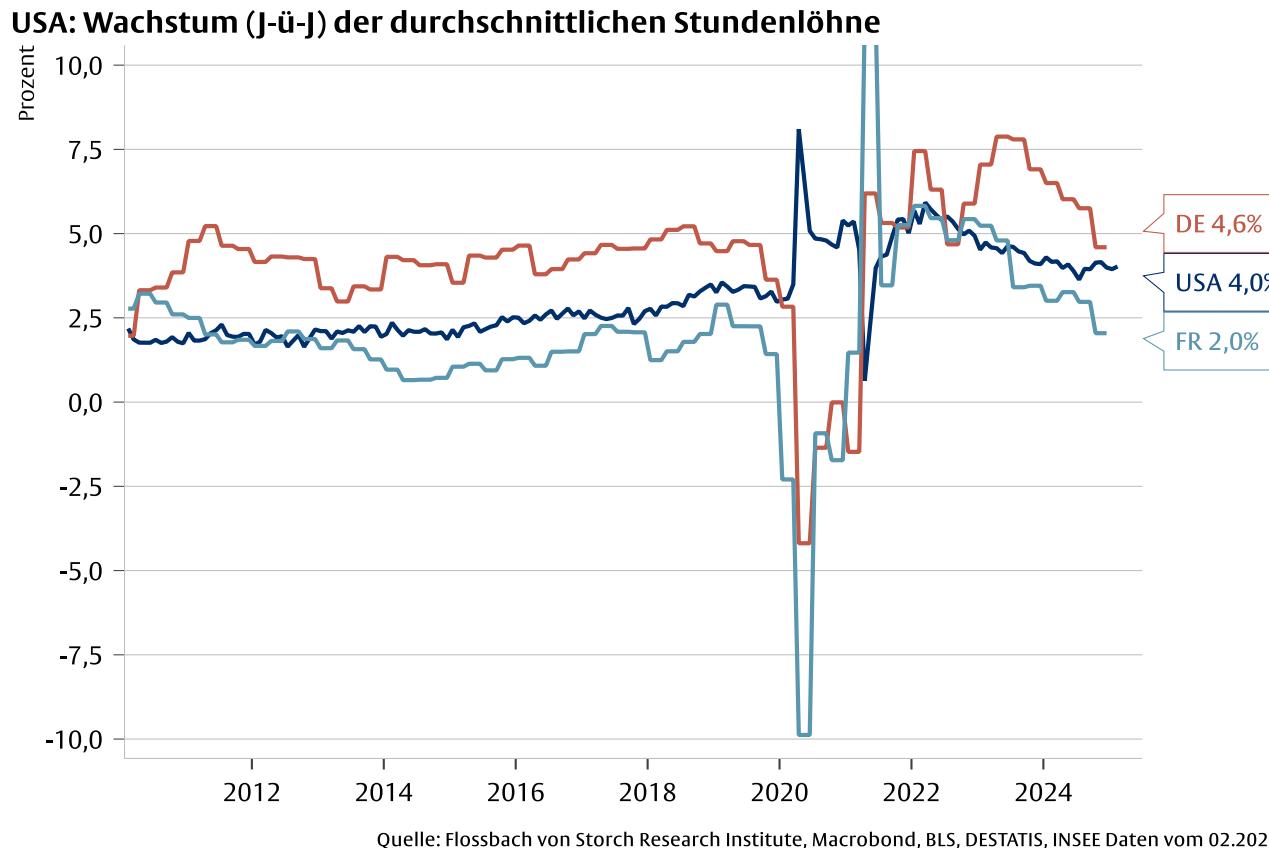


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Drewry Shipping Consultants Ltd, Baltic Exchange. Daten vom 14.03.2025.

Ende 2023, als die Angriffe auf Frachtschiffe im Roten Meer eskalierten, stiegen die Seefrachtkosten stark an. In den letzten Monaten sind sie wieder gesunken. Ob eine sinkende Nachfrage als Folge eines schwächeren Welthandels aufgrund des sich anbahnenden Handelskriegs zwischen den USA und ihren Partnern antizipiert wird, bleibt offen.



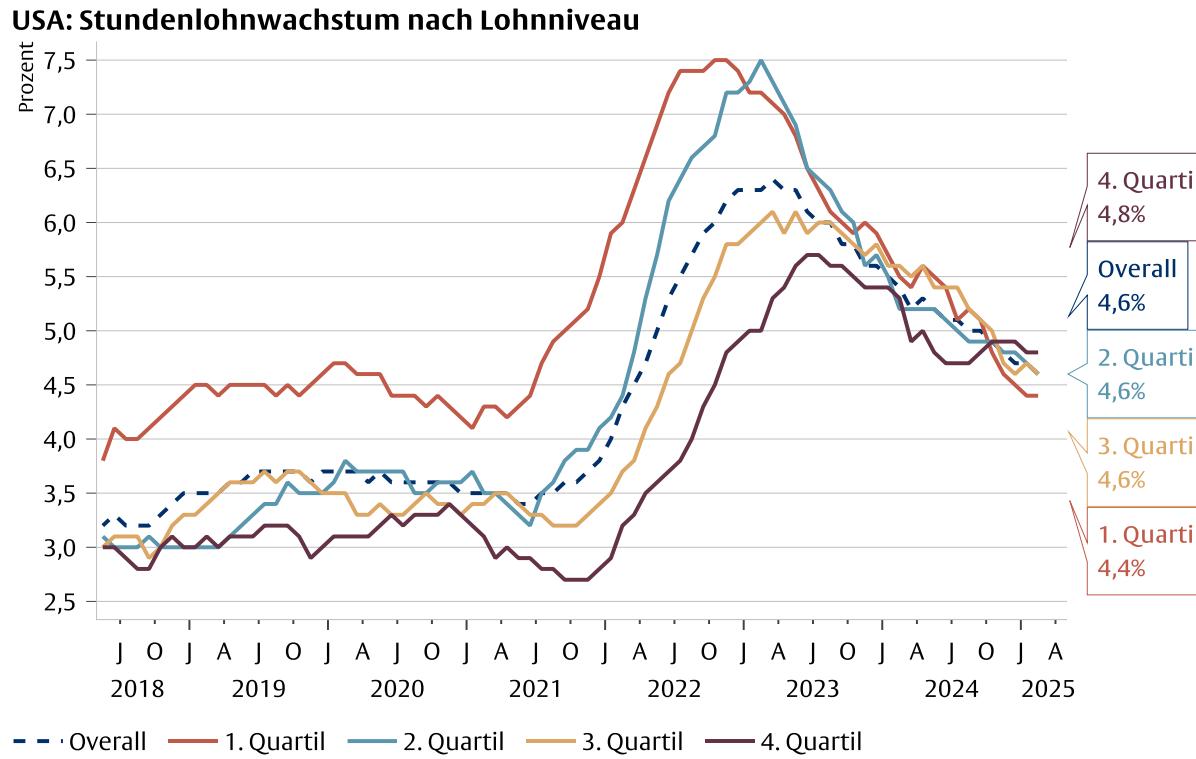
# Weiter starker Anstieg der Nominallöhne



Im Februar stiegen die durchschnittlichen **Stundenlöhne** in den USA um 4 % im Jahresvergleich, erneut etwas schneller als im Vormonat. Im vierten Quartal 2024 betrug das **Lohnwachstum** 4,6 % in Deutschland und 2 % in Frankreich. In allen drei Ländern bleibt das Lohnwachstum über dem Durchschnitt von 2011-2019.



# USA: Normalisierung des Lohnwachstums?



Im Februar stiegen in den USA die **Stundenlöhne** im Durchschnitt um 4,6 %. Die Verteilung des Lohnanstiegs über die verschiedenen Lohngruppen zeigt nur eine geringe Streuung: Im **niedrigsten Lohnquartil** legten die Löhne um 4,4 % zu, im **höchsten Quartil** um 4,8 %. Bis 2022 verzeichnete das niedrigste Quartil die höchsten **Lohnzuwächse**. Erstmals seit 2014 sind die Lohnsteigerungen im **höchsten Quartil** wieder stärker als im niedrigsten.



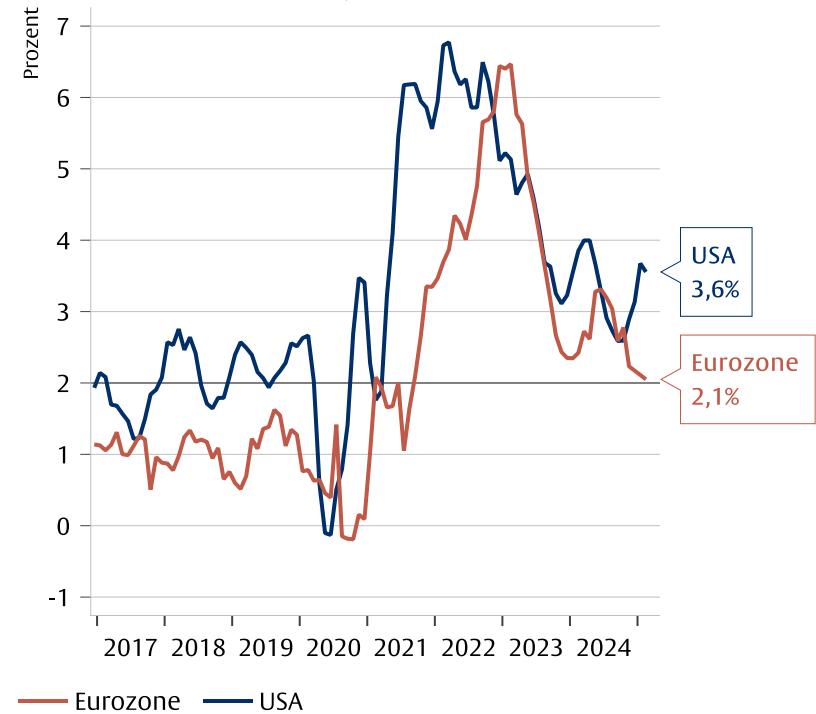
# Der Inflationsdruck bleibt

Kerninflation: 3 Monate, annualisiert



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, ECB, BLS Daten vom 02.2025.

Kerninflation: 6 Monate, annualisiert



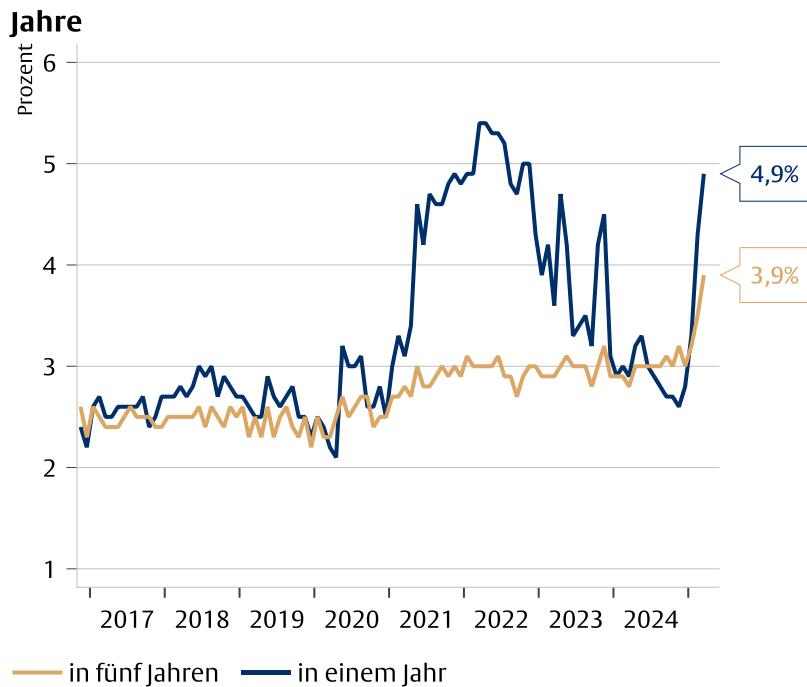
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, ECB, BLS Daten vom 02.2025.

Die **3-Monats- und 6-Monats-annualisierten Kern-Inflationsraten** geben einen Einblick in den **kurzfristigen Inflationsdruck**. In den USA sind beide Raten seit einigen Monaten gestiegen und liegen derzeit bei 3,6 %. In der **Eurozone** stieg die **3-Monats-Rate** auf 2,6 % und die **6-Monats-Rate** sank auf 2,1 %.



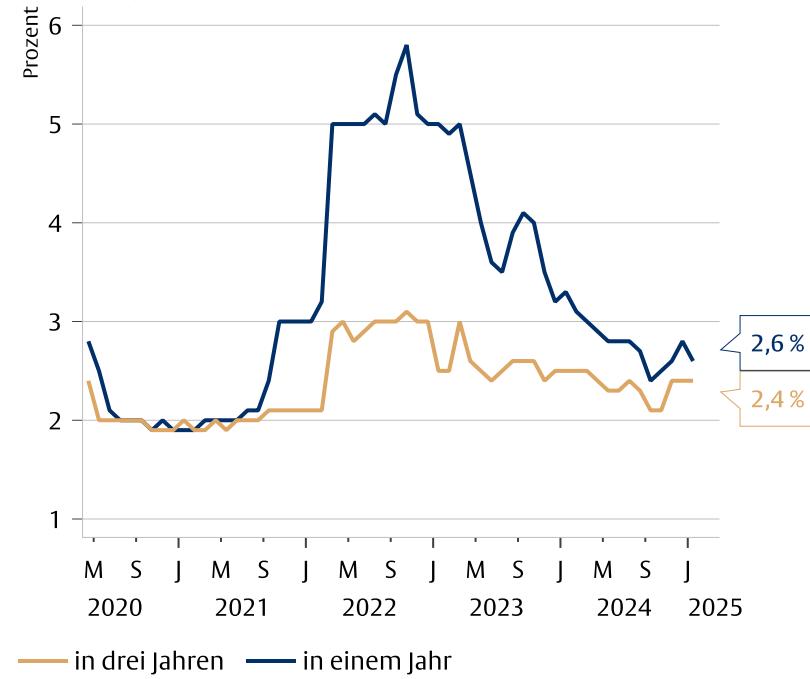
# Steigende Inflationserwartungen der Konsumenten

USA: Inflationserwartungen der Konsumenten: 1 vs 5



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, University of Michigan. Daten vom 03.2025.

Eurozone: Inflationserwartung der Konsumenten (Median)

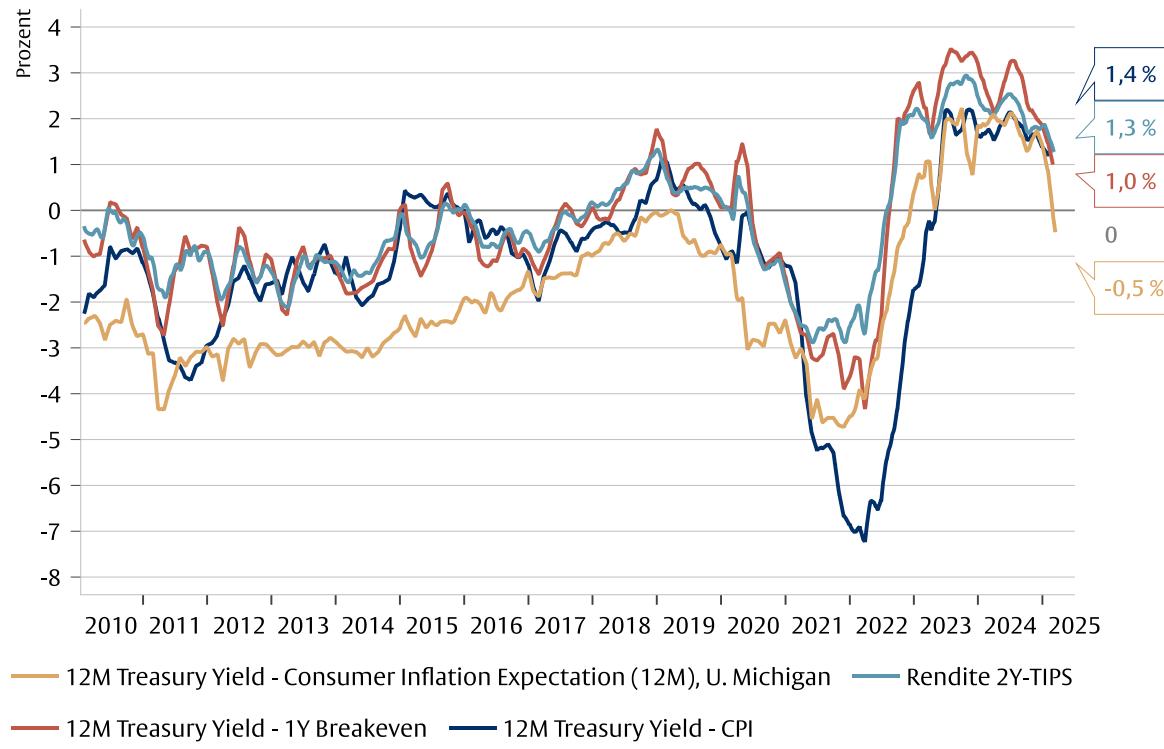


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, ECB. Daten vom 01.2025.

Im März 2025 lagen in den USA die **Inflationserwartungen** der Konsumenten für die kommenden **fünf Jahre** bei 3,5 % und für die nächsten **zwölf Monate** bei 4,9 %. In der Eurozone lagen die Erwartungen für das **kommande Jahr** bei 2,6 % und für die nächsten **drei Jahre** bei 2,4 %.



# USA: Wo liegt der Realzins?

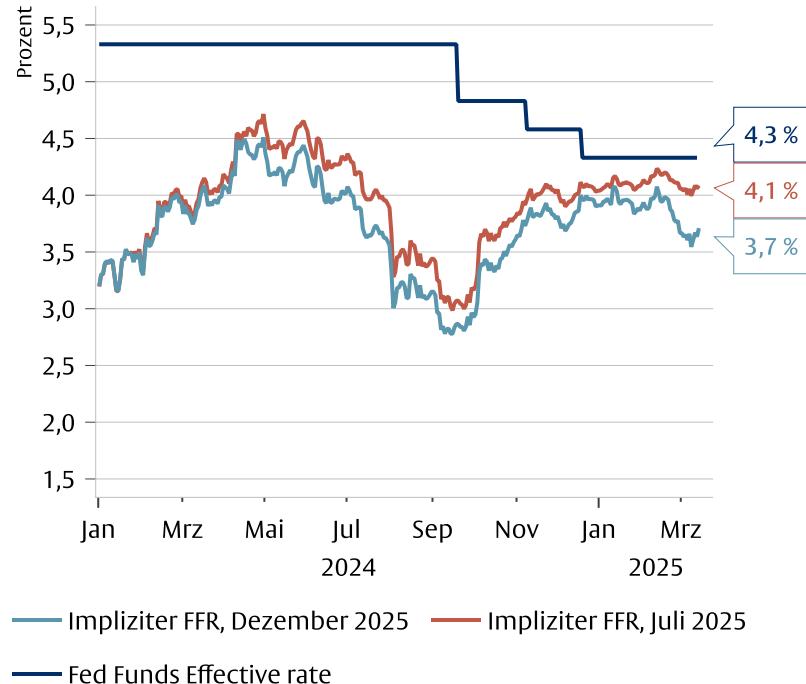


Der **Realzins** ist die Differenz von **Nominalzins** und (erwarteter) **Inflation**. Während man den Nominalzins am Markt ablesen kann, muss man sich für die erwartete Inflation einer Schätzung bedienen. Je nach gewähltem Ansatz liegt der **Realzins** für die **US-Wirtschaft** derzeit zwischen **-0,1 % und 1,4 %**. Alternativ, kann man die Rendite inflationsindizierter Staatsanleihen (TIPS in den USA) am Markt ablesen. Für eine Laufzeit von zwei Jahren ist der Realzins seit April 2022 positiv und liegt derzeit bei **1,3 %**.



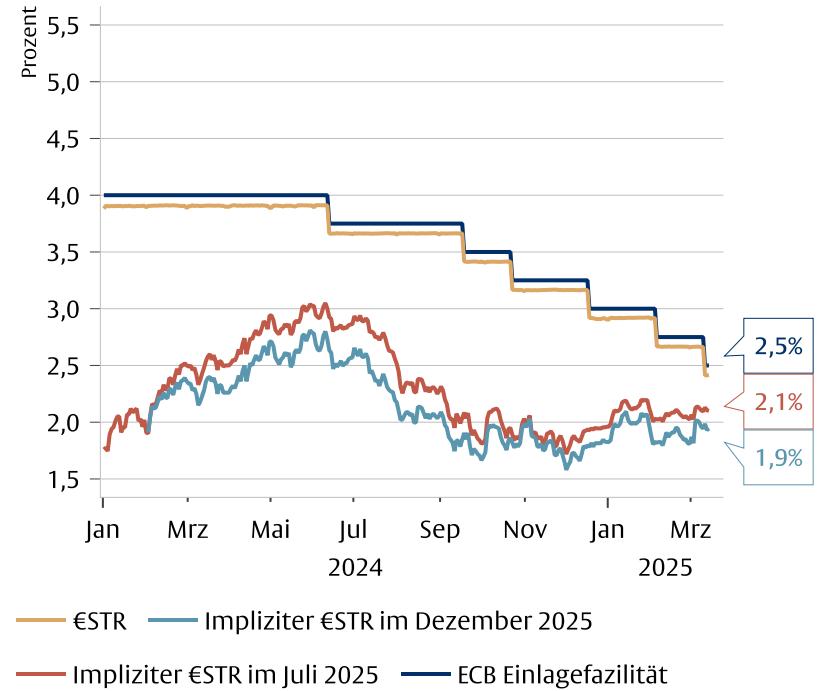
# Volatile Zinserwartungen

Implizite vs aktuelle Fed Funds Rate



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, CME Group, New York Fed, Fed, U.S. Treasury. Daten vom 14.03.2025.

Implizite €STR vs Zinssatz für die Einlagefazilität der EZB



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, ECB, ICE. Daten vom 14.03.2025.

Auf den **Futures-Märkten** werden seit **Anfang März** wieder stärkere **Fed-Leitzinssenkungen** eingepreist. Für **Dezember 2025** wird ein **Leitzins von 3,7 %** antizipiert, fast 75 Basispunkte unter dem aktuellen Niveau. Im **Euroraum** werden im Verlauf des Jahres **Leitzinssenkungen um 50 Basispunkte** erwartet, die vorwiegend in der **ersten Jahreshälfte** stattfinden sollen. Das erwartete Zinsniveau für Ende des Jahres liegt im Euroraum deutlich unter den USA.



# Rechtliche Hinweise

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen 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 SE 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 SE selbst erstellte Inhalte bleibt allein bei der Flossbach von Storch SE. Eine Vervielfältigung oder Verwendung solcher Inhalte, ganz oder in Teilen, ist ohne schriftliche Zustimmung der Flossbach von Storch SE 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 SE.**

© 2025 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

