

Flossbach von Storch
RESEARCH INSTITUTE



Konjunkturbericht

Pablo Duarte

August 2024



Einleitung

Im August wuchs die **Realwirtschaft** in den **USA** erneut **schneller** als in der **Eurozone**, trotz stark schrumpfender **Industrie**. Der **US-Arbeitsmarkt** kühlte weiter ab, während das **Konsumklima** optimistisch blieb. In **China** schrumpfte das **verarbeitende Gewerbe** erneut, **Deflationsssorgen** hielten an, und die **Jugendarbeitslosigkeit** stieg stark an.

Die **Inflationsrate** in den **USA** war **höher als erwartet**, mit anhaltendem **Inflationsdruck** bei **Dienstleistungen**.

Bis Ende des Jahres werden **Zinssenkungen** von mindestens **100 Basispunkten** in den **USA** und **75 Basispunkten** in der **Eurozone** erwartet.

Wir verfolgen die Entwicklungen der Realwirtschaft in Echtzeit mit unserem *Real Economy Tracker*. In unserem *Inflation Tracker* finden Sie Grafiken zur Inflationsentwicklung und ihrer Determinanten.



Inhalte

<u>Realwirtschaft</u>	<u>4</u>
<u> Wirtschaftswachstum</u>	<u>5</u>
<u> USA: Arbeitsmarkt & Privater Konsum</u>	<u>12</u>
<u> China</u>	<u>22</u>
<u>Preise</u>	<u>28</u>



REALWIRTSCHAFT



„Hard landing“?

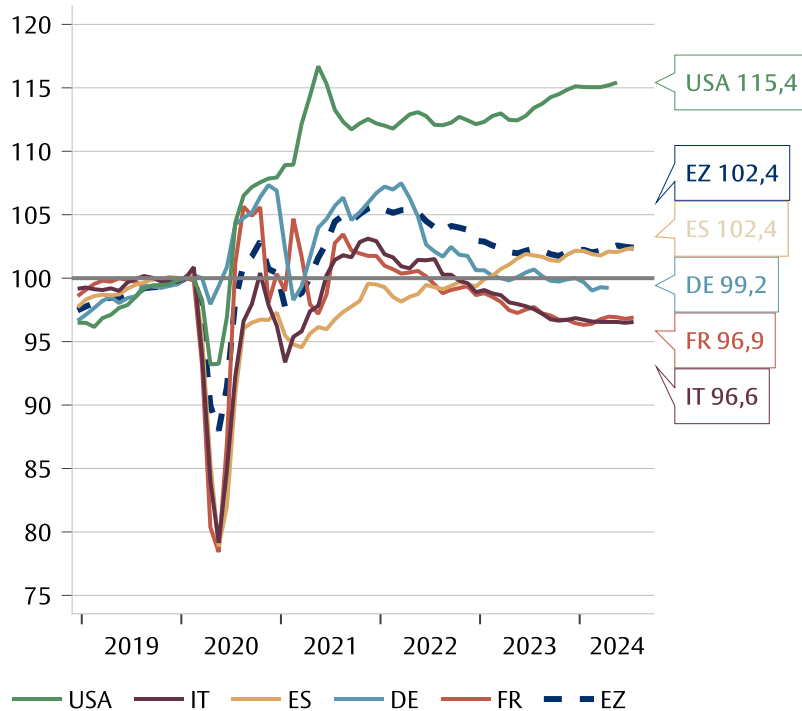


Quelle: Generiert durch ChatGPT



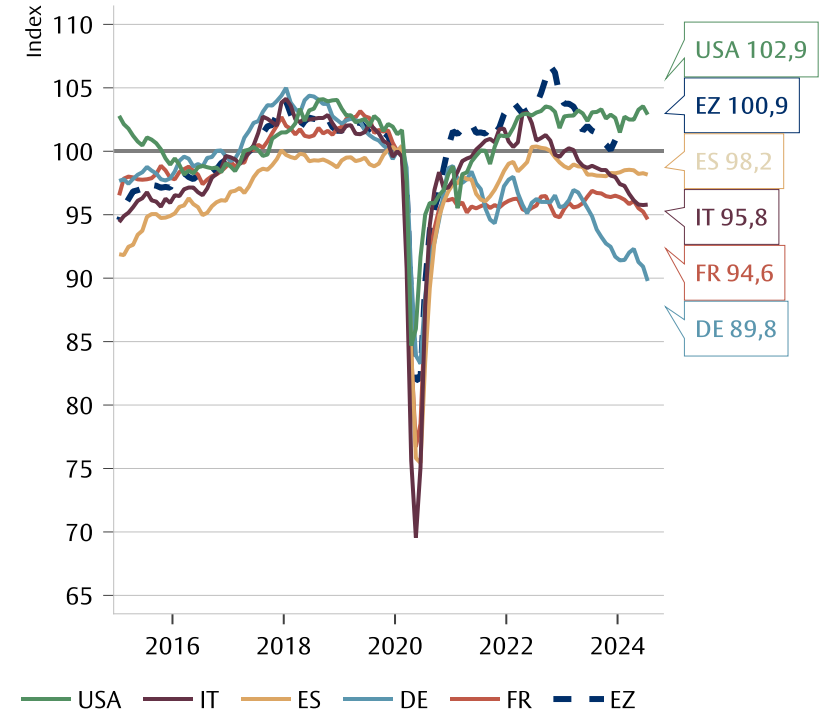
Die Industrie der Eurozone schrumpft

Reale Einzelhandelsumsätze, 01.2020 = 100



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Daten vom 12.09.2024.

Industrieproduktion, 01.2020 = 100



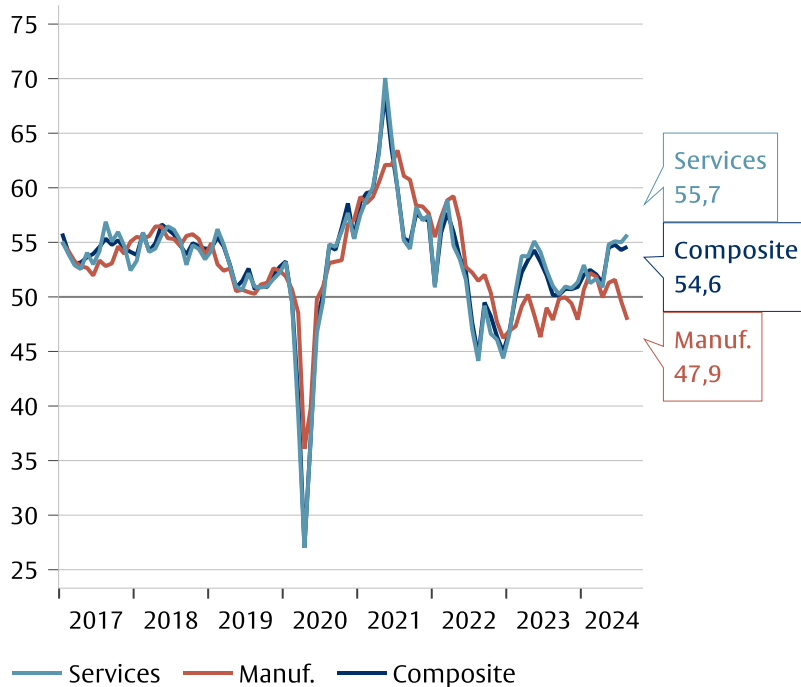
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Daten vom 12.09.2024.

Im Vergleich zu Januar 2020 sind die **Einzelhandelsumsätze** in den **USA** um **15,4 %** und in der **Eurozone** um **2,4 %** gestiegen. Die **Industrieproduktion** wuchs langsamer: **2,9 %** in den USA und **0,9 %** in der Eurozone. In den größten Ländern der Eurozone liegt die Produktion **unter** dem Vorpandemieniveau, mit der **schwächsten Entwicklung in Deutschland**.



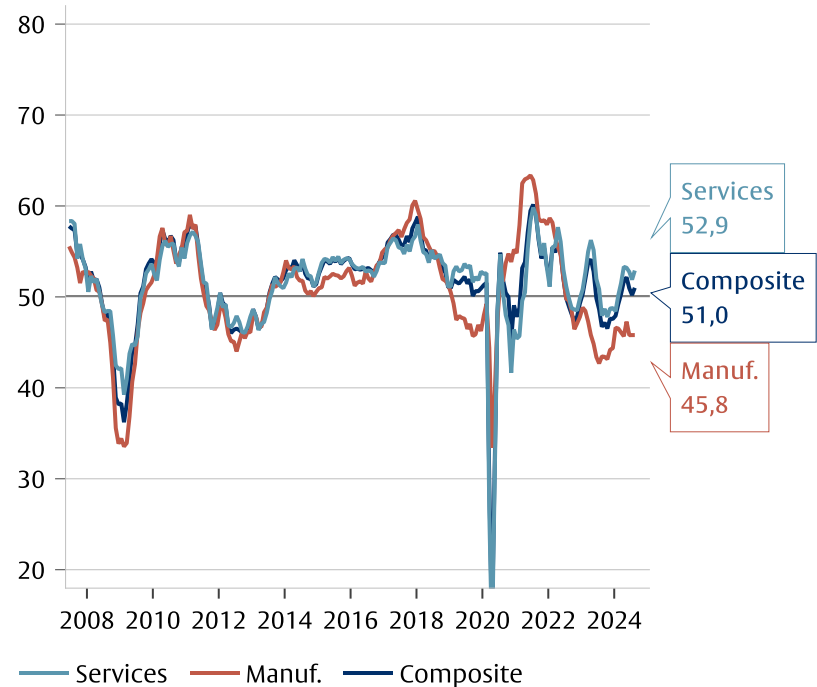
Das verarbeitende Gewerbe schrumpft

USA: Einkaufsmanagerindizes (PMIs)



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, S&P Global Daten vom 12.09.2024.

Eurozone: Einkaufsmanagerindizes (PMIs)

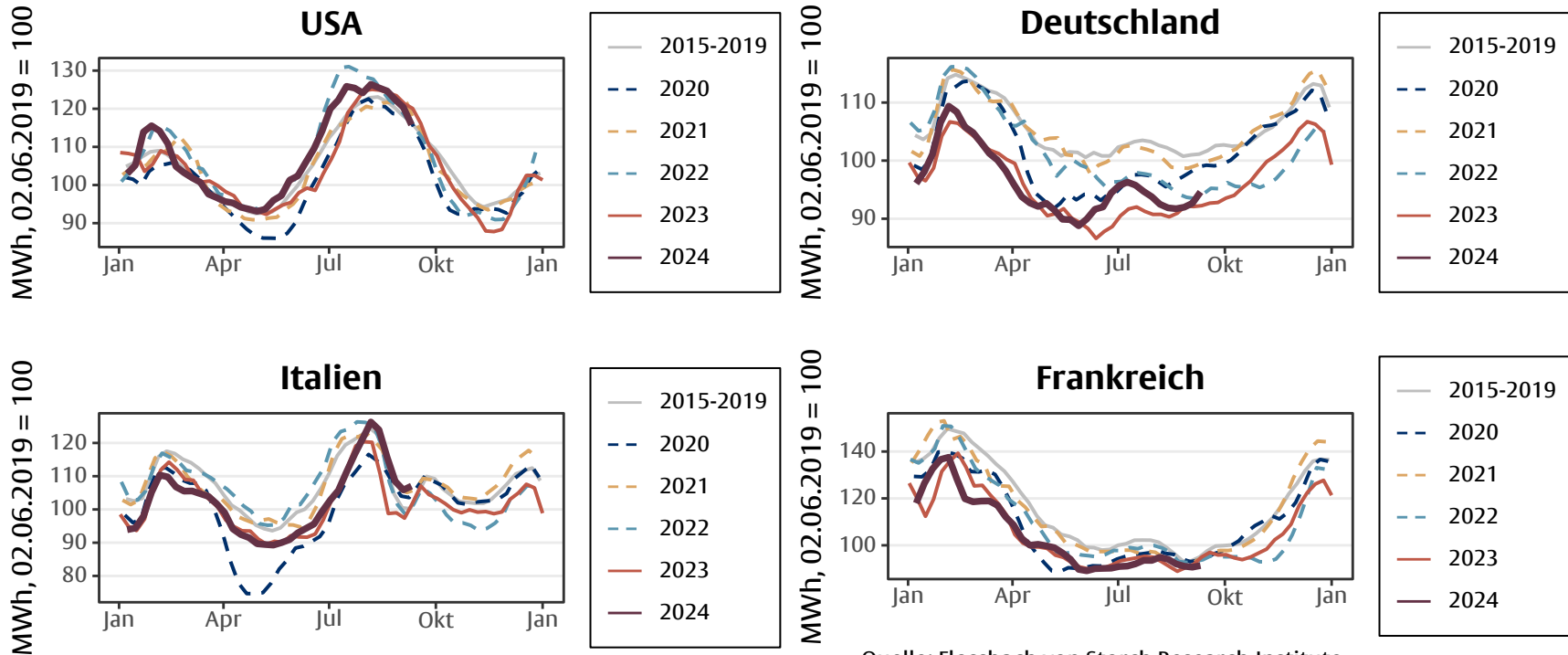


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, S&P Global Daten vom 12.09.2024.

Im August schrumpfte das **verarbeitende Gewerbe** sowohl in den USA als auch in der gesamten **Eurozone**. Der **Dienstleistungssektor** wuchs dagegen weiter. Insgesamt **wuchs die Realwirtschaft** in den **USA** weiterhin **schneller** als in der **Eurozone**.



Der Stromverbrauch bleibt niedrig in der Eurozone



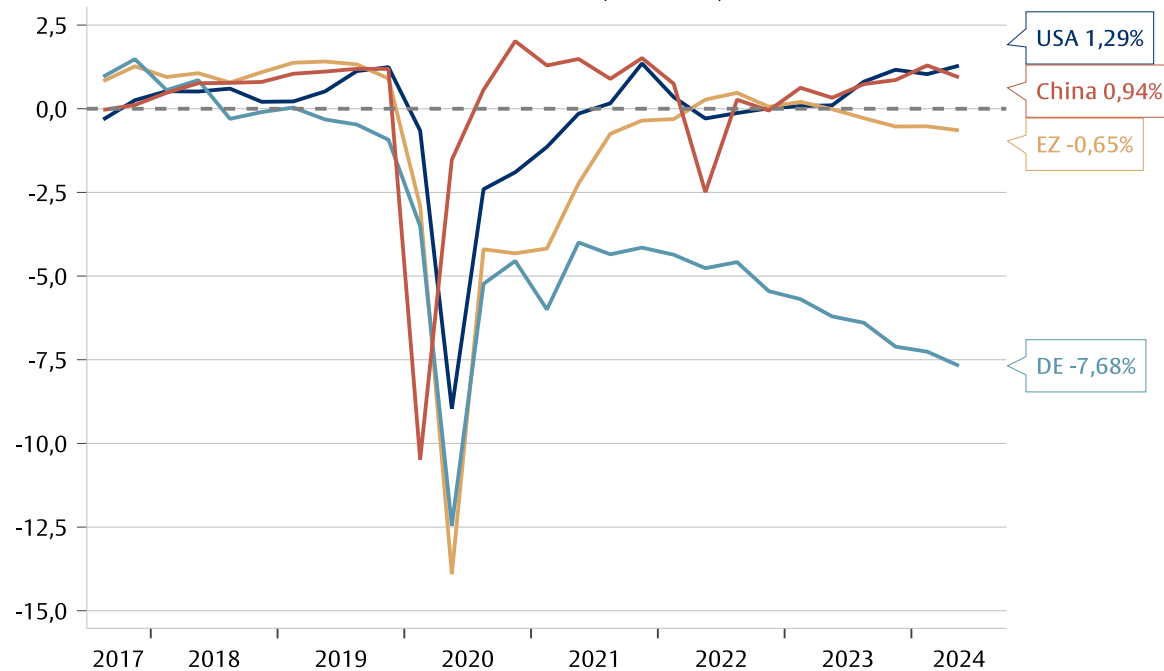
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, ENTSO-E, EIA. Gleitender Monatsdurchschnitt

Der **Stromverbrauch**, ein **Frühindikator** für die **Industrieproduktion**, blieb in **Deutschland**, und **Frankreich** bis Ende August unter dem **Durchschnitt** der letzten sieben Jahre. In **Deutschland** war er **höher** als im vergangenen **Sommer** und ungefähr so niedrig wie im Jahr 2022. Nur in den **USA** und in **Italien** ist der **Verbrauch höher** als im **Durchschnitt** zwischen 2015 und 2019.



Deutschland weicht vom bisherigen Wachstumstrend ab

Abstand zwischen BIP und Wachstumstrend (2009-19)



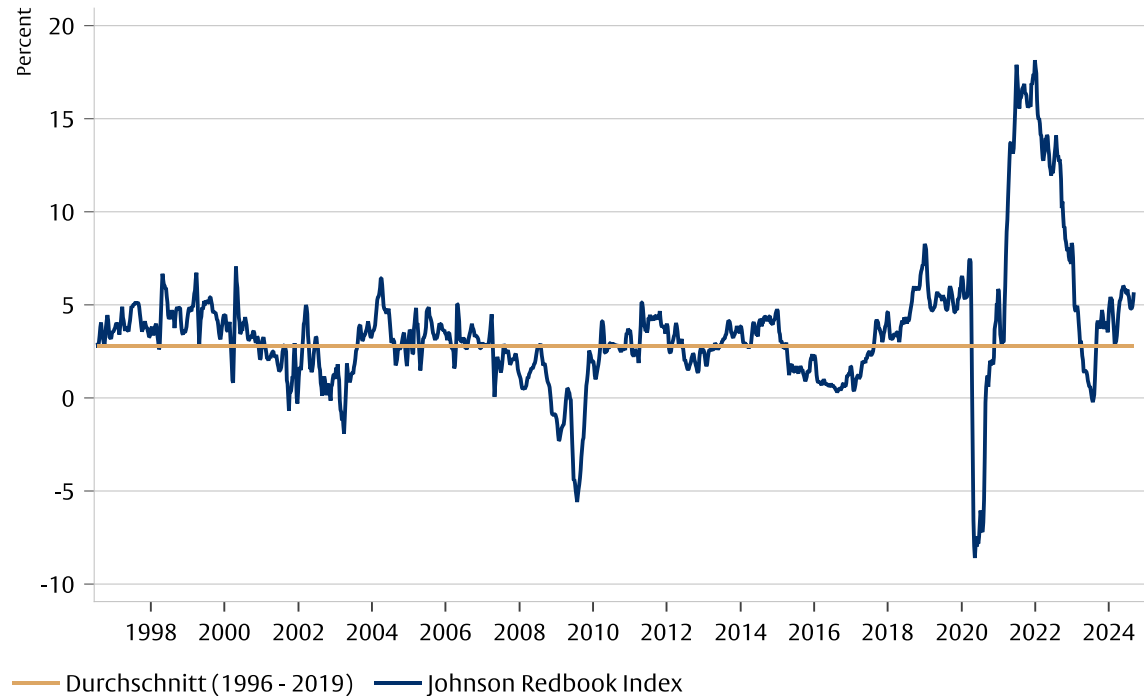
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond.
Daten vom 12.09.2024.

Bereits **2018** war das **Wachstum** in **Deutschland** schwächer als in der **Eurozone**, den **USA** und **China**. Die **Erholung** nach dem **Pandemiejahr 2020** verlief in Deutschland am langsamsten, und seit **2022** entfernt sich das deutsche **BIP** weiter vom **Wachstumstrend** der Jahre **2009 bis 2019**. Die **Eurozone** hat ihren früheren **Wachstumspfad** wieder erreicht, liegt aber erneut darunter. Im Gegensatz dazu könnten die **USA** und **China** den Trend übertreffen.



USA: Die Einzelhandelsverkäufe steigen wieder an

USA: Redbook Einzelhandelsindex



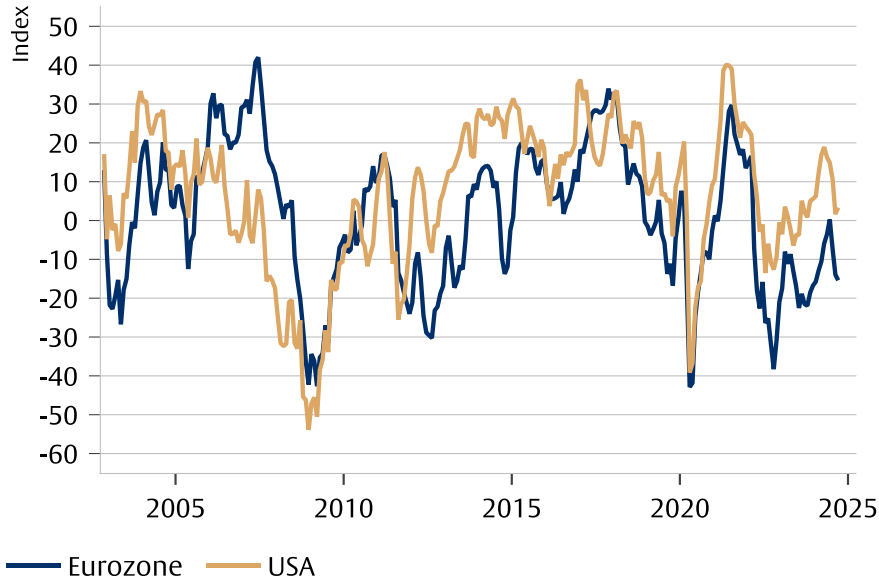
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Redbook Research Inc.. Daten vom 12.09.2024.

Der „Johnson Redbook Retail Sales“ -Index fasst die **Verkaufsleistung** von **Warenhäusern** und **Einzelhandelsgeschäften** in den USA zusammen. Der Index liegt seit Monaten über dem zwischen **1996** und **2019** berechneten **Durchschnitt** und signalisiert **starke US-Einzelhandelsumsätze** für **September 2024**.



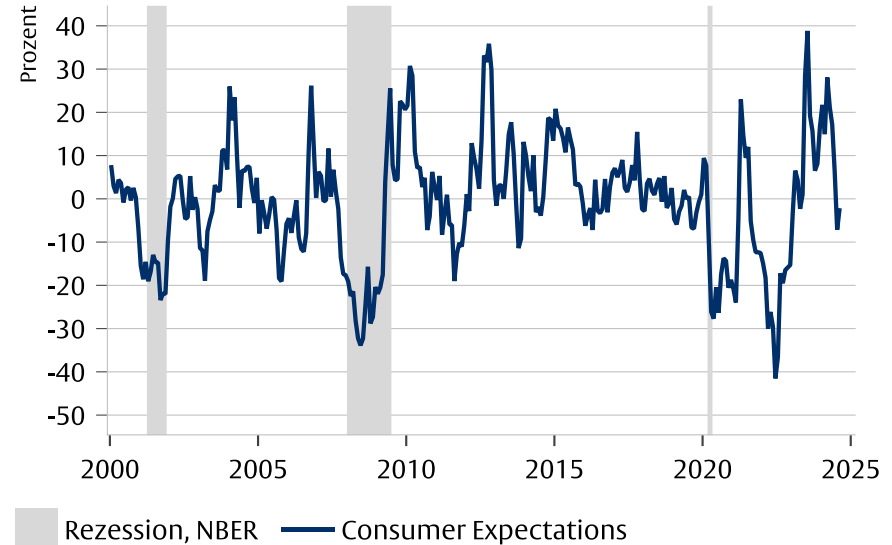
Die Stimmung bleibt positiv in den USA

Sentix Konjunkturindex USA und Eurozone



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Sentix.
Daten vom 12.09.2024

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 12.09.2024

Im August verbesserten sich das **Konsum- und Investitionsklima** in den USA, während in der **Eurozone** eine **langsame Erholung** zu beobachten war. Der **Sentix Konjunkturindex** für die USA und der **Konsumklimaindex** der **Universität Michigan** stiegen **leicht an**.



USA: Arbeitsmarkt & Privater Konsum

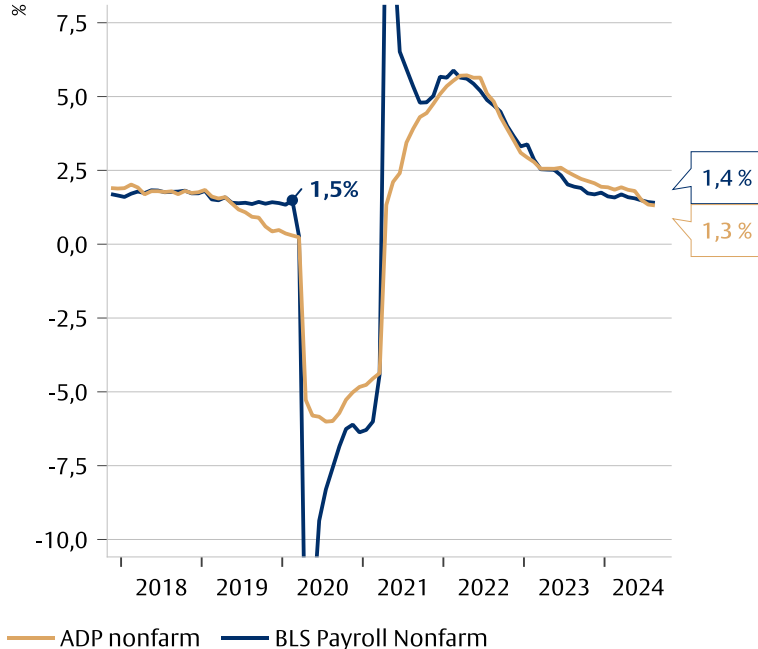


Quelle: Generiert durch ChatGPT



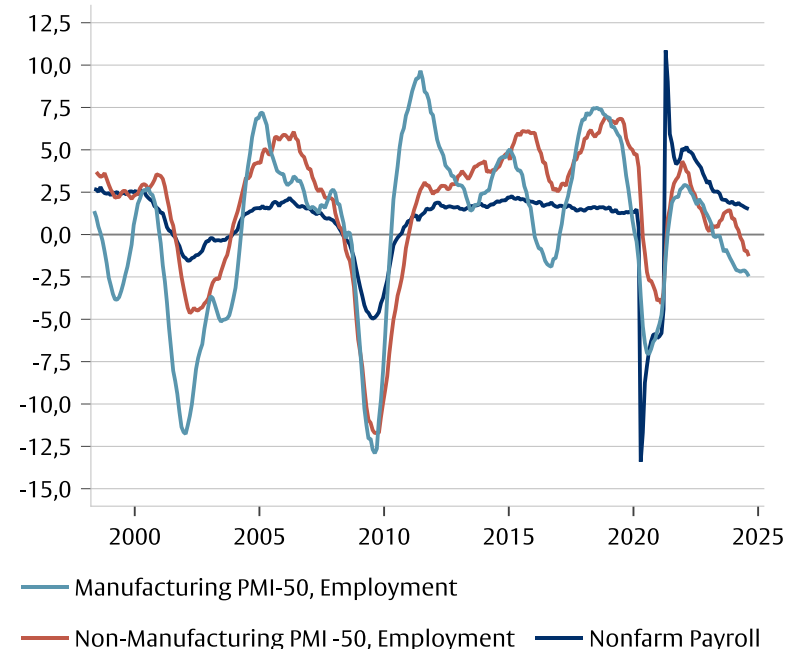
USA: Stellenwachstum verlangsamte sich weiter ...

USA: Stellenwachstum im privaten Sektor ex. Agrar, YoY%



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS), Automatic Data Processing, Inc. (ADP). Daten vom 12.09.2024.

USA: Nonfarm Payroll vs Employment PMI



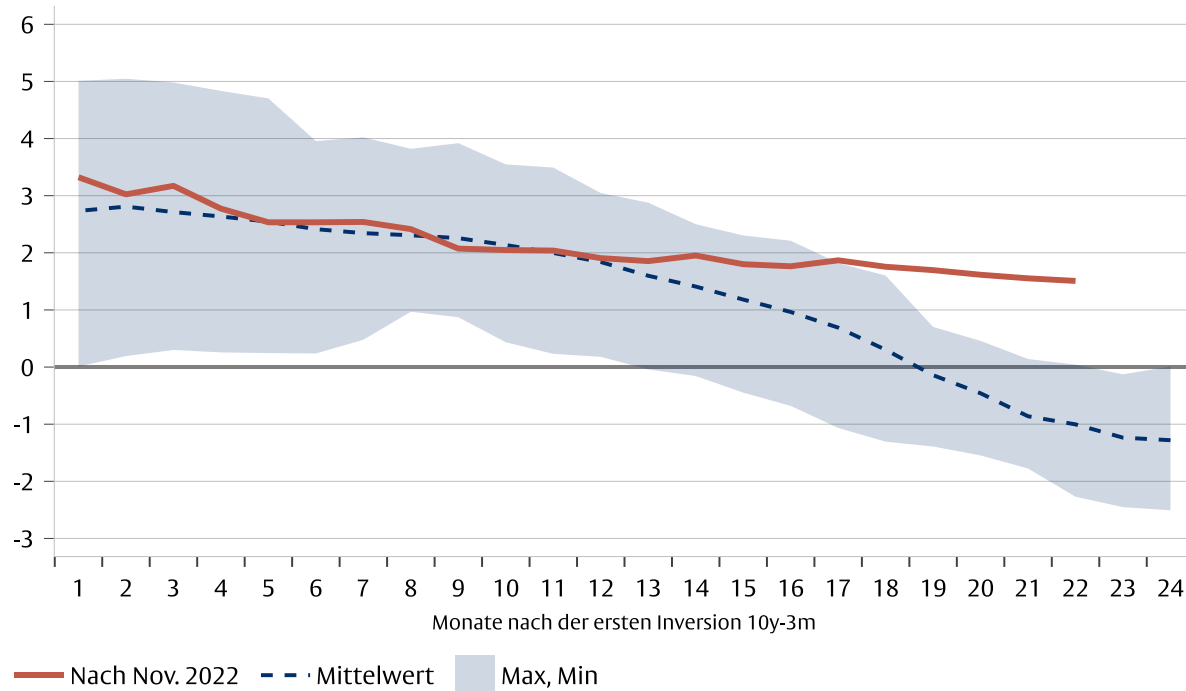
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, BLS, ISM Daten vom 12.09.2024.

Im August stieg die **Anzahl der Stellen** (ohne Landwirtschaft) im Vergleich zum Vorjahr um **1,5 %**, was **deutlich weniger** als erwartet ist und dem Niveau vor der Pandemie entspricht. Laut **ADP-Arbeitsmarktbericht** lag der Anstieg bei **1,4 %**. Die **Beschäftigungskomponente** des **ISM-Einkaufsmanagerindex (ISM-PMI)** schrumpft in der gesamten Wirtschaft und deutet auf eine **fortgesetzte Abschwächung** des Arbeitsmarktes hin.



... weniger als bei früheren Inversionen der Zinskurve

USA: Nonfarm Payroll Employment, YoY% nach Inversionen der Zinsstrukturkurve



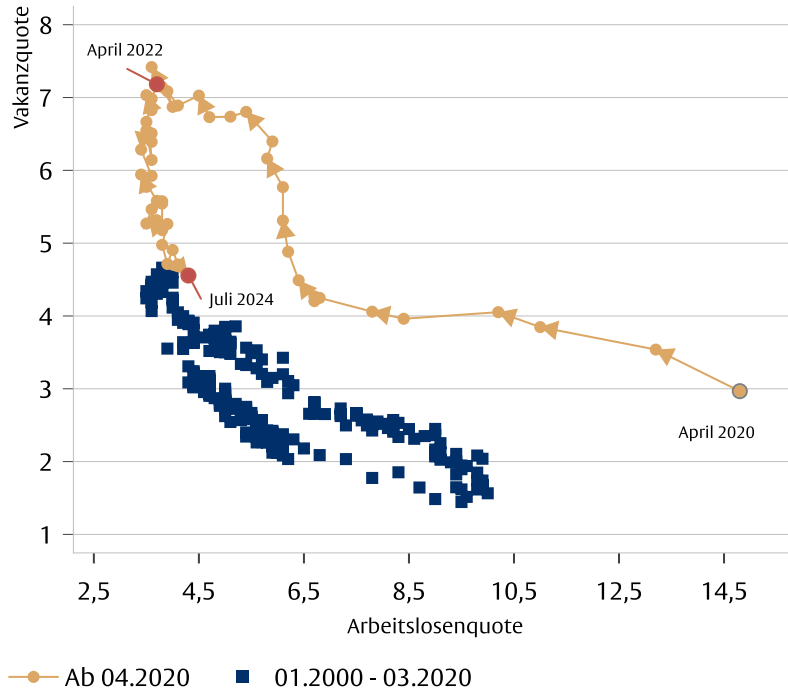
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS), NBER (National Bureau of Economic Research). Daten vom 12.09.2024.

Die **Verlangsamung des Stellenwachstums** folgte zunächst einem Muster, das typisch 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, 22 Monate nach der **Inversion** im Oktober 2022, bewegt sich das **Stellenwachstum** auf untypische Weise seitwärts und ist höher als bei jeder früheren **Kurveninversion**.



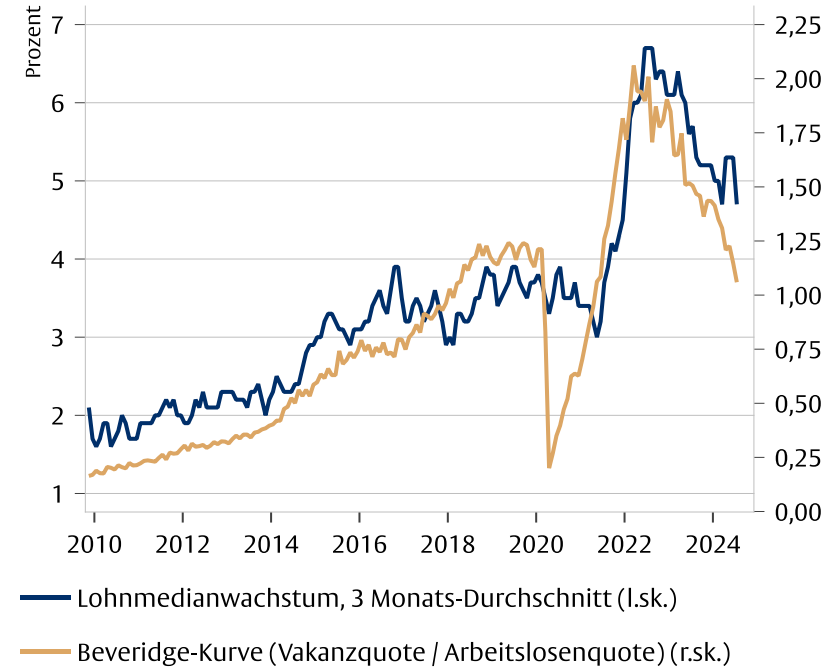
USA: Normalisierung des Arbeitsmarktes?

USA: Beveridge-Kurve



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS). Daten vom 12.09.2024.

USA: Lohnwachstum und der Arbeitsmarkt



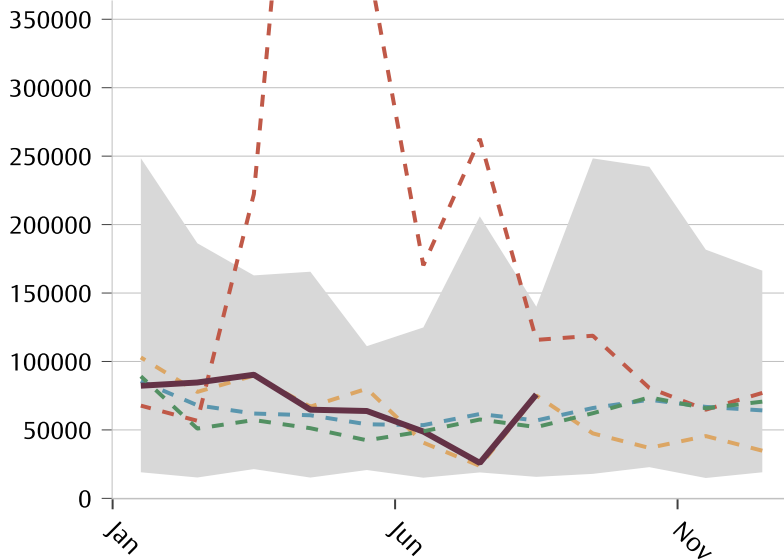
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Federal Reserve Bank of Atlanta, U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS). Daten vom 12.09.2024

Die **Beveridge-Kurve**, die die Beziehung zwischen **offenen Stellen** und der **Arbeitslosenquote** abbildet, stützt weiterhin das 'Soft-Landing-Narrativ': Seit 2 Jahren fällt die **Vakanzquote**, ohne dass die Arbeitslosenquote spürbar **steigt**. Das **Lohnwachstum** verlangsamt sich ebenfalls seit zwei Jahren, bleibt dennoch **höher als vor der Pandemie**.



USA: Keine Entlassungswelle in Sicht

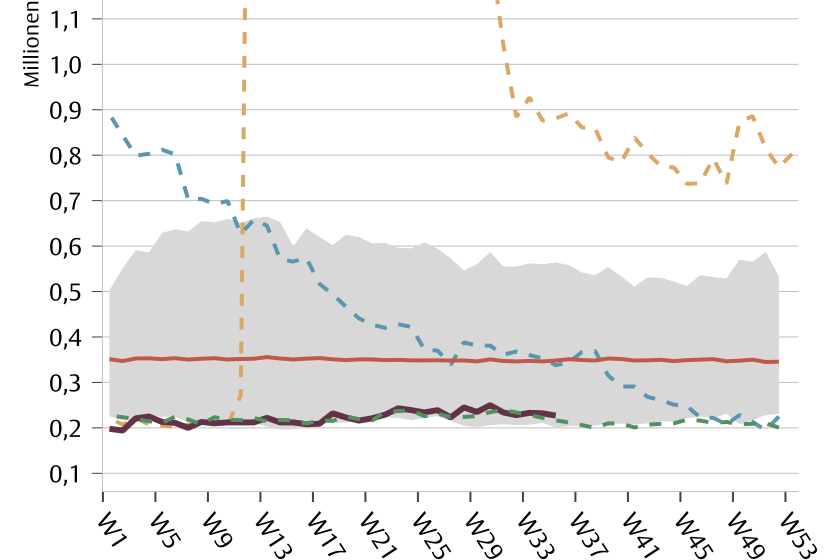
Geplante Entlassungen



- - - Durchschnitt 2021-2022
 — 2024
 - - - 2023
- - - Durchschnitt zwischen 1994-2019
 - - - 2020
 Max, Min

Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Challenger, Gray & Christmas, Inc. Daten vom 12.09.2024.

Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe



Max, Min
 - - - 2020
 - - - 2021
 — Durchschnitt 1990-19
— 2024
 - - - Durchschnitt 2022-23

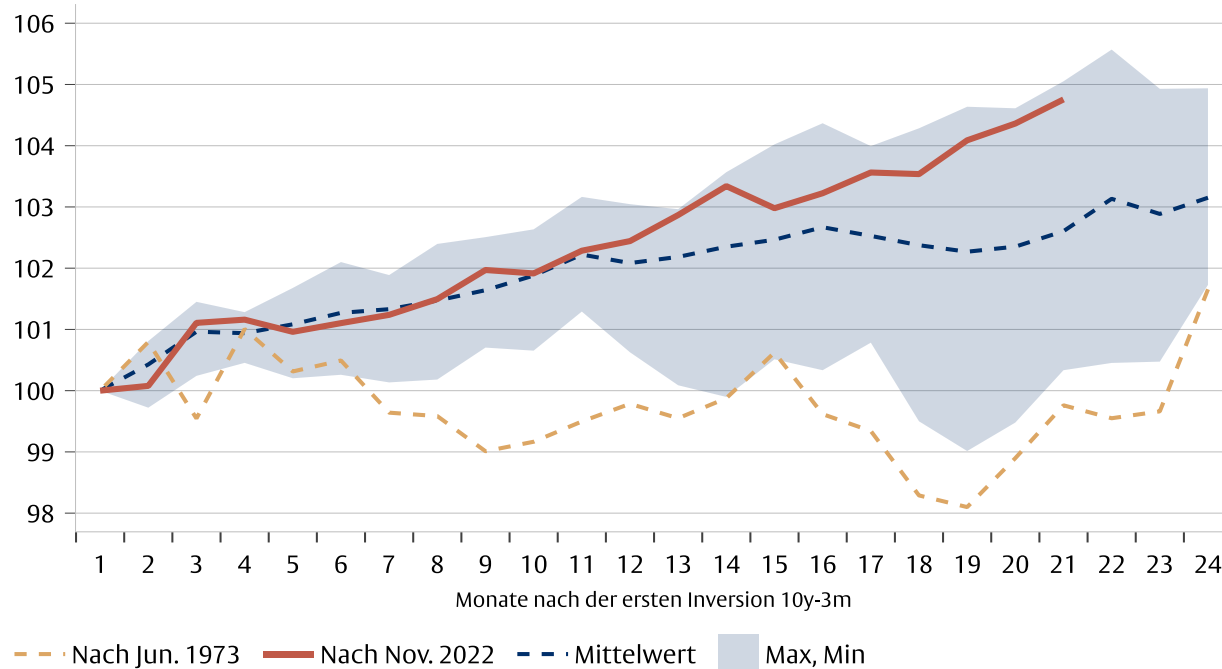
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Department of Labor. Daten vom 12.09.2024.

Die **geplanten Entlassungen** sind auf dem Niveau des Vorjahresmonats und leicht über dem **August-Durchschnitt** der letzten 30 Jahre. Die **Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe** bleiben auf **historisch tiefen Niveaus**.



Konsum höher als bei früheren Kurveninversionen

USA: PCE Preisbereinigte Ausgaben von Haushalten nach Inversionen der Zinsstrukturkurve

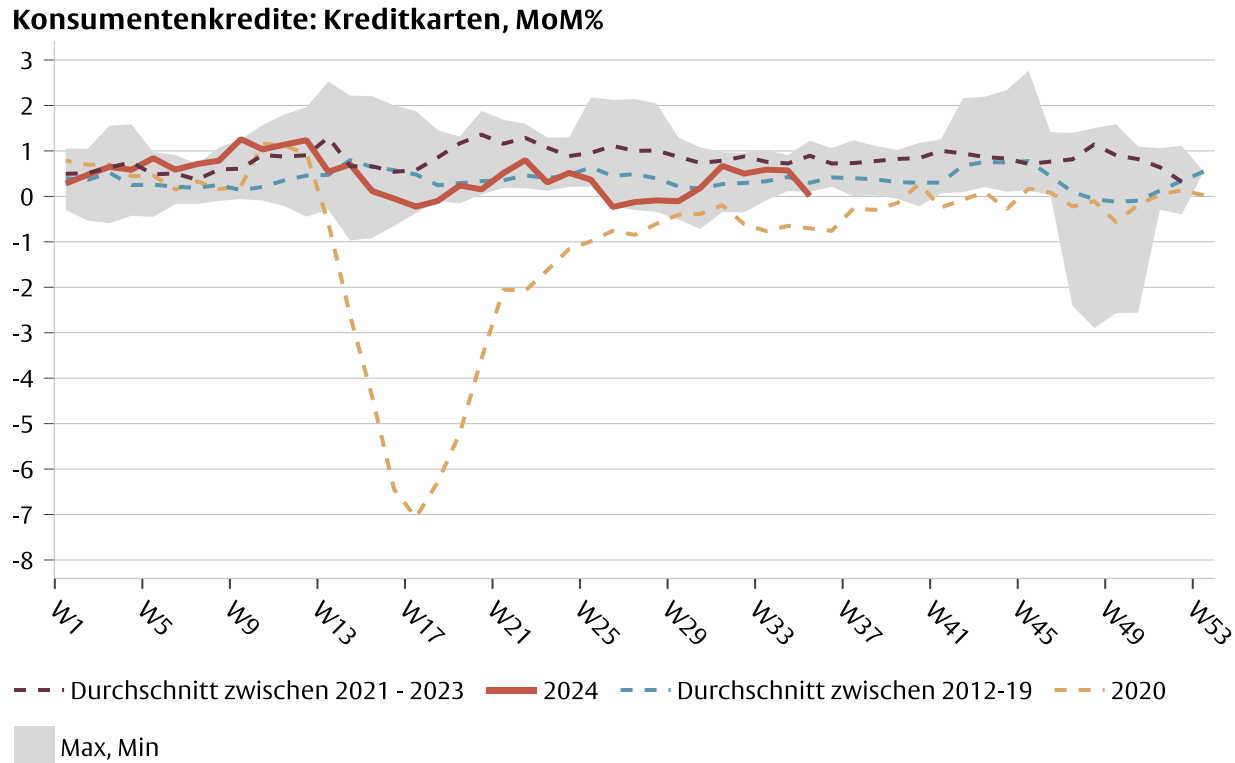


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Bureau of Economic Analysis (BEA), NBER (National Bureau of Economic Research). Daten vom 12.09.2024.

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. Seit einigen Monaten steigen diese allerdings **schneller** als der Durchschnitt.



Wachstum der Kreditkartenkredite geht zurück

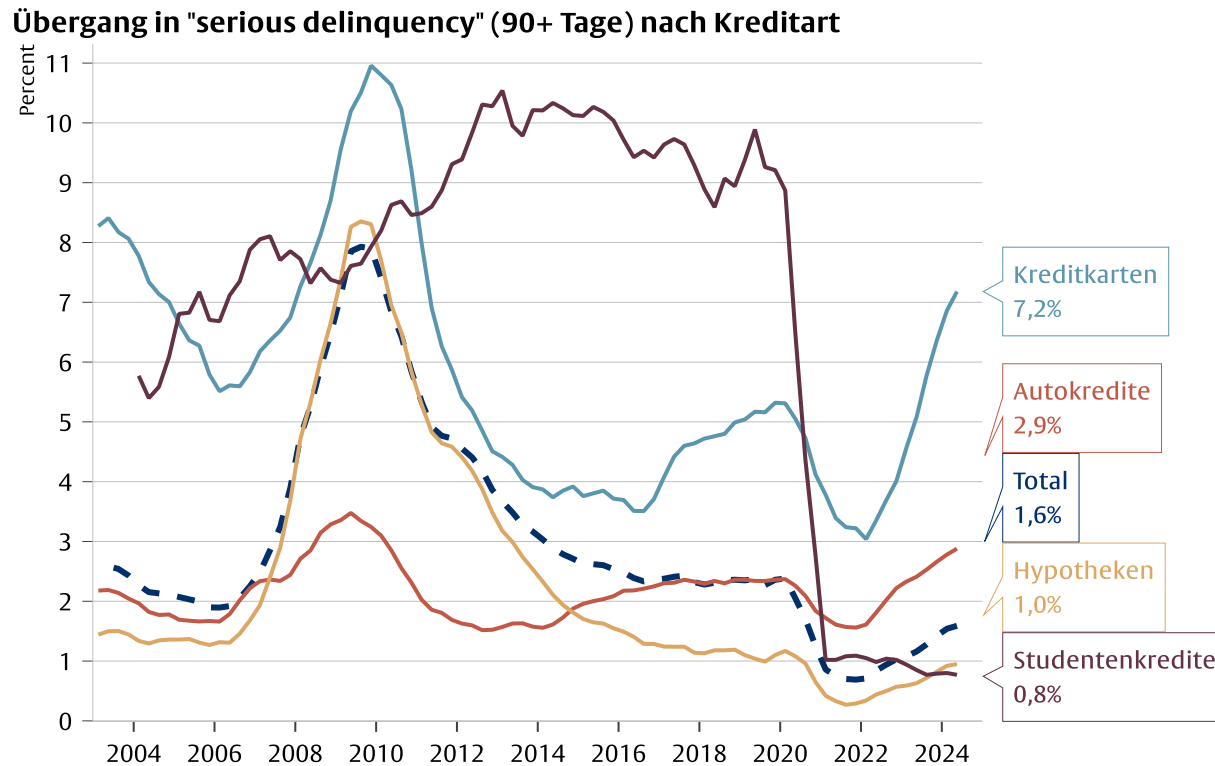


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Fed Daten vom 12.09.2024.

Das **Wachstum der Kreditkartenkredite** schwächt sich seit einigen Wochen und fluktuiert unter dem Durchschnitt zwischen 2021 und 2023. Das durchschnittliche Wachstum vor der Pandemie war ebenfalls höher.



Die Zahlungsrückstände bei Kreditkarten steigen



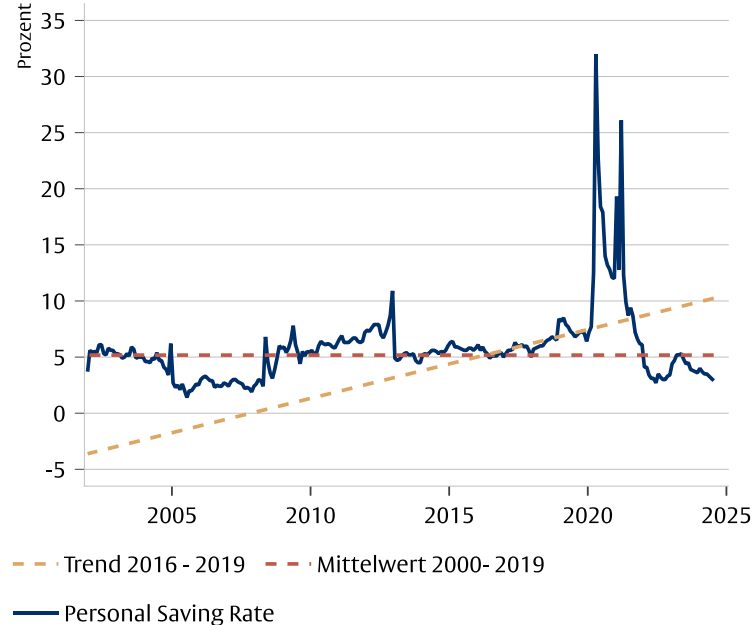
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, New York Fed Daten vom 12.09.2024.

Der Anteil der **Kreditkartensalden**, die im letzten Quartal in einen **Zahlungsrückstand von über 90 Tagen** geraten sind, stieg auf **7,2 %**. Insgesamt bleibt die **Übergangsrate in Zahlungsrückstand** in den anderen Kategorien **historisch niedrig**.



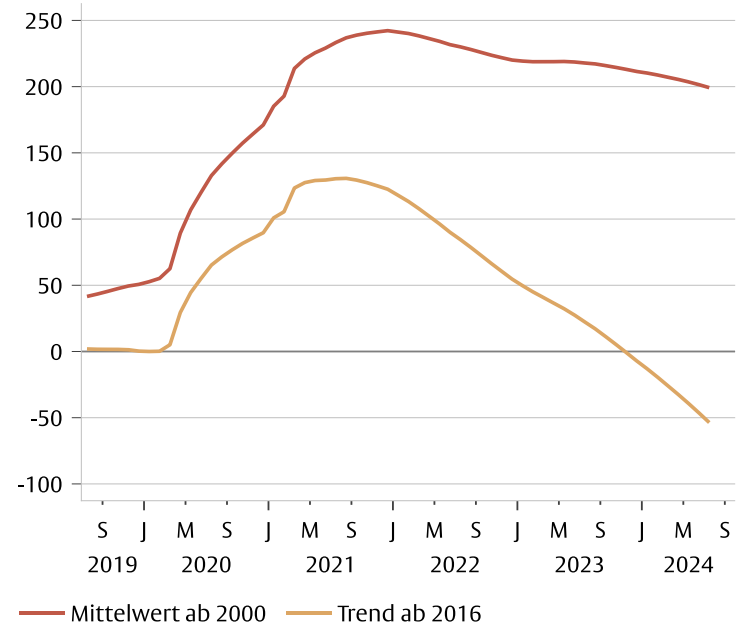
USA: Sind die Ersparnisse aufgebraucht?

USA: Sparquote der Haushalte



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, BEA, U.S. Treasury Daten vom 12.09.2024.

"Ersparnis-Überschuss"

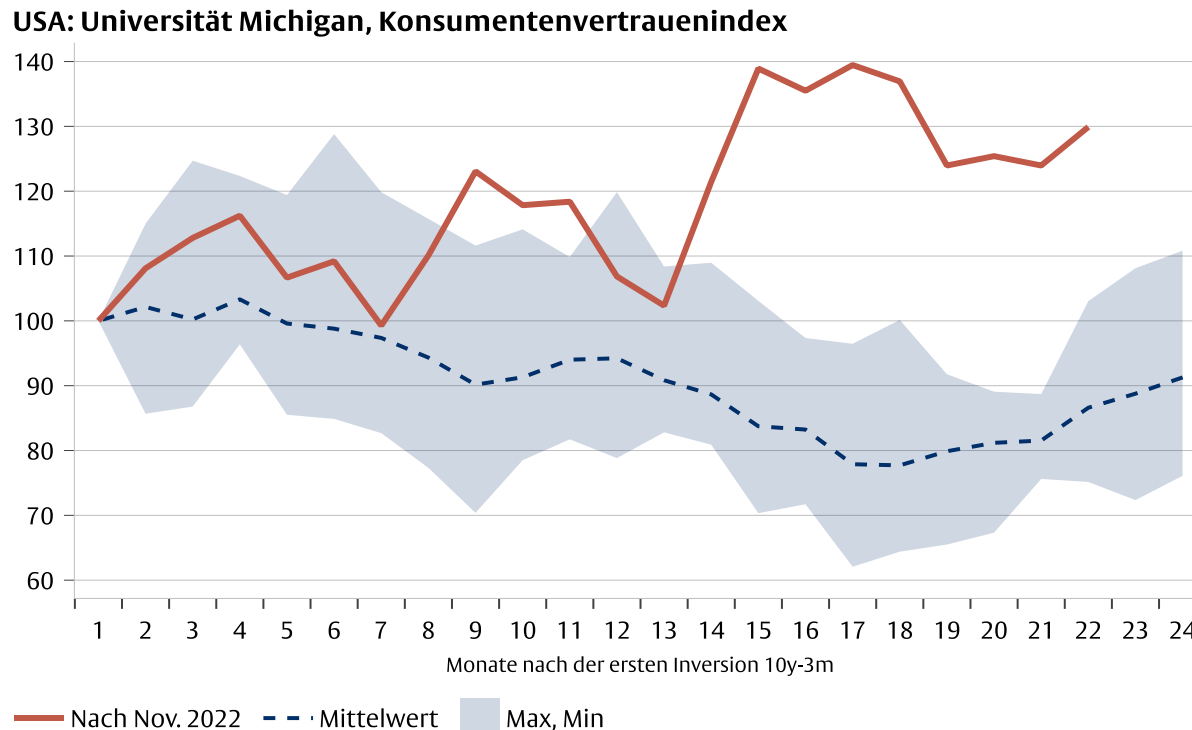


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, BEA, Fed Daten vom 12.09.2024.

Die **Sparquote** stieg von 7,2 % im Januar 2020 auf 32 % im April 2020 und lag im März 2021 bei 26 %. Seit einigen Monaten liegt sie knapp unter dem **Vorpandemieniveau**. Das **Ausgabepotenzial** der **US-Verbraucher** hängt davon ab, welche Sparquote man als „normal“ betrachtet. Nimmt man den Trend von 2016 bis 2019 wie die [San Francisco-Fed](#), wären die **Ersparnisse** aufgebraucht (gelbe Linie). Bei 5 %, dem Durchschnitt von 2000 bis 2019, könnten **Verbraucher** weiterhin auf erhebliche **Ersparnisse** zugreifen (rote Linie).



Die Stimmung ist besser als nach jeder Kurveninversion



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, University of Michigan, NBER (National Bureau of Economic Research). Daten vom 12.09.2024.

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. **22 Monate** danach liegt der Index deutlich höher als nach jeder vorherigen Kurveninversion.



China

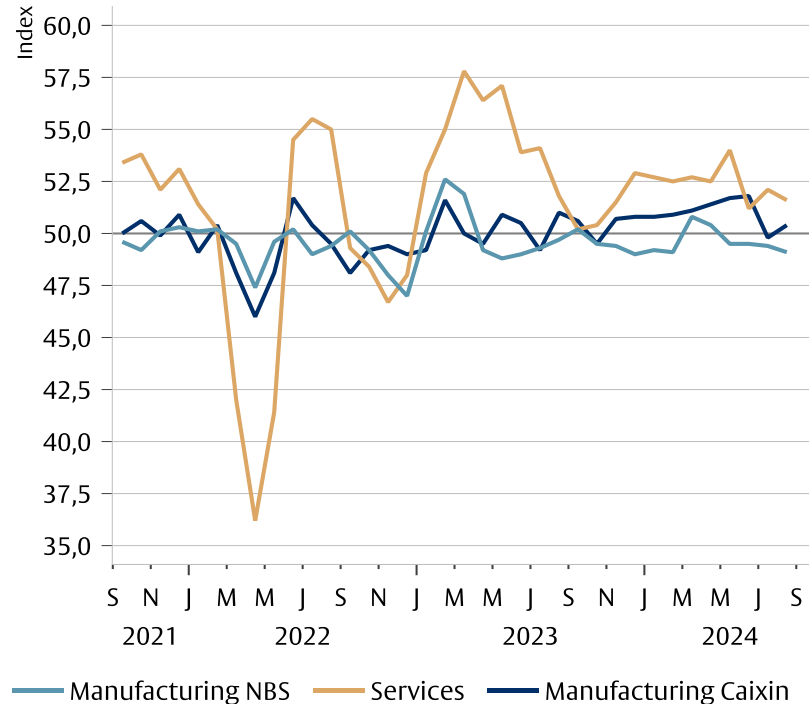


Quelle: Generiert durch ChatGPT



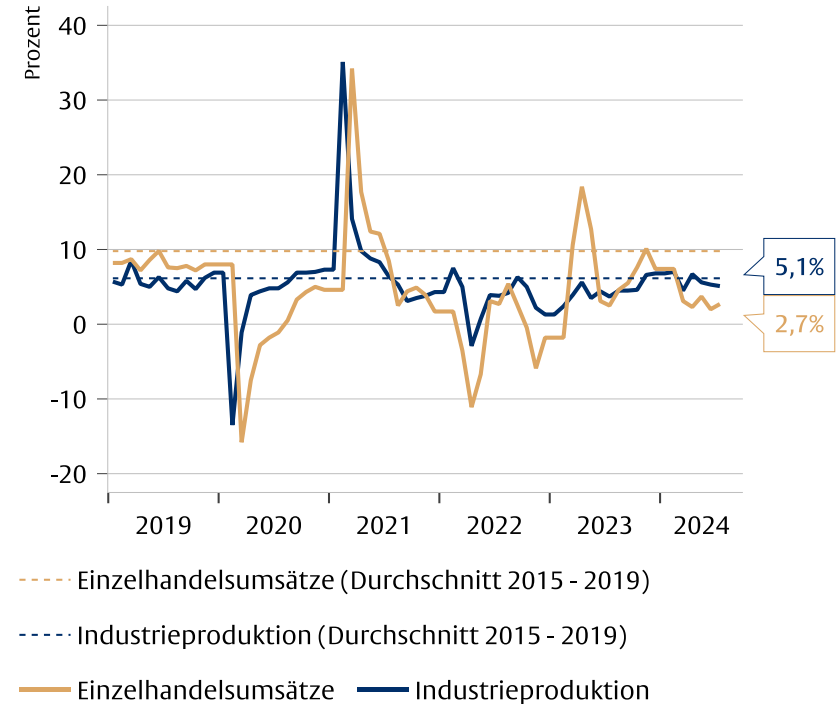
China: Das verarbeitende Gewerbe bleibt schwach

China: Einkaufsmanagerindizes (PMI)



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, S&P Global, China Federation of Logistics & Purchasing. Daten vom 12.09.2024.

China: Industrieproduktion und Einzelhandel

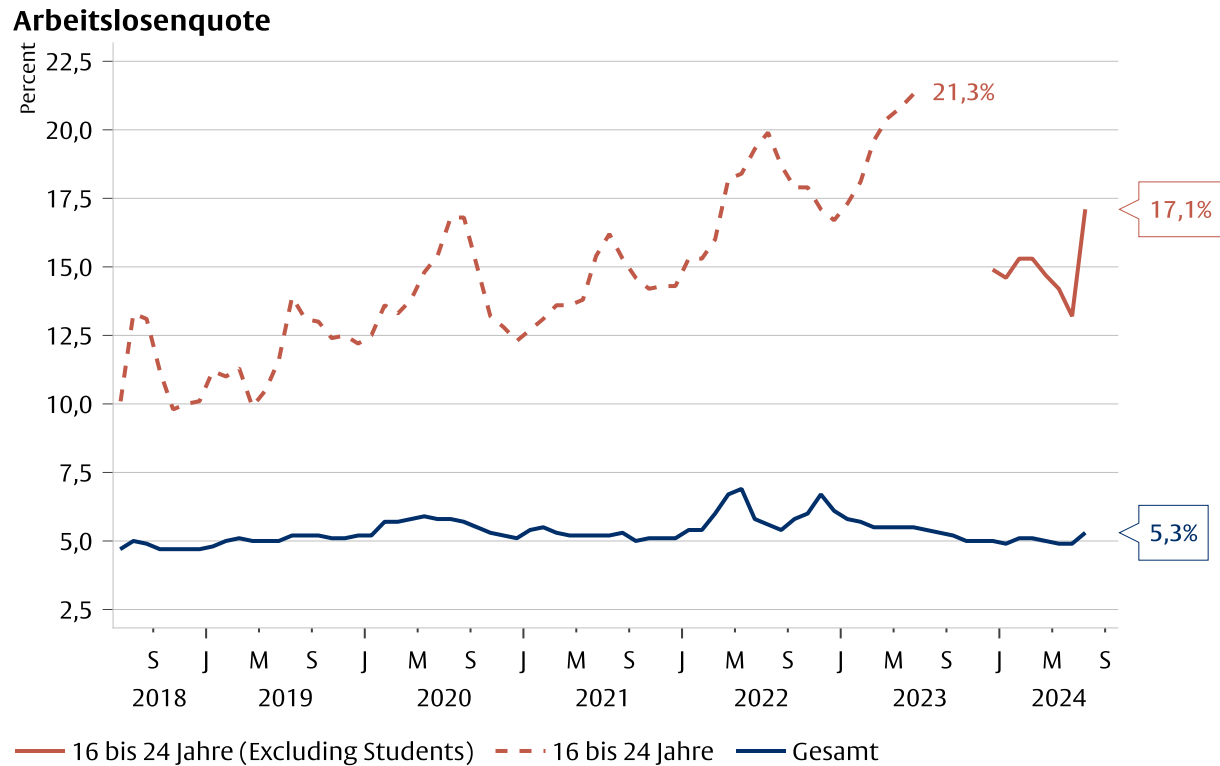


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, China National Bureau of Statistics (NBS). Daten vom 12.09.2024.

Im August blieb der **Dienstleistungssektor** Chinas im **expansiven Bereich**. Im Gegensatz dazu bewegten sich die **Einkaufsmanagerindizes** des **verarbeitenden Gewerbes** weiter im **kontraktiven Bereich**. Die **Einzelhandelsumsätze** wuchsen im **Juli** deutlich **langsamer** als im **Durchschnitt** der Jahre 2015 bis 2019.



Steigende Jugendarbeitslosigkeit



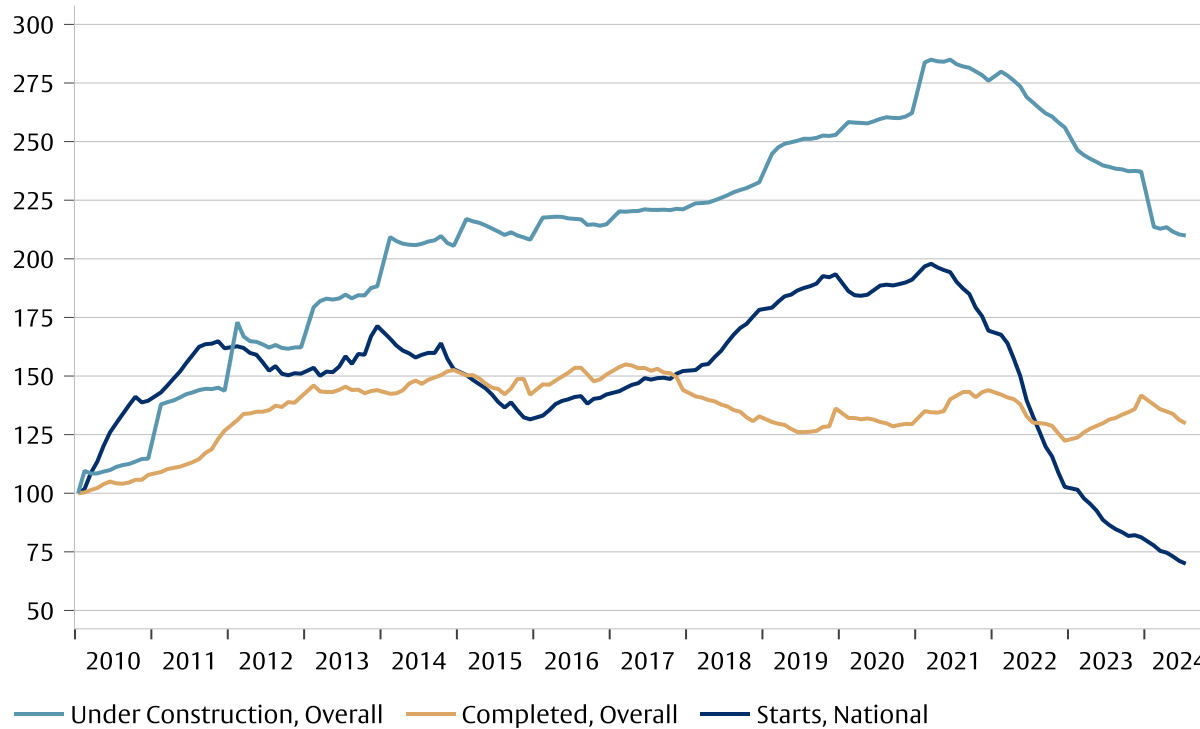
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, NBS Daten vom 12.09.2024.

Die **Arbeitslosenquote** Chinas **bewegte** sich in den letzten Monaten **seitwärts**. Die **Jugendarbeitslosigkeit**, definiert als die Arbeitslosenquote unter den **16- bis 24-jährigen**, erreichte vor einem Jahr **21,3 %**. Nach einer **Veröffentlichungspause** von 6 Monaten gibt es eine neue **Statistik „ohne Studenten“**. Im Juli stieg diese von **13,2 %** auf **17,1%**.



Weniger Neubauten

China, Immobilien, Baustand jedes Jahr, 01.2010 = 100



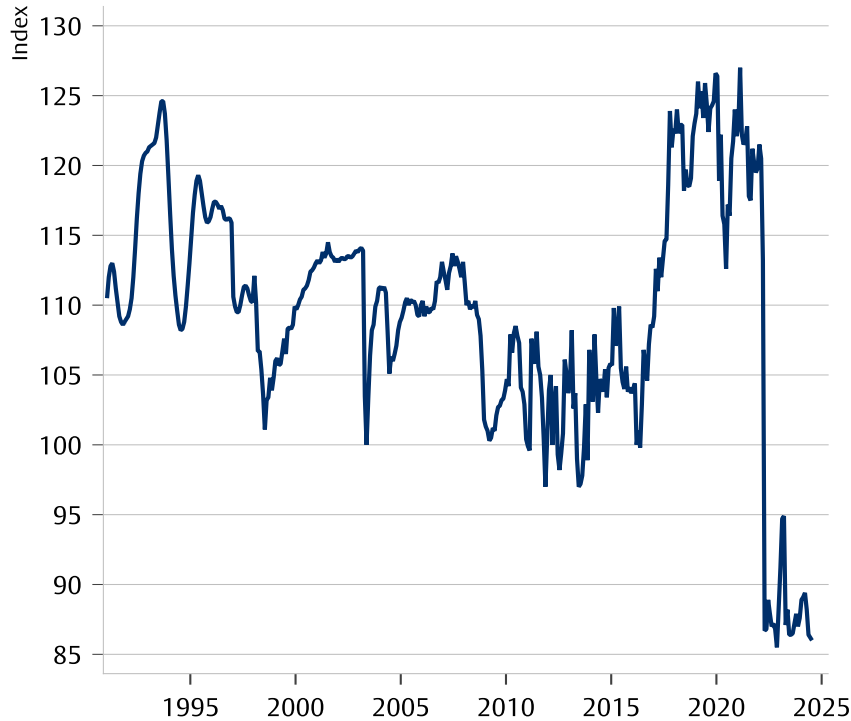
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, China National Bureau of Statistics (NBS). Daten vom 12.09.2024.

Die Zahl der **angefangenen Neubauten** pro Jahr fiel im **August** weiter und liegt seit 2022 unter dem Niveau von 2010. Die Zahl der **unfertigen Immobilien** sank ebenfalls weiter, während sich die Zahl der **fertiggestellten Immobilien** seit einigen Monaten seitwärts bewegt.



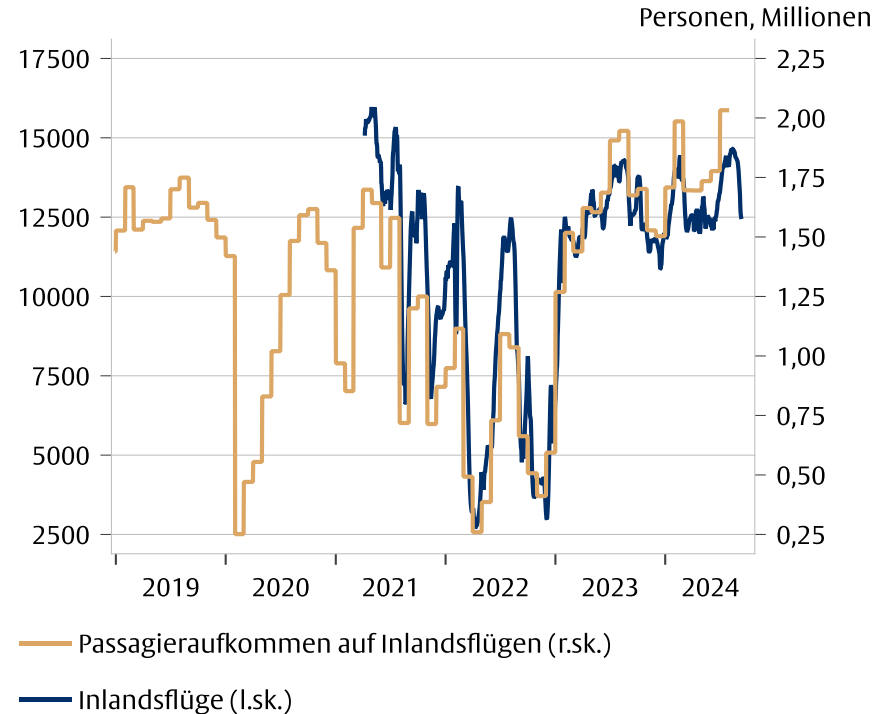
Die Stimmung erholt sich kaum

China, Konsumentenvertrauen



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, China Economic Monitoring & Analysis Center (CEMAC). Daten vom 12.09.2024.

China, Luftverkehr

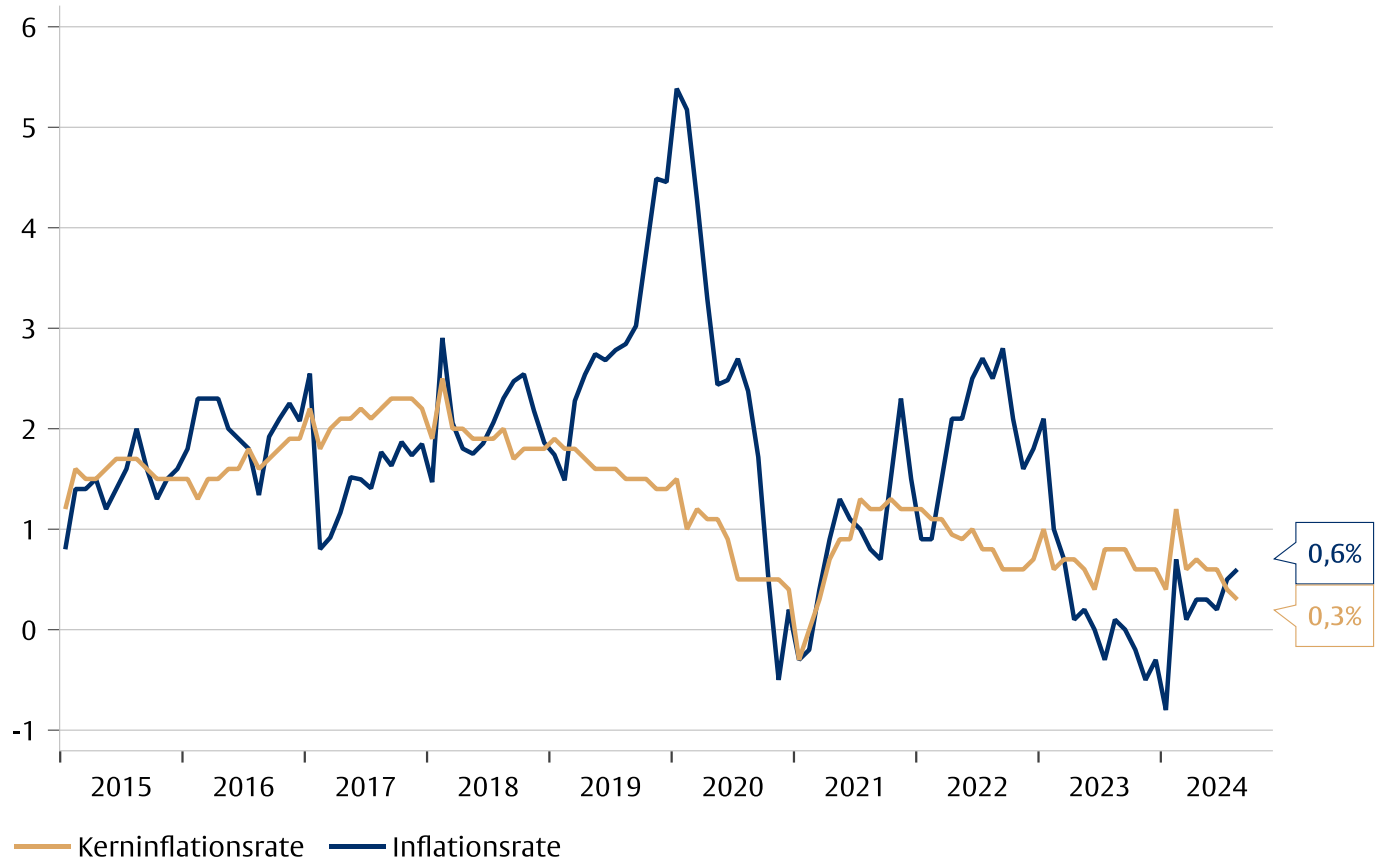


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, VariFlight, China Civil Aviation Administration. Daten vom 12.09.2024.

In **China** hat sich das **Verbrauchervertrauen** seit Anfang 2022 **kaum verbessert** und bleibt **historisch niedrig**. Das **Passagieraufkommen** und die **Anzahl der Inlandsflüge** schwanken um das Niveau von Anfang 2023.



Deflationssorgen?



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, China National Bureau of Statistics (NBS). Daten vom 12.09.2024.

Seit Mitte 2023 ist die **chinesische Inflationsrate** unter 1%. Ohne **Lebensmittel und Energie** lag die **Kerninflationsrate** bei **0,3 %** im Vergleich zum Vorjahresmonat. Dies bestätigt die schwache Wirtschaftsleistung des Landes.

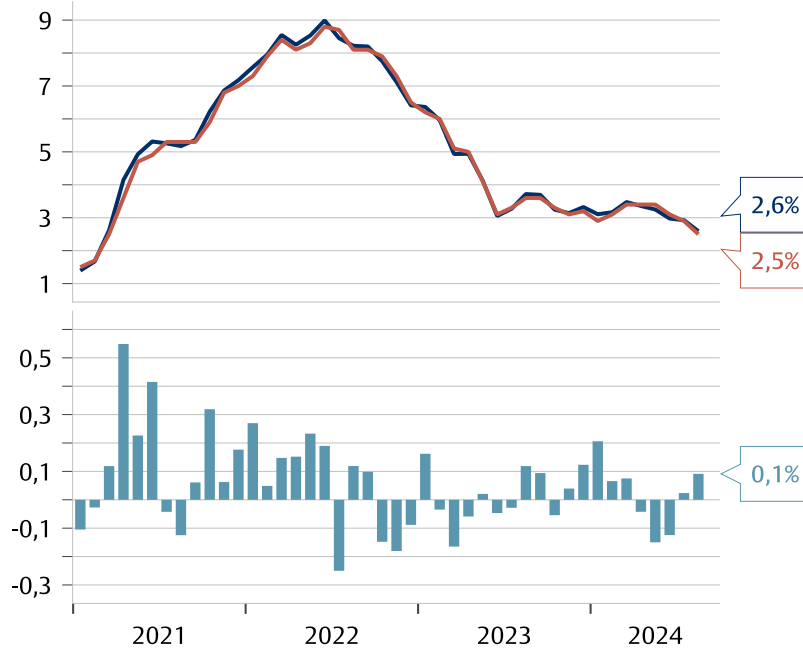


PREISE



USA: Die Inflationsrate war höher als erwartet

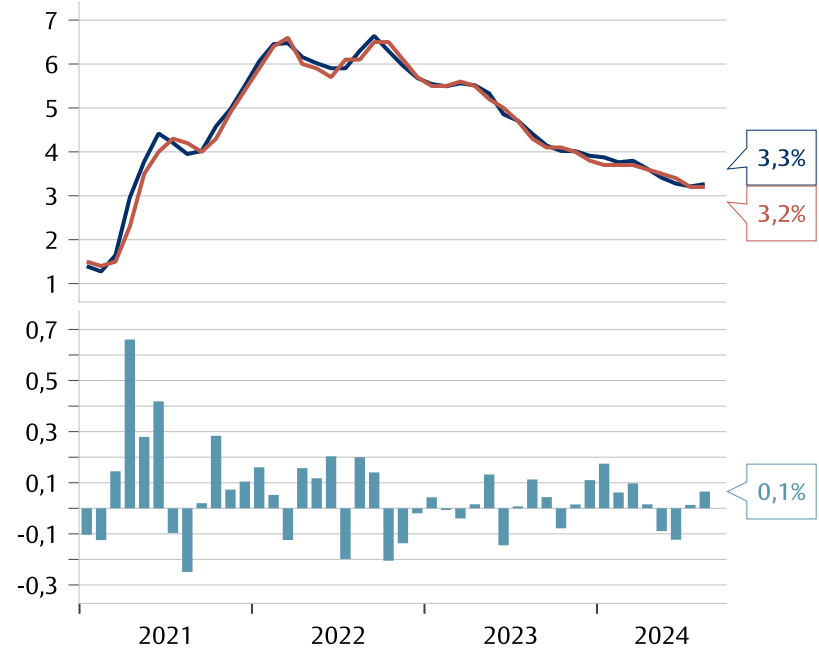
USA Inflation vs Erwartung



— BBG Survey Median — CPI ■ CPI - BBG-Umfrage

Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, BLS Daten vom 12.09.2024.

USA Kerninflation vs Erwartung



— BBG Survey Median — CPI ■ Core CPI - BBG-Umfrage

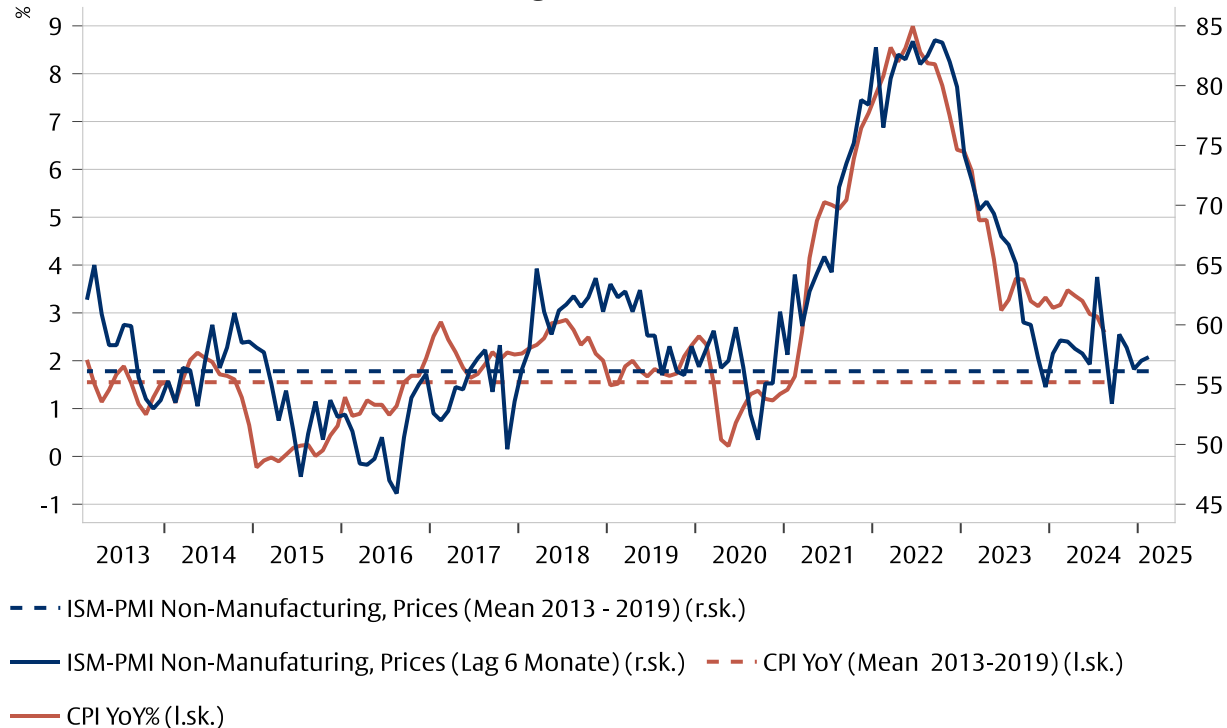
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, BLS Daten vom 12.09.2024.

Im **August** stiegen die **Preise** schneller als erwartet. Der **Verbraucherpreisindex (CPI)** stieg im Vergleich zum Vorjahr um **2,6 %**. Die **Kerninflation** stieg leicht auf **3,3 %**. Die **Inflationsrate** war höher als die **Median-Erwartungen** der Teilnehmer einer monatlichen **Bloomberg-Umfrage**.



USA: Inflation könnte schwächer werden

USA: CPI vs ISM-PMI Non-Manufacturing, Prices



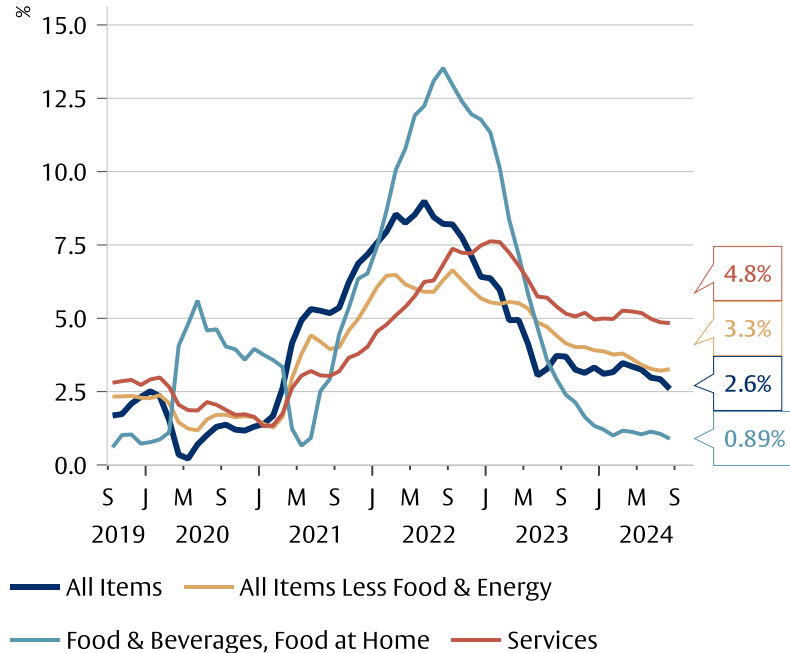
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, BLS, ISM Daten vom 12.09.2024.

Die **Preiskomponente** der Firmen im Dienstleistungssektor laufen dem **Verbraucherpreisindex** (CPI) etwa sechs Monate voraus. Der Abstand zum Durchschnitt von 2013 bis 2019 hat sich in den letzten Monaten **verringert**. Wenn der **CPI** den **Output-Preisen** folgt, könnte der CPI in den kommenden Monaten langsamer **steigen**.



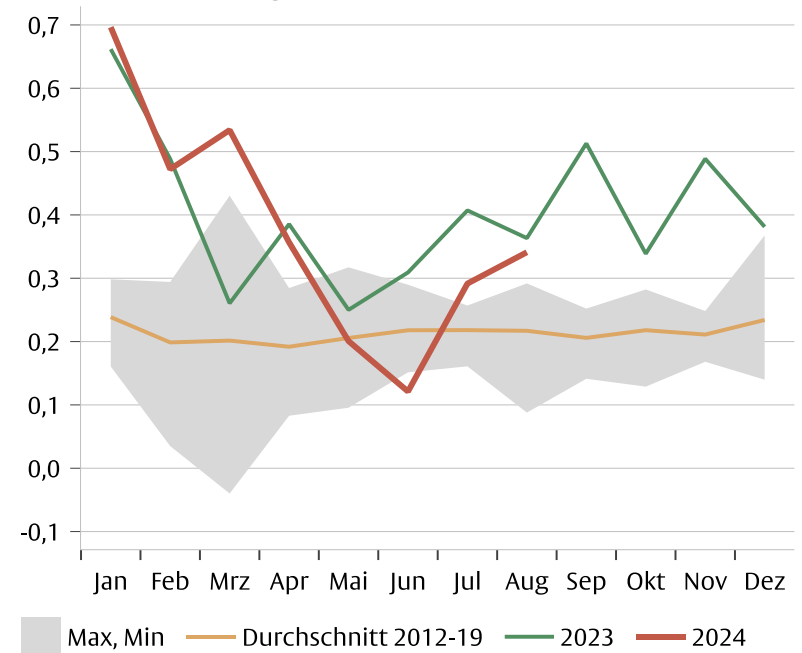
USA: Dienstleistungspreise steigen weiter an ...

United States, CPI & Core CPI



Source: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS).
Data: 9/12/2024

USA, Dienstleistungen



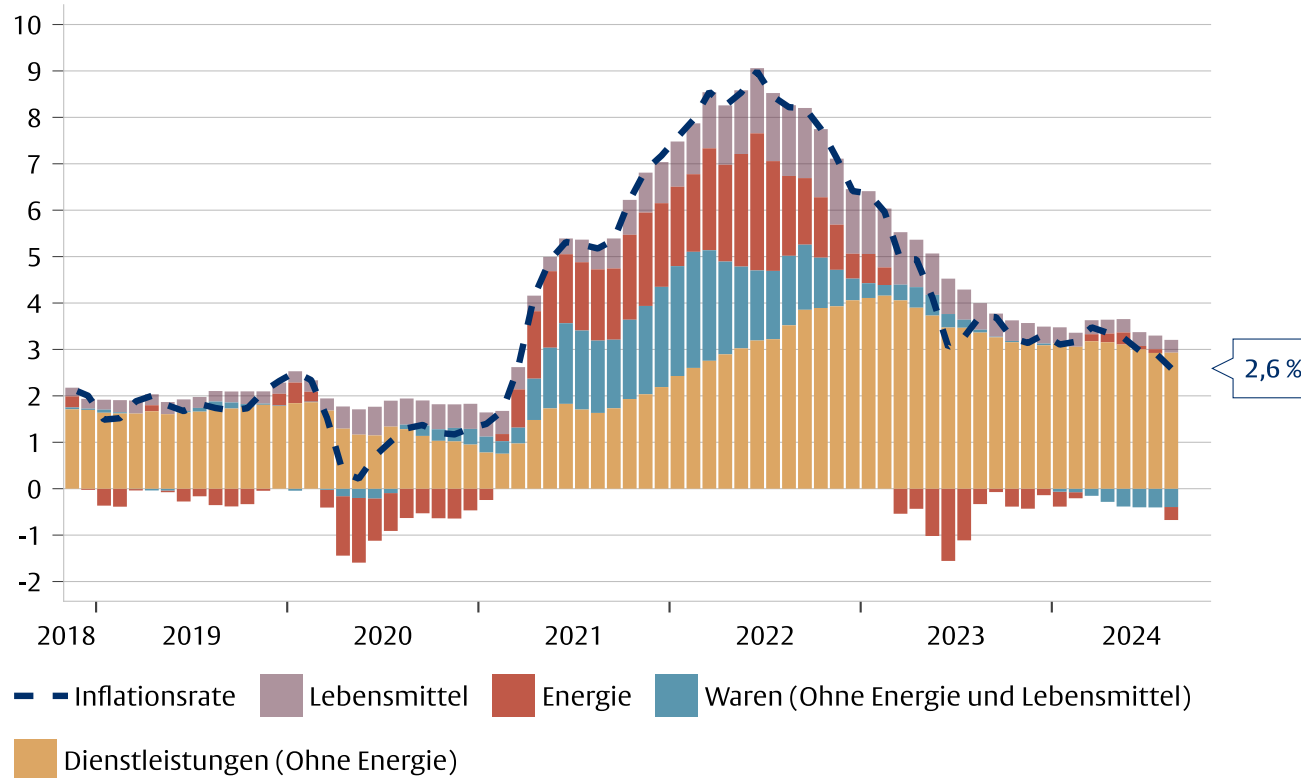
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS).
Daten vom 12.09.2024

Im Dienstleistungssektor hielt der Inflationsdruck mit 4,8 % jährlichem Zuwachs an. Die monatliche Veränderung war höher als in allen August-Monaten der letzten 12 Jahre.



... und tragen am stärksten zur Inflation bei

USA, Beitrag zur Inflationsrate: Dienstleistungen vs Waren

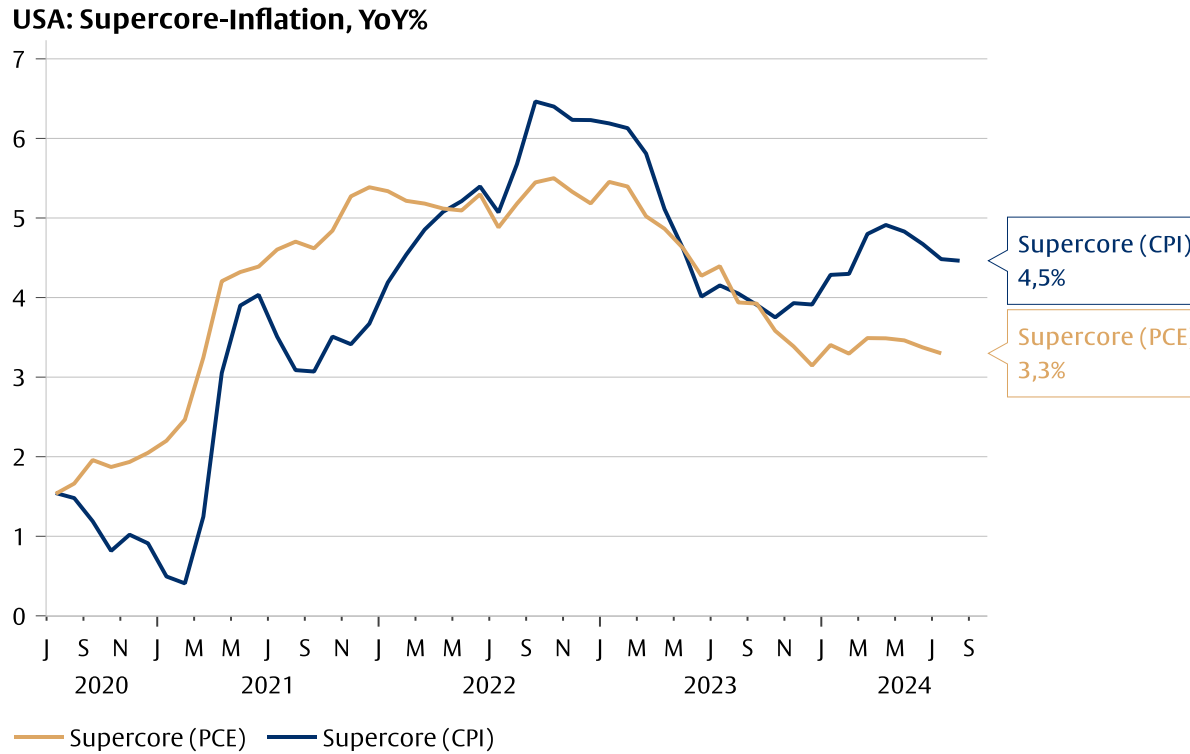


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS). Daten vom 12.09.2024.

Die Teuerung der **Dienstleistungen** hat weiterhin am stärksten zur Inflation in den USA beigetragen. Der Beitrag der **Energiepreise** war im August erneut negativ.



USA: Supercore-Inflation bleibt hoch

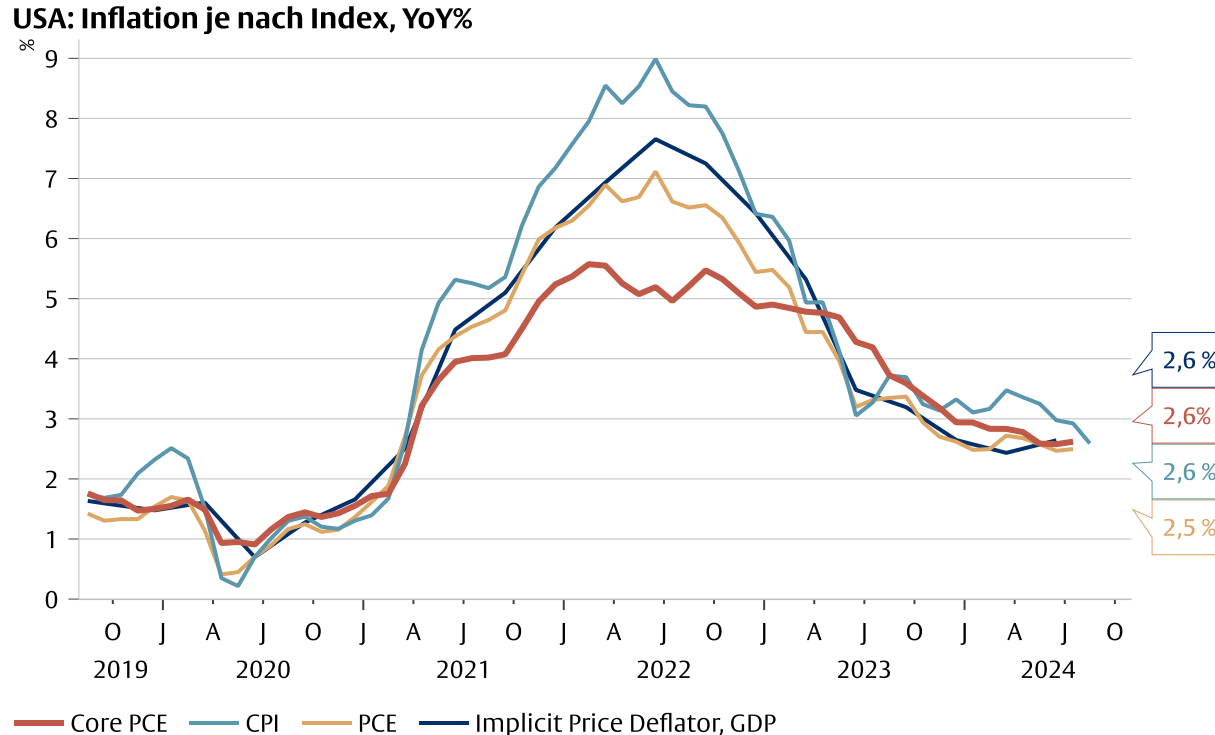


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS). Daten vom 12.09.2024.

Supercore wird als der **Dienstleistungspreisindex** ohne Energie und Wohnkosten definiert. Basierend auf dem CPI-Index fiel die **Jahresrate** der Supercore-Inflation im August leicht auf 4,5 % zurück. Gemessen am PCE-Index lag die Supercore-Inflation im Juli bei 3,3 %. Dies zeigt, dass der **Inflationsdruck** in den Dienstleistungen auch ohne Wohnkosten bestehen bleibt.



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

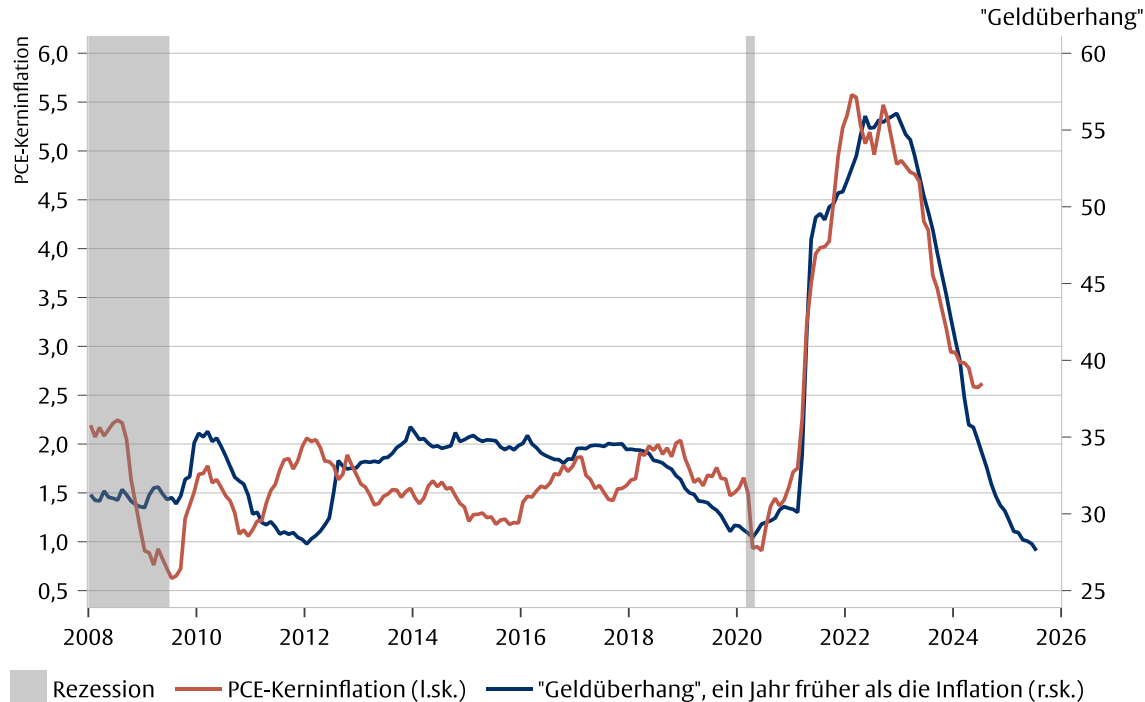


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Bureau of Economic Analysis (BEA), U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS).
Daten vom 12.09.2024.

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 Juli 2024 lag die Inflationsrate, des von der Fed favorisierten Kern-PCE-Index bei 2,6 %.



Die Inflation folgt dem „Geldüberhang“

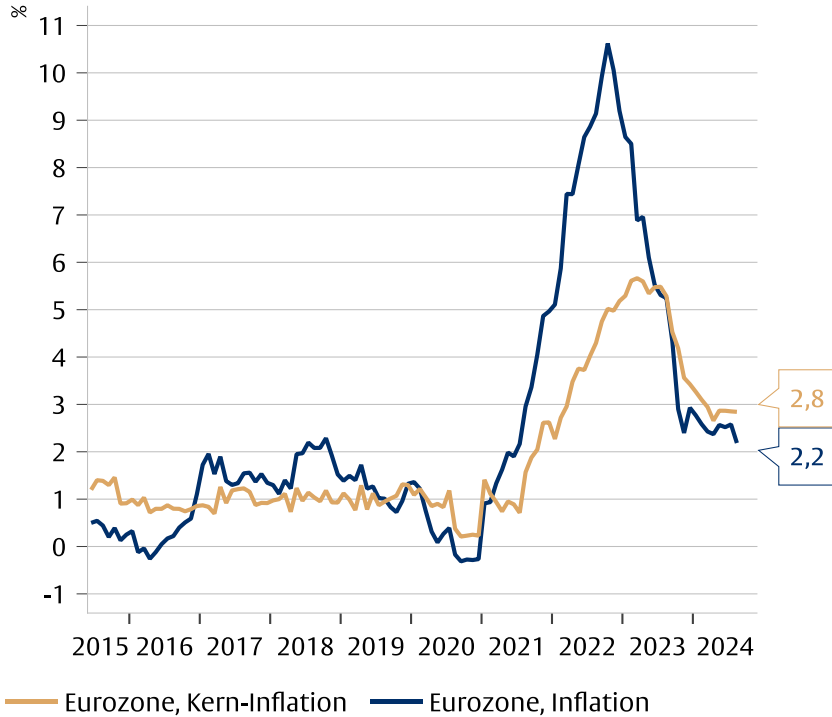


Zwischen **2009 und 2019** lag der Abstand der **Geldmenge M2** zu ihrem **10-Jahres-Durchschnitt** bei **30 bis 35 %**. Durch die **geldpolitischen Maßnahmen** zur **Pandemiebekämpfung** stieg er auf **55 %**. Die **Kerninflation** folgte **12 Monate** später und erreichte über **5 %**. Der Rückgang des **Geldüberhangs** deutet auf eine rückläufige **Inflation** hin. Sollte die **Korrelation** bestehen, könnte sich der **Geldüberhang** abgebaut haben, was eine Rückkehr der **Inflation** zu **pre-pandemischen Werten** nahelegt.



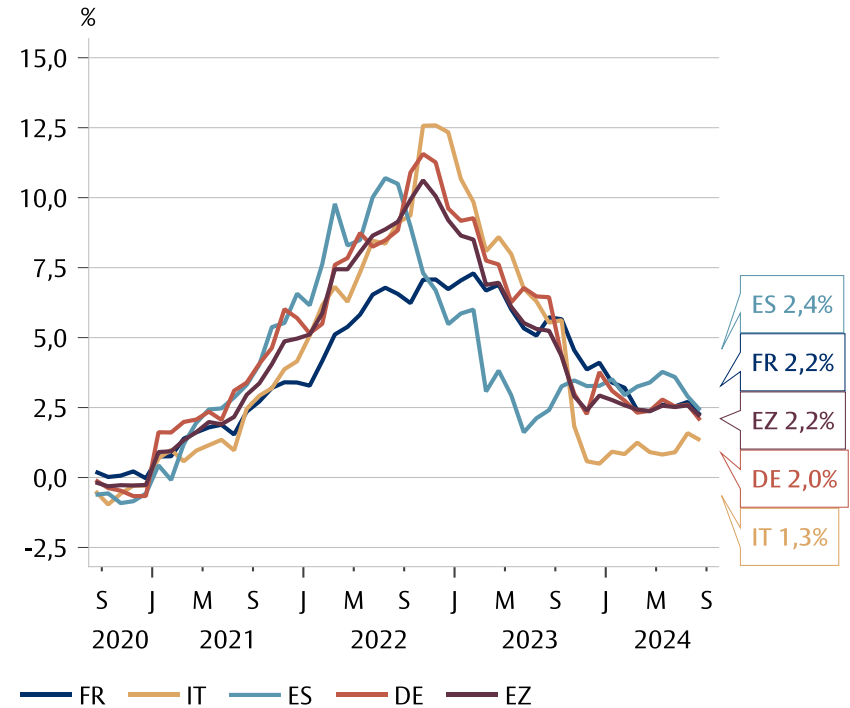
Die Inflation in der Eurozone geht leicht zurück

Inflation und Kerninflation in der Eurozone



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Eurostat. Daten vom 12.09.2024.

Inflation in der Eurozone (HVPI, YoY%)



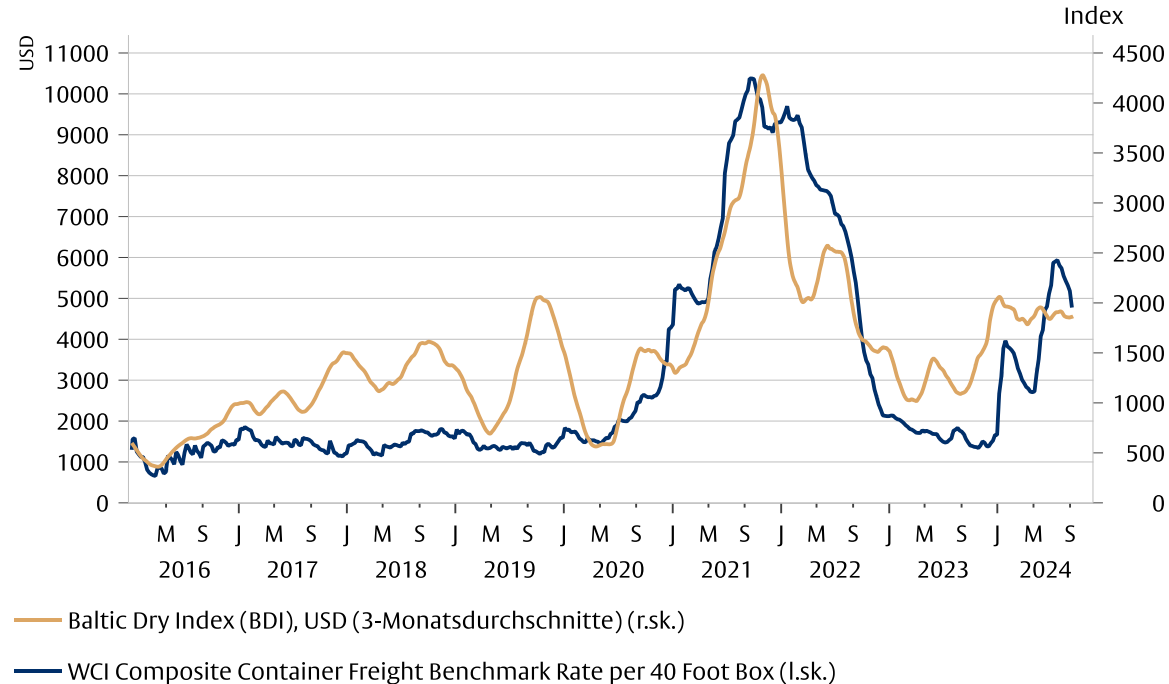
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, nationale statistische Ämter. Daten vom 12.09.2024

Im August stieg der **harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI)** der Eurozone um 2,2 % im Jahresvergleich. Der **Kern-HVPI** stieg um 2,8 %. Innerhalb der Eurozone variieren die **Inflationsraten** erheblich. Unter den größten Ländern verzeichnete **Spanien** mit 2,4 % den **schnellsten Preisanstieg**, während **Italien** mit 1,3 % die **niedrigste Inflation** hatte.



Die Seefrachtkosten steigen weiter an

Seefrachtkosten

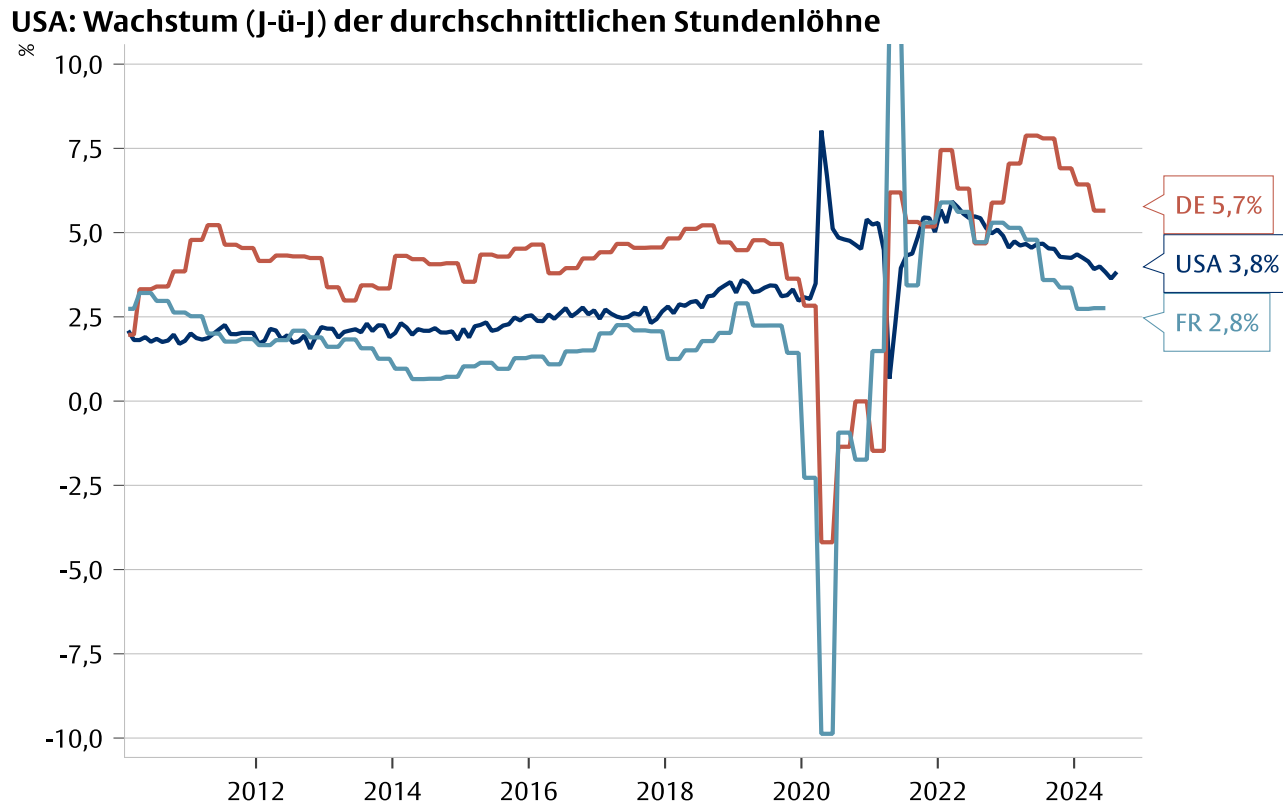


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Drewry Shipping Consultants Ltd, Baltic Exchange. Daten vom 12.09.2024.

Seit die **Angriffe** auf **Frachtschiffe** Ende 2023 im **Roten Meer** eskaliert sind, steigen die **Seefrachtkosten** erneut an. Insbesondere der **World Container Index**, der die **Frachtraten** für **40-Fuß-Container** abbildet, bewegt sich seit Monaten Seitwärts auf hohem Niveau.



Die Nominallohne steigen in Deutschland am schnellsten

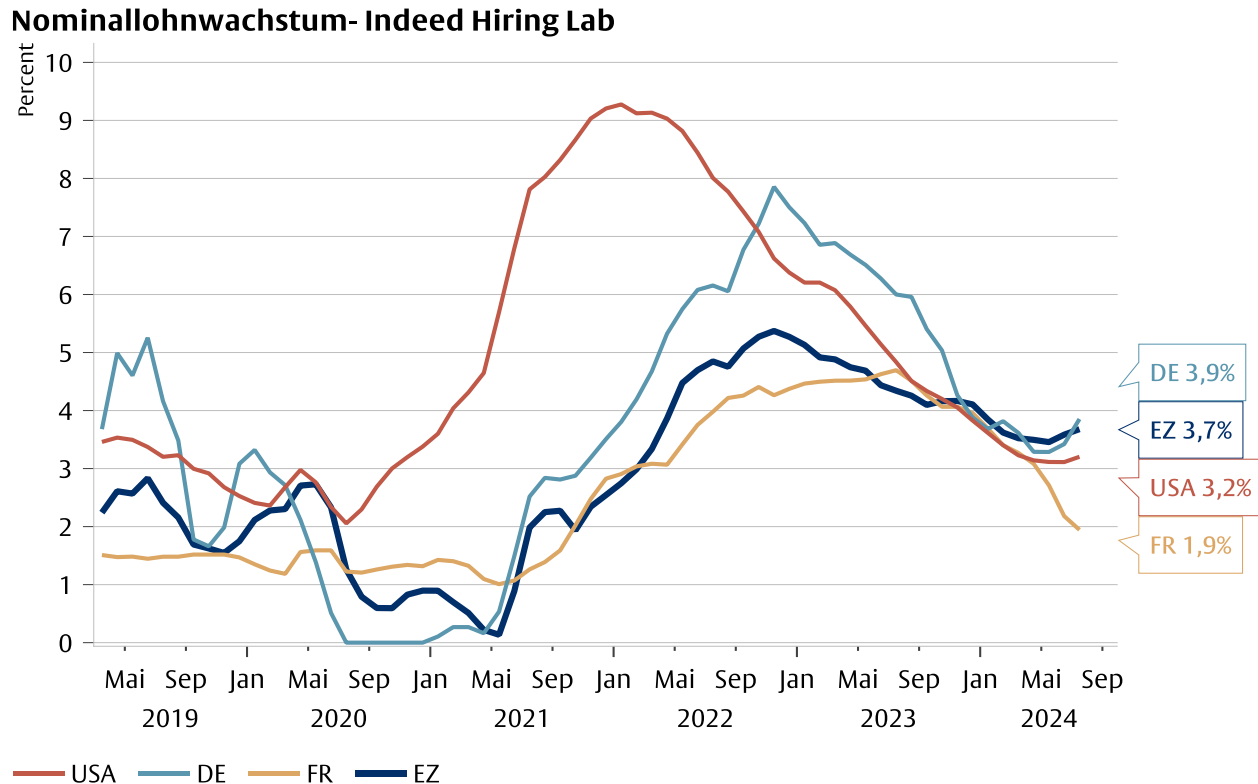


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, BLS, DESTATIS, INSEE Daten vom 12.09.2024.

Im August stiegen die durchschnittlichen **Stundenlöhne** in den **USA** um 3,8 % im Jahresvergleich, etwas schneller als im Vormonat. Im zweiten Quartal des Jahres betrug das **Lohnwachstum** 5,7 % in Deutschland und 2,8 % in Frankreich. In den drei Ländern bleibt das Lohnwachstum über dem Vorpandemieniveau.



Die Nominallohne steigen weniger schnell

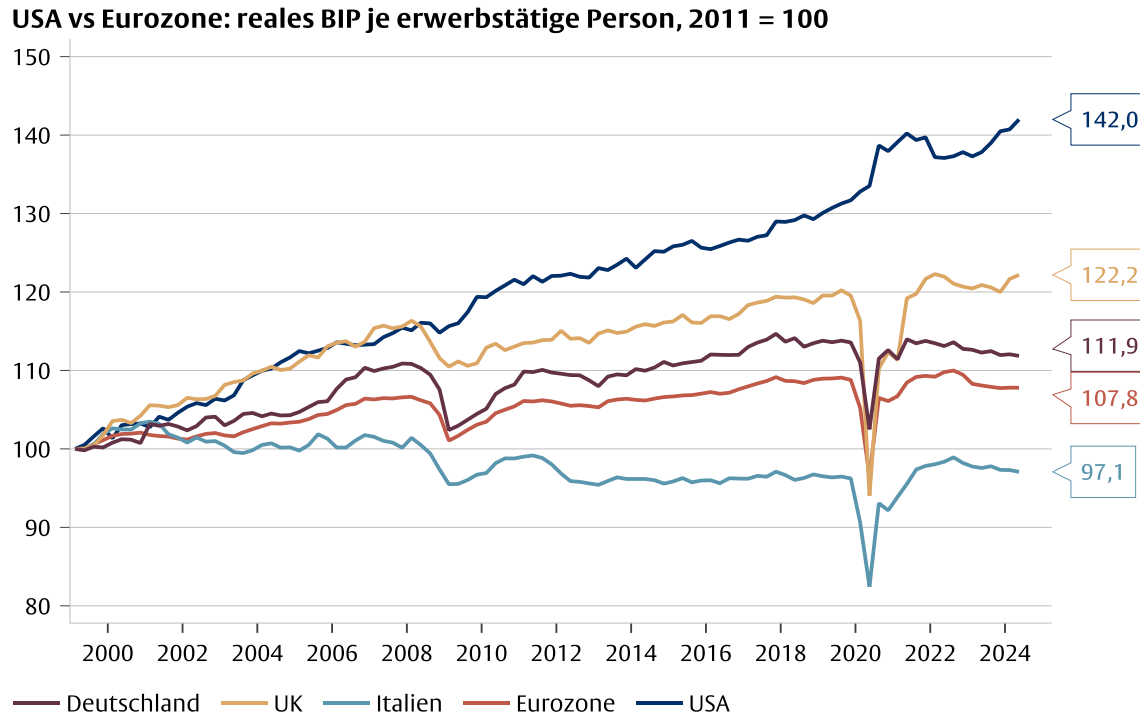


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Indeed Hiring Lab. Daten vom 12.09.2024.

Der „Wage Tracker“ von Indeed Hiring Lab zeigte ein erneut **steigendes Medianlohnwachstum** in der **Eurozone**. Im August betrug die **Veränderungsrate 3,7 %** in der Eurozone, **3,9 %** in **Deutschland** und **2,2 %** in **Frankreich**. Nur in Frankreich war das **Lohnwachstum** deutlich **schwächer** als in den Vormonaten.



Die Produktivität wächst in den USA am stärksten

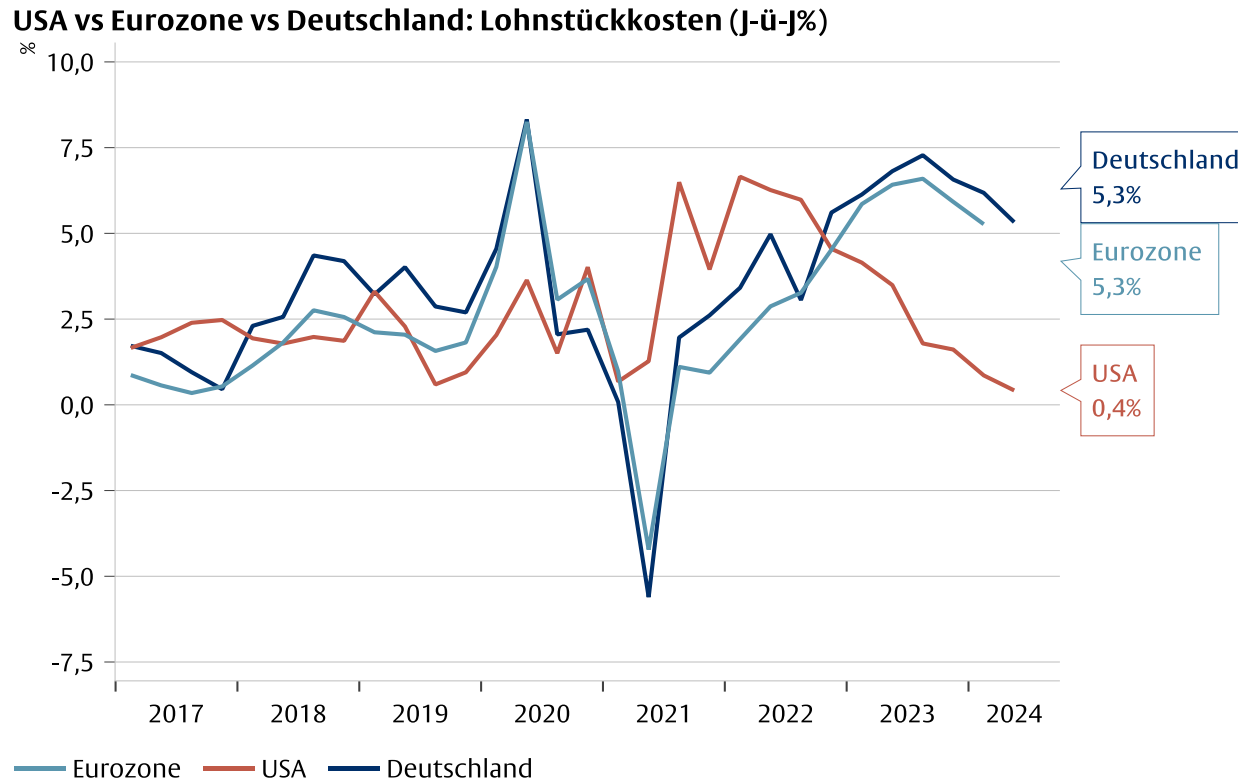


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, BLS, BEA, Eurostat, DESTATIS, Istat, ONS Daten vom 12.09.2024.

Seit **1999** stieg die **US-Arbeitsproduktivität** (BIP pro erwerbstätige Person) um **42 %**. Im gleichen Zeitraum wuchs sie in **Großbritannien** bis zur **Finanzkrise 2007/2008** gleichmäßig, danach verlangsamte sich das Wachstum deutlich. In der **Eurozone** zeigt sich ein uneinheitliches Bild: **Italiens** Arbeitsproduktivität liegt unter dem Niveau von 1999, während **Deutschland** einen Anstieg bis **2016** von **12 %** verzeichnete. Seitdem stagniert die Produktivität wie in Italien.



Lohnstückkosten steigen langsamer in den USA



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, DESTATIS, BLS, ECB, ONS Daten vom 12.09.2024.

Bei steigender **Inflation** fordern Beschäftigte **Lohnerhöhungen**, um ihre **Kaufkraft** zu erhalten. In den **USA** führt schnelles **Produktivitätswachstum** dazu, dass die **Lohnstückkosten** deutlich langsamer steigen als in der **Eurozone**. Dadurch dürfte der **Inflationsdruck** in der **Eurozone** höher sein als in den USA.



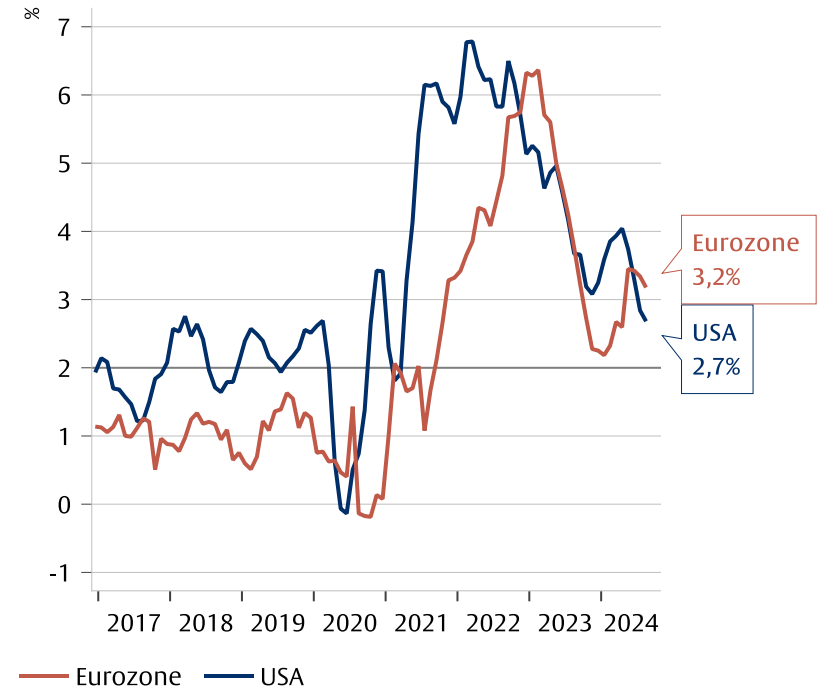
USA & Eurozone: der Inflationsdruck lässt leicht nach

Kerninflation: 3-Monate, annualisiert



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, ECB, BLS Daten vom 12.09.2024.

Kerninflation: 6-Monate, annualisiert



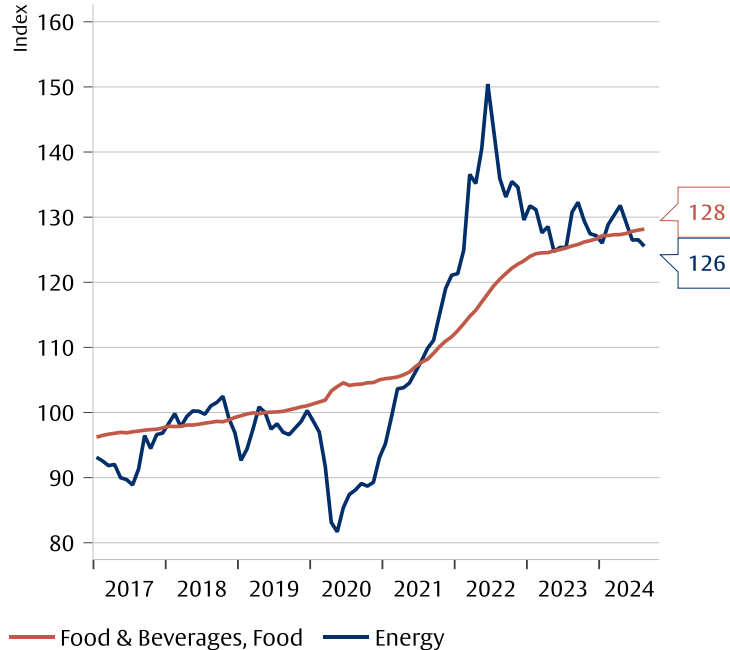
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, ECB, BLS Daten vom 12.09.2024.

Die **3-Monats-** und **6-Monats-annualisierten Kern-Inflationsraten** ermöglichen eine Betrachtung des kurzfristigen **Inflationsdrucks**. Dieser ist insbesondere in den letzten Monaten in den USA gesunken. Die **6-Monats-Inflationsdynamik** bleibt jedoch weiterhin über dem **2 %-Inflationsziel**.



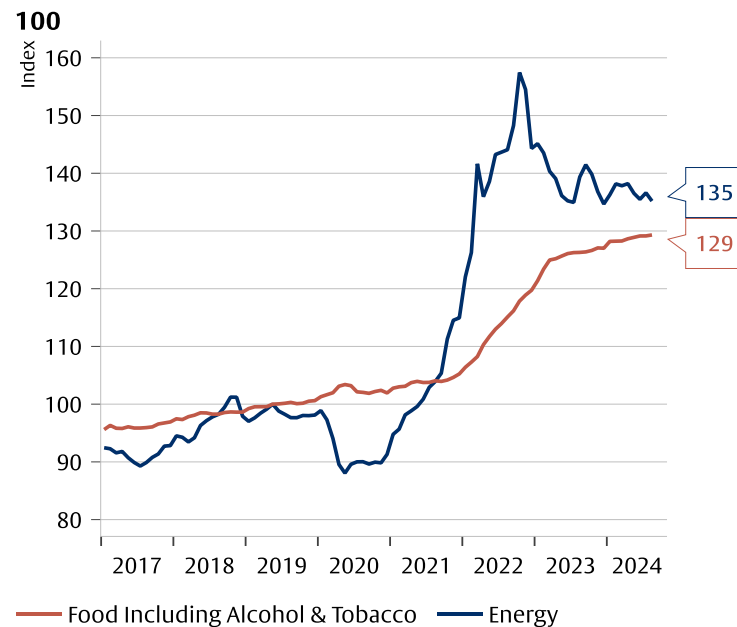
Lebensmittel und Energie sind deutlich teurer

USA: Lebensmittel- und Energiepreise, 05.2019 = 100



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, BLS Daten vom 12.09.2024.

Eurozone: Lebensmittel- und Energiepreise, 05.2019 = 100



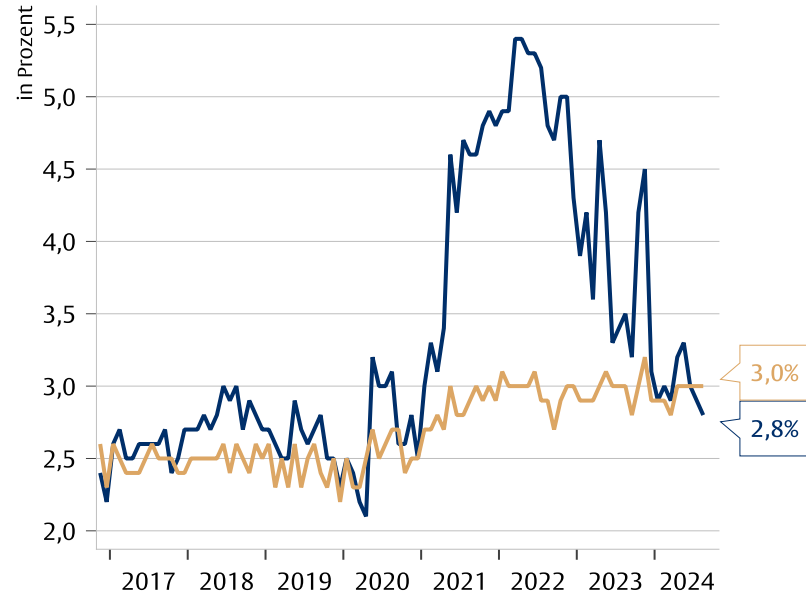
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Eurostat Daten vom 12.09.2024.

Die volatilen **Lebensmittel-** und **Energiepreise** werden aus der Betrachtung der **Inflationsdynamik** ausgeblendet, um die grundlegende **Inflationsentwicklung** zu analysieren. Allerdings sind gerade die **Lebensmittel-** und **Energiepreise** entscheidend für die **Wohlstandswahrnehmung** der Menschen und ihr **Wahlverhalten**. Energie und Lebensmittel sind im Vergleich zu Mai 2019 zwischen 26 % und 37 % teurer. In den letzten Monaten sind die **Energiepreise** leicht zurückgegangen.



Volatile Inflationserwartungen

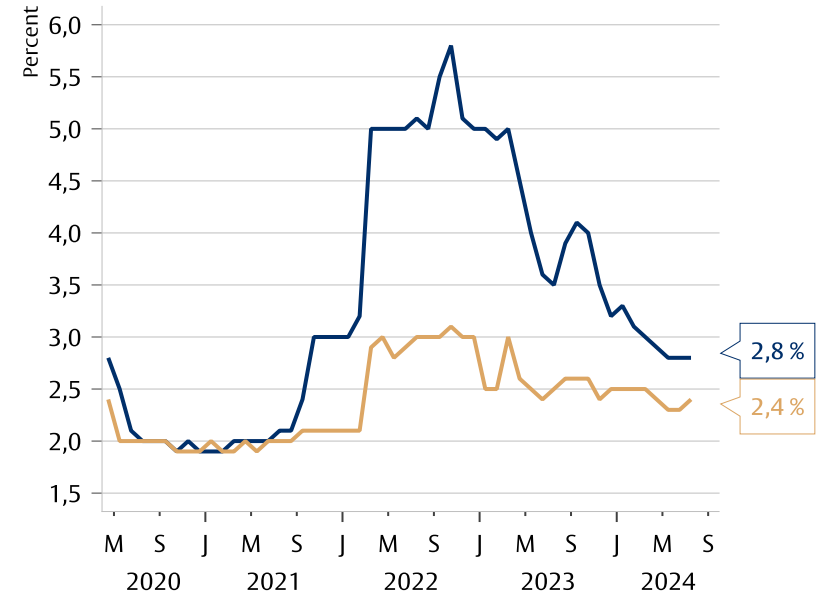
USA: Inflationserwartungen der Konsumenten: 1 vs 5 Jahre



— in einem Jahr — in fünf Jahren

Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, University of Michigan.
Daten vom 12.09.2024

Eurozone: Inflationserwartung der Konsumenten (Median)



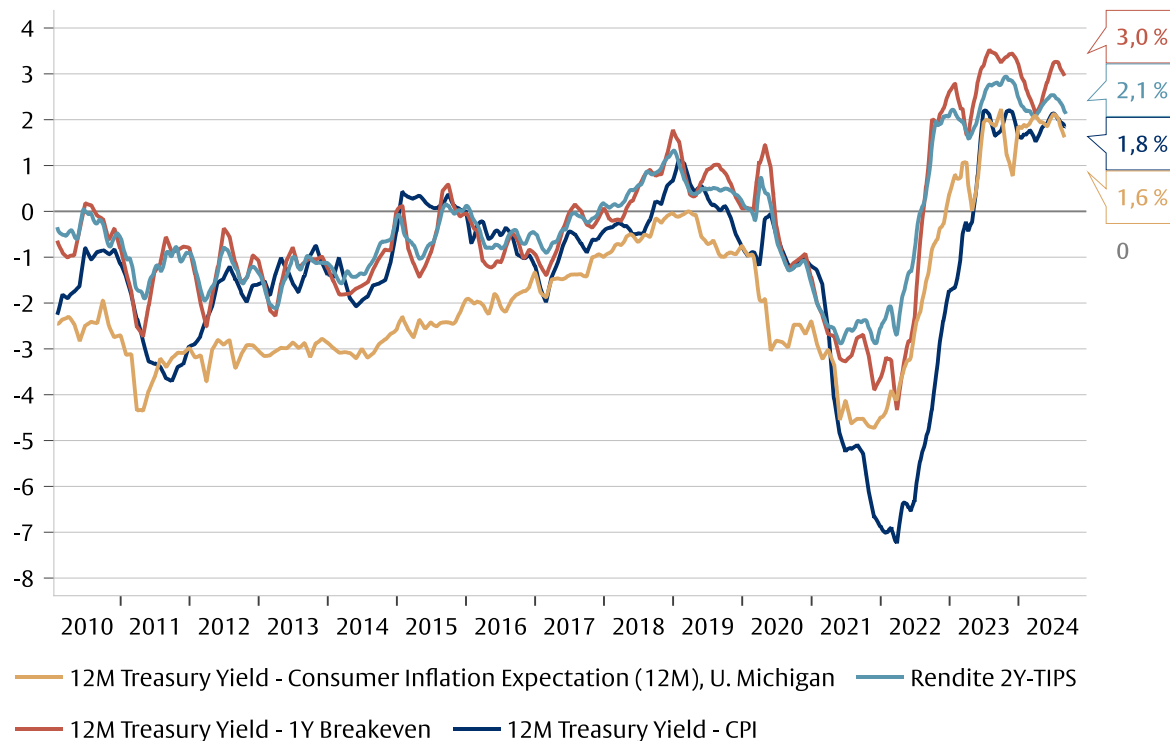
— in einem Jahr — in drei Jahren

Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, ECB (European Central Bank).
Daten vom 12.09.2024

Im Mai blieben in den **USA** die **Inflationserwartungen** der Konsumenten für die kommenden **fünf Jahre** bei **3 %** und für die nächsten **zwölf Monate** bei **2,8 %**. In der **Eurozone** lagen die Erwartungen für das **kommende Jahr** bei **2,8 %** und für die nächsten **drei Jahre** bei **2,4 %**.



USA: Wo ist der Realzins?



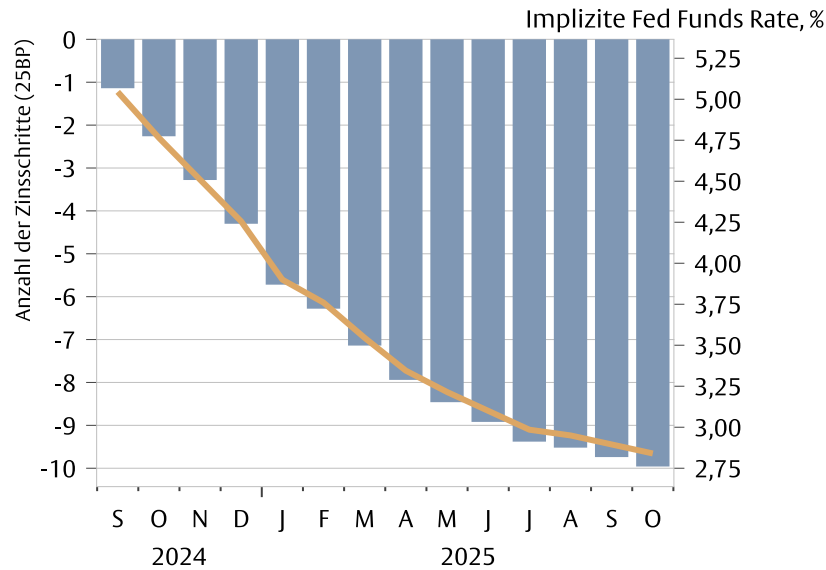
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Fed, BLS, U.S. Treasury, University of Michigan Daten vom 12.09.2024.

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 **1,6 % und 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 2,1 %**.



Mehrere Zinssenkungen bis Ende des Jahres eingepreist

US FED: erwartete Zinssenkungen

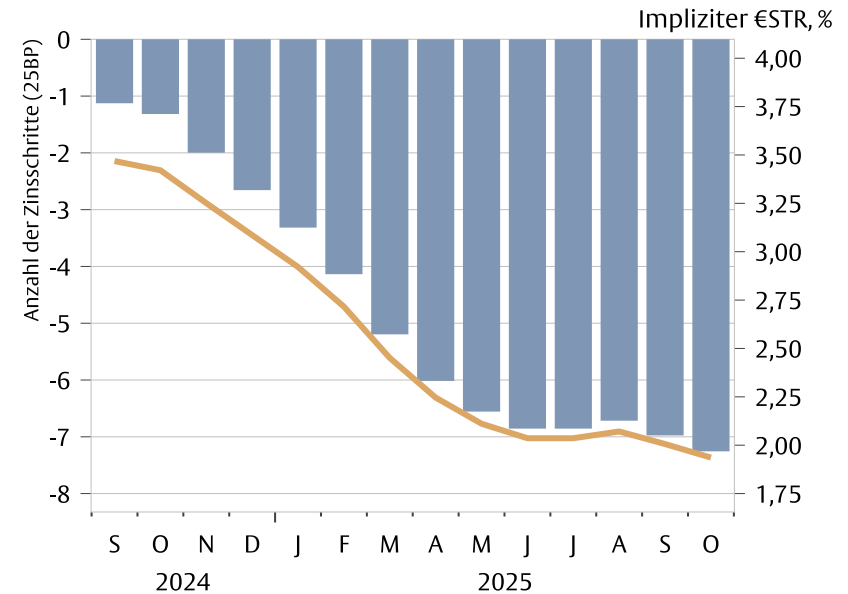


Implied effective fed funds rate (r.sk.)

Implizite Zinsschritte (25BP) (l.sk.)

Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, CME Group, New York Fed
Daten vom 12.09.2024.

EZB: Erwartete Zinssenkungen



Implied effective ECB rate (r.sk.)

Implizierte Zinsschritte (25BP) (l.sk.)

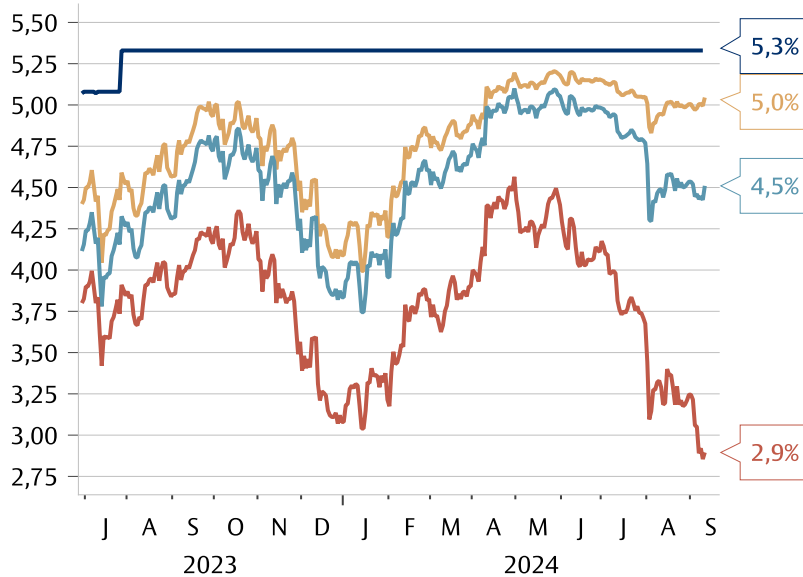
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, ICE, ECB Daten vom 12.09.2024.

Derzeit werden auf **den Futures-Märkten** in den **USA** bis Ende des Jahres mindestens vier 25-Basispunkte Zinssenkungsschritte eingepreist. In der Eurozone werden zwischen zwei und drei Zinssenkungsschritte erwartet.



Volatile Zinssenkungserwartungen

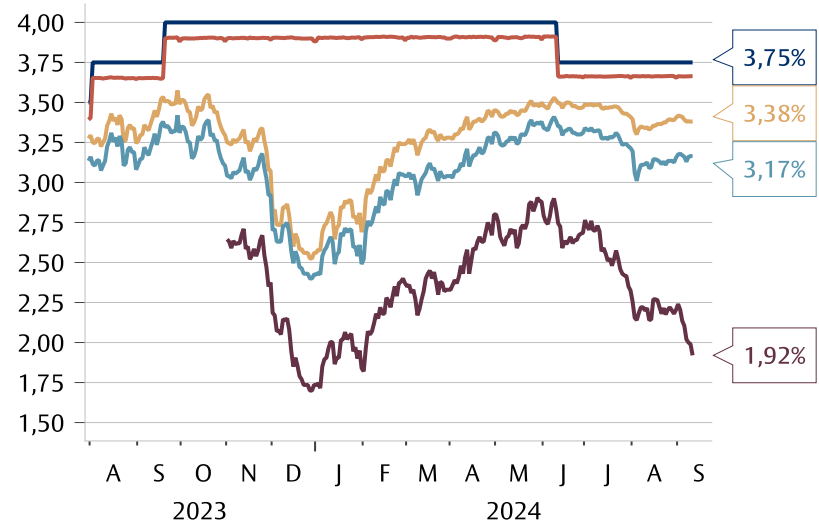
Fed Leitzins: Implizit in Dezember 2023 vs heute



— Fed Funds Effective rate — Impliziter FFR, Oktober 2024
 — Impliziter FFR, Dezember 2024 — Impliziter FFR, Oktober 2025

Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, CME Group, Federal Reserve Bank of New York, Federal Reserve, U.S. Department of Treasury. Daten vom 12.09.2024.

EZB: erwarteter Zins im Dezember 2023 vs Einlagefazilität



— Impliziter €STR im Oktober 2025 — €STR
 — Impliziter €STR im Dezember 2024
 — Impliziter €STR im September 2024 — ECB Einlagefazilität

Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, ECB (European Central Bank), Intercontinental Exchange (ICE). Daten vom 12.09.2024.

Die **Zinserwartungen** auf den Futures-Märkten sind **volatil**. Derzeit wird in den USA bereits für **September** eine erste **Zinssenkung** erwartet. Seit letzter Woche sind in den USA bis Dezember Zinssenkungen von fast 100 Basispunkte eingepreist und bis Oktober 2025 von 200 Basispunkte, deutlich mehr als vor sechs Monate. In der **Eurozone** werden für Dezember (**blau**) 2024 **zwei bis drei** weitere 25BP-Zinsschritte erwartet. In einem Jahr wird ein Zins von 2% erwartet.



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 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.

© 2024 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

