

Flossbach von Storch
RESEARCH INSTITUTE



Konjunkturbericht

Pablo Duarte

September 2024



Einleitung

Im September wuchs die **Realwirtschaft** in den **USA** erneut **schneller** als in der **Eurozone**, trotz schrumpfender **Industrie**. Der **US-Arbeitsmarkt** war überraschend stark und das Konsumklima blieb optimistisch. In **China** schrumpfte das **verarbeitende Gewerbe** erneut, **Deflationsssorgen** hielten an, und die **Jugend-arbeitslosigkeit** stieg weiter an.

Die **Inflationsrate** in den USA war **höher als erwartet**, mit anhaltendem **Inflationsdruck** bei **Dienstleistungen**. Diesen Monat legen wir einen besonderen Fokus auf die Verbindung zwischen **Inflation, Zinsen und Konsum über die Zeit**.

Bis Ende des Jahres werden **Zinssenkungen** von mindestens **25 Basispunkten** in den USA und in der Eurozone erwartet. Die **Zinserwartungen** sind sehr **volatil**.

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>	4
<u>Wirtschaftswachstum</u>	5
<u>USA: Arbeitsmarkt & Privater Konsum</u>	11
<u>China</u>	24
<u>Fokus: Inflation, Zinsen und Konsum über die Zeit</u>	32
<u>Preise</u>	36



REALWIRTSCHAFT



„Goldilocks“?

...nicht zu heiß, nicht zu kalt

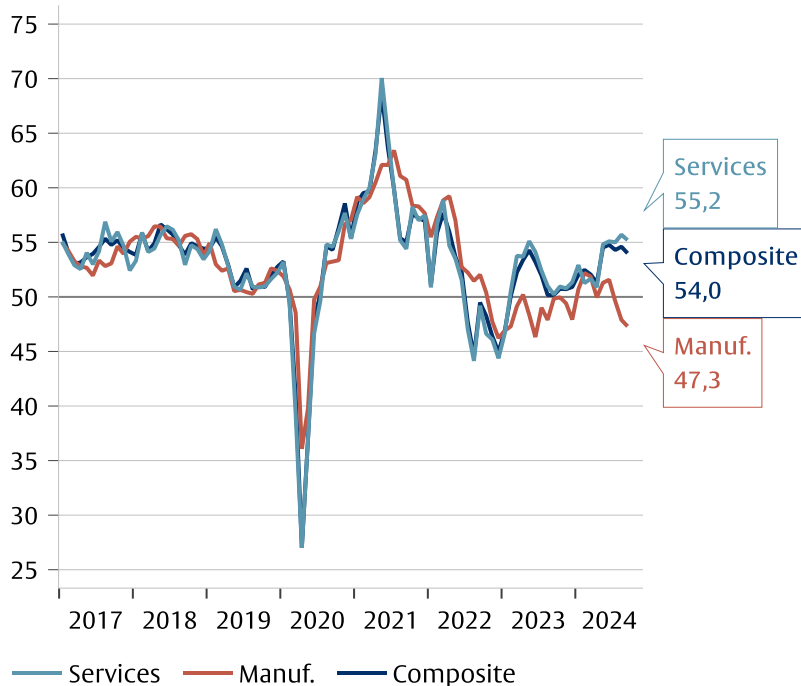


Quelle: Generiert durch ChatGPT



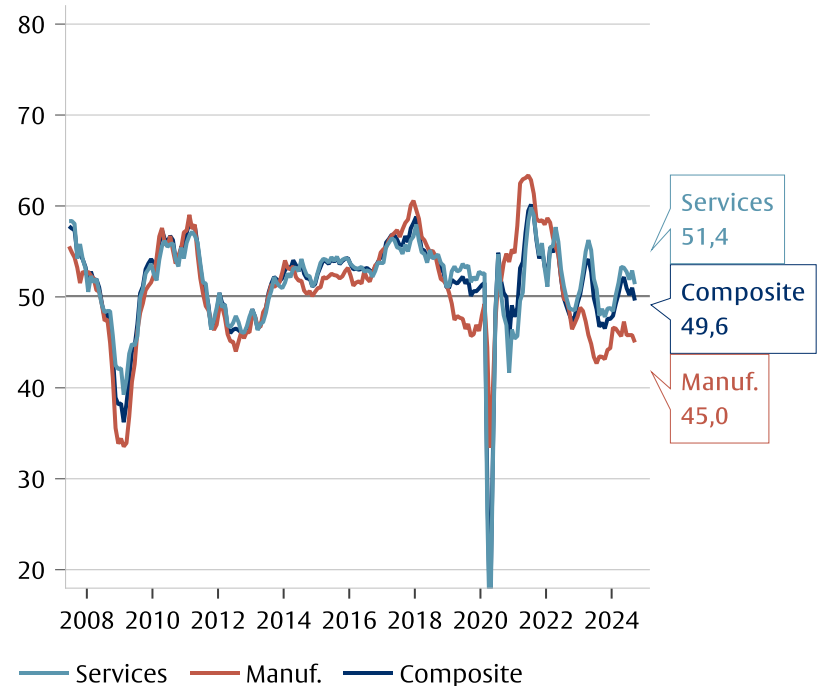
Die USA wachsen, die Eurozone stagniert ...

USA: Einkaufsmanagerindizes (PMIs)



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, S&P Global Daten vom 11.10.2024.

Eurozone: Einkaufsmanagerindizes (PMIs)

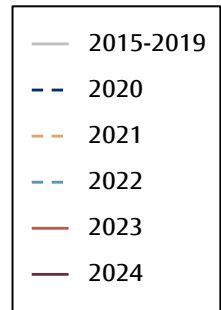
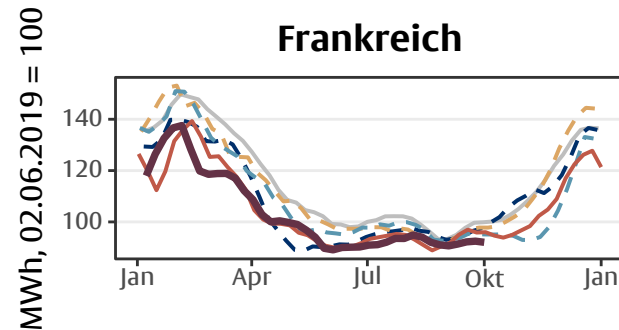
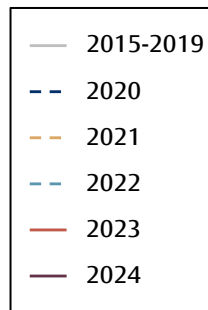
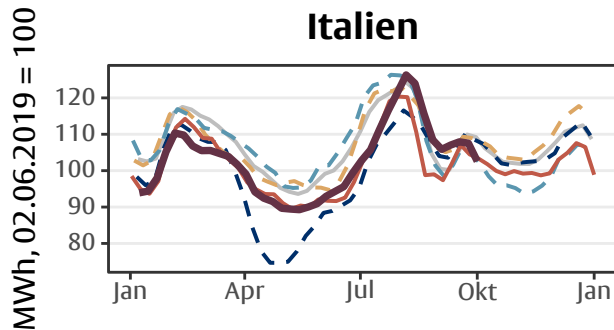
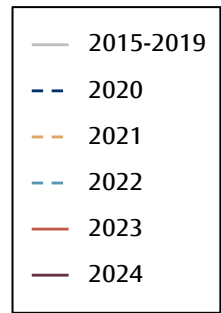
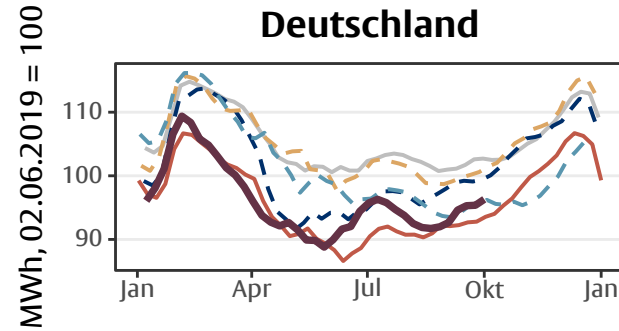
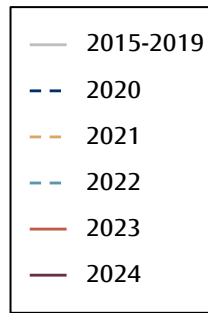
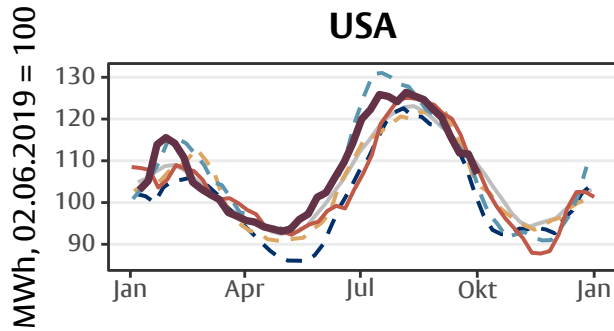


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, S&P Global Daten vom 11.10.2024.

Im September ist die Realwirtschaft der Eurozone insgesamt geschrumpft, insbesondere wegen des schwachen verarbeitenden Gewerbes. Auch in den USA schrumpfte das **verarbeitende Gewerbe**. Der **Dienstleistungssektor** wuchs dagegen weiter.



... und verbraucht am wenigsten Strom



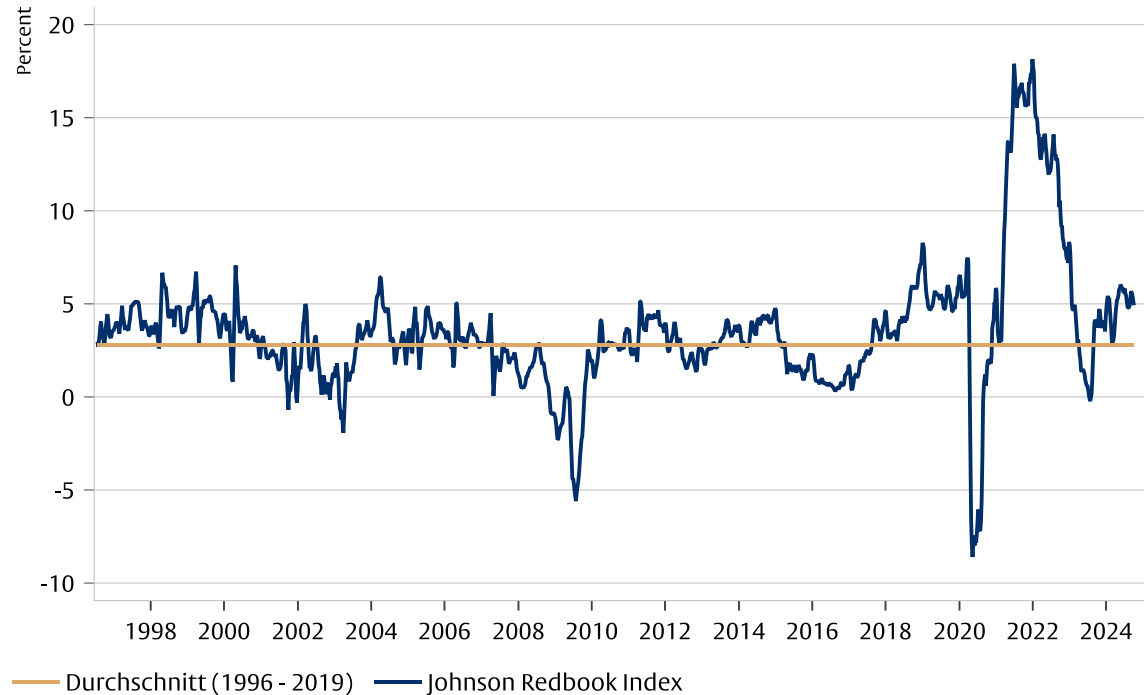
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, ENTSO-E, EIA. Gleitender Monatsdurchschnitt

Der **Stromverbrauch**, ein **Frühindikator** für die **Industrieproduktion**, blieb in **Deutschland**, und **Frankreich** bis Ende September 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** ist der **Verbrauch höher** als im **Durchschnitt** zwischen 2015 und 2019.



USA: Die Einzelhandelsverkäufe steigen weiter an

USA: Redbook Einzelhandelsindex



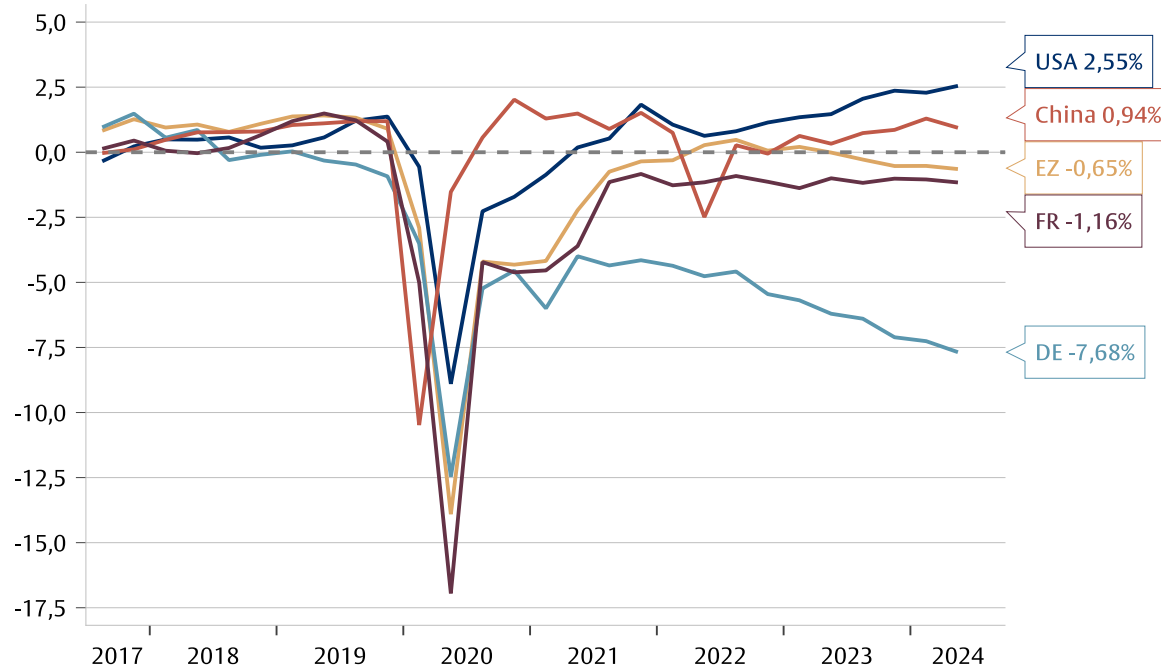
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Redbook Research Inc.. Daten vom 11.10.2024.

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 **Oktober 2024**.



Deutschland hat das größte Wachstumsproblem

Abstand zwischen BIP und Wachstumstrend (2009-19)



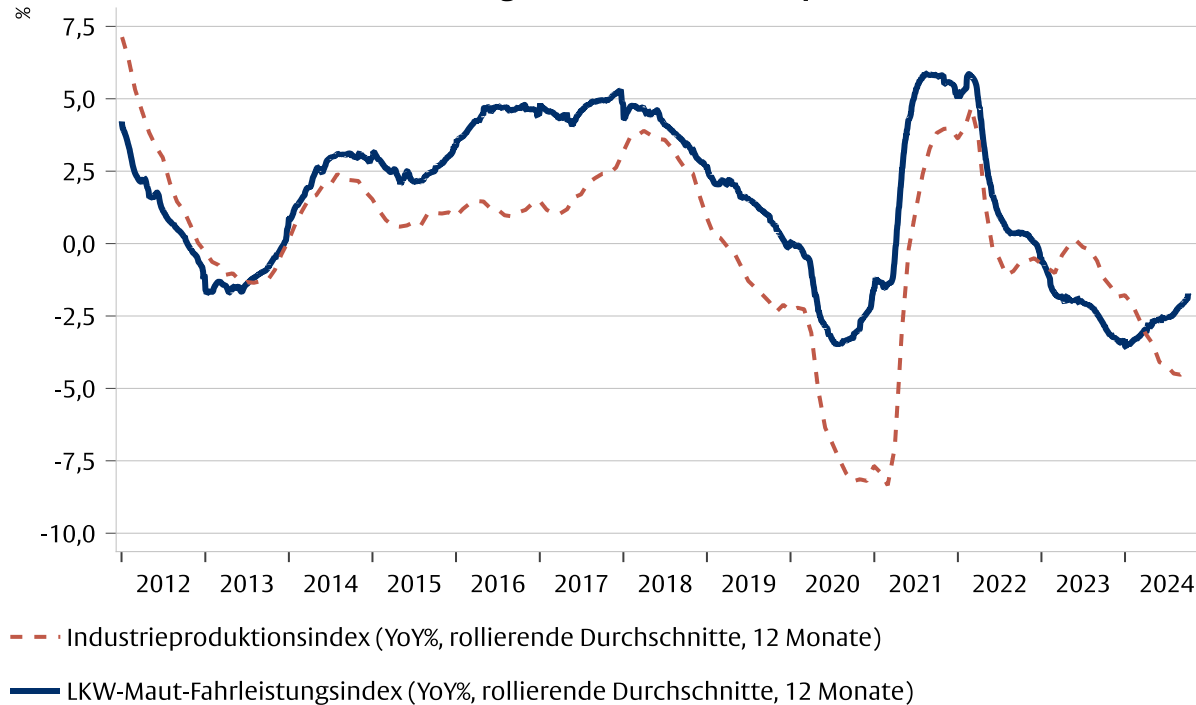
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond.
Daten vom 11.10.2024.

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 zunächst ihren früheren **Wachstumspfad** wieder erreicht, liegt aber erneut darunter. Im Gegensatz dazu könnten die **USA** und **China** den Trend übertreffen.



Die Deutsche Industrieproduktion erholt sich kaum

Deutschland: Lkw-Maut-Fahrleistungsindex und Industrieproduktion



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, German Federal Statistical Office (Statistisches Bundesamt). Daten vom 11.10.2024.

Der **LKW-Verkehr** auf deutschen **Autobahnen** gilt als Frühindikator für die **Industrieproduktion**. Der **LKW-Maut-Fahrleistungsindex** signalisiert eine anhaltende Schwäche des **industriellen Wachstums** in **Deutschland** seit 2022 und suggeriert eine leichte **Erholung** in den letzten Wochen.



USA: Arbeitsmarkt & Privater Konsum

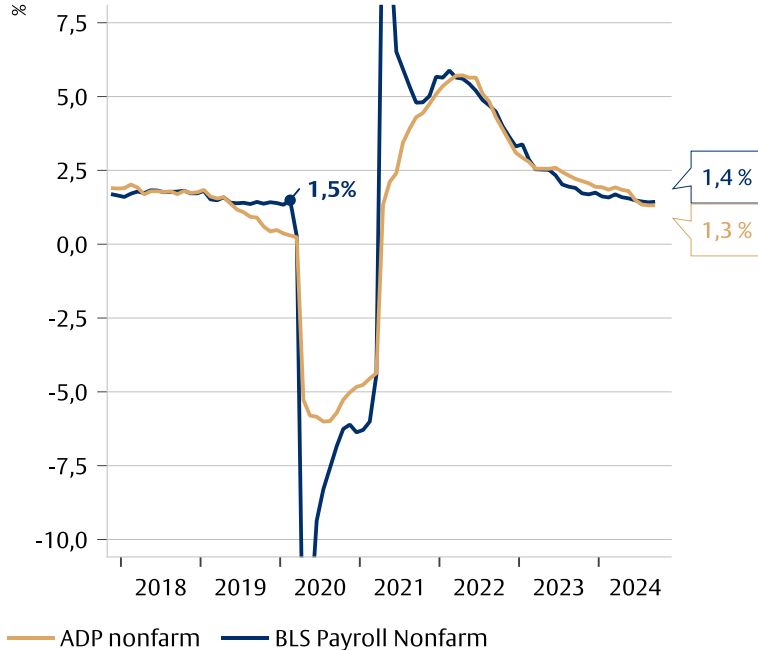


Quelle: Generiert durch ChatGPT



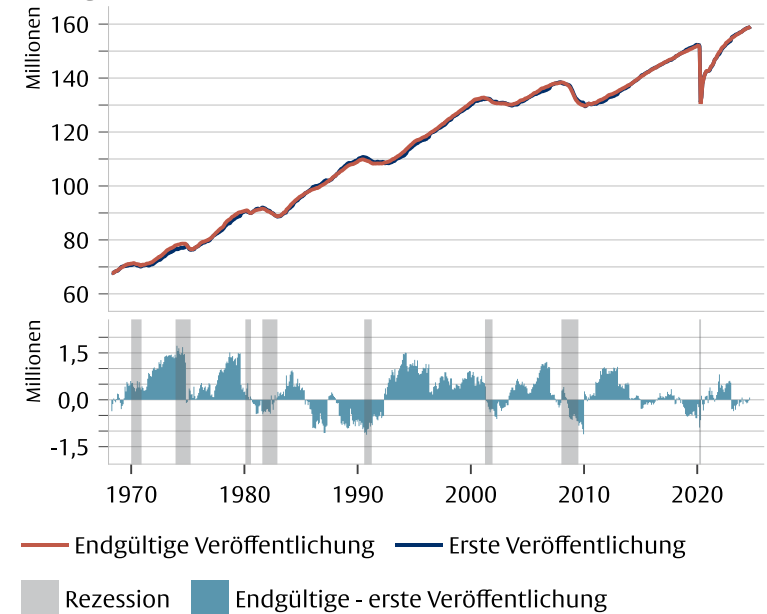
USA: Das Stellenwachstum war überraschend stark...

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 11.10.2024.

Die Beschäftigungszahlen wurden erneut nach oben korrigiert



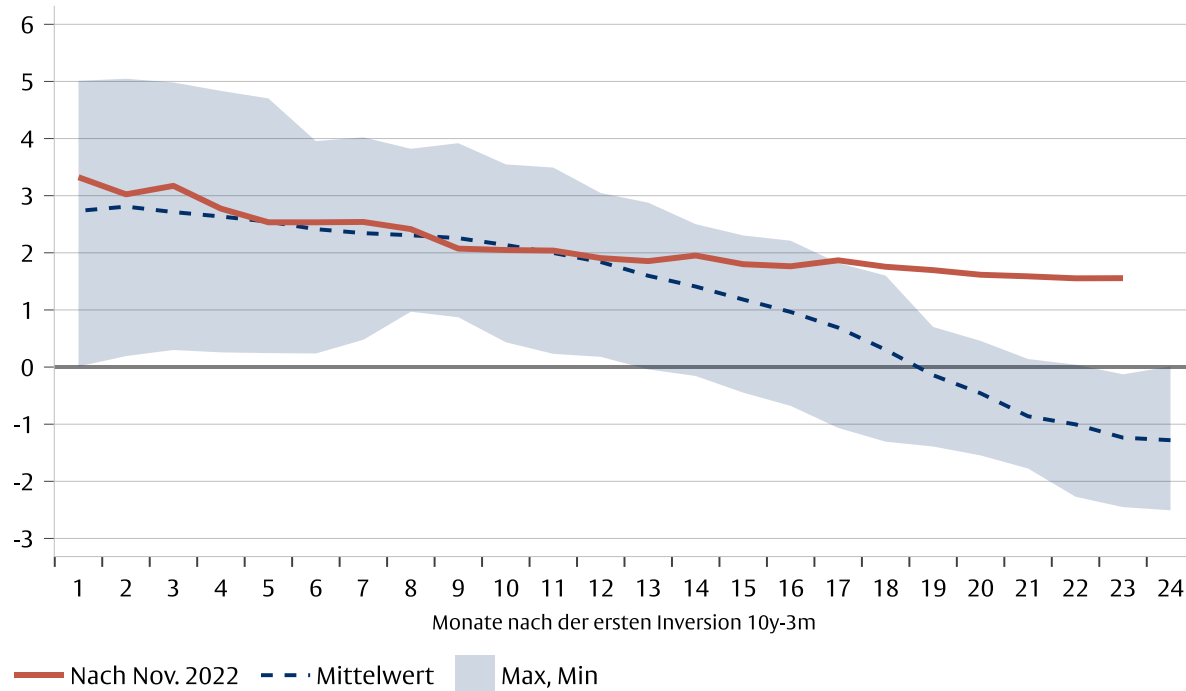
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, BLS, NBER Daten vom 11.10.2024.

Im September stieg die **Anzahl der Stellen** (ohne Landwirtschaft) im Vergleich zum Vorjahr um **1,4 %**, was **deutlich mehr** als erwartet ist und dem Niveau vor der Pandemie entspricht. Laut dem **ADP-Arbeitsmarktbericht** lag der Anstieg bei **1,3 %**. Die Daten der vorigen zwei Monate wurden nach oben korrigiert. Die Revisionen der letzten Monate fielen kleiner aus als in früheren Rezessionen. Falls die Messmethoden nicht deutlich genauer geworden sind, könnte dies darauf hindeuten, dass der Arbeitsmarkt noch keine Anzeichen einer Rezession zeigt.



... stärker als bei früheren Inversionen der Zinskurve

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

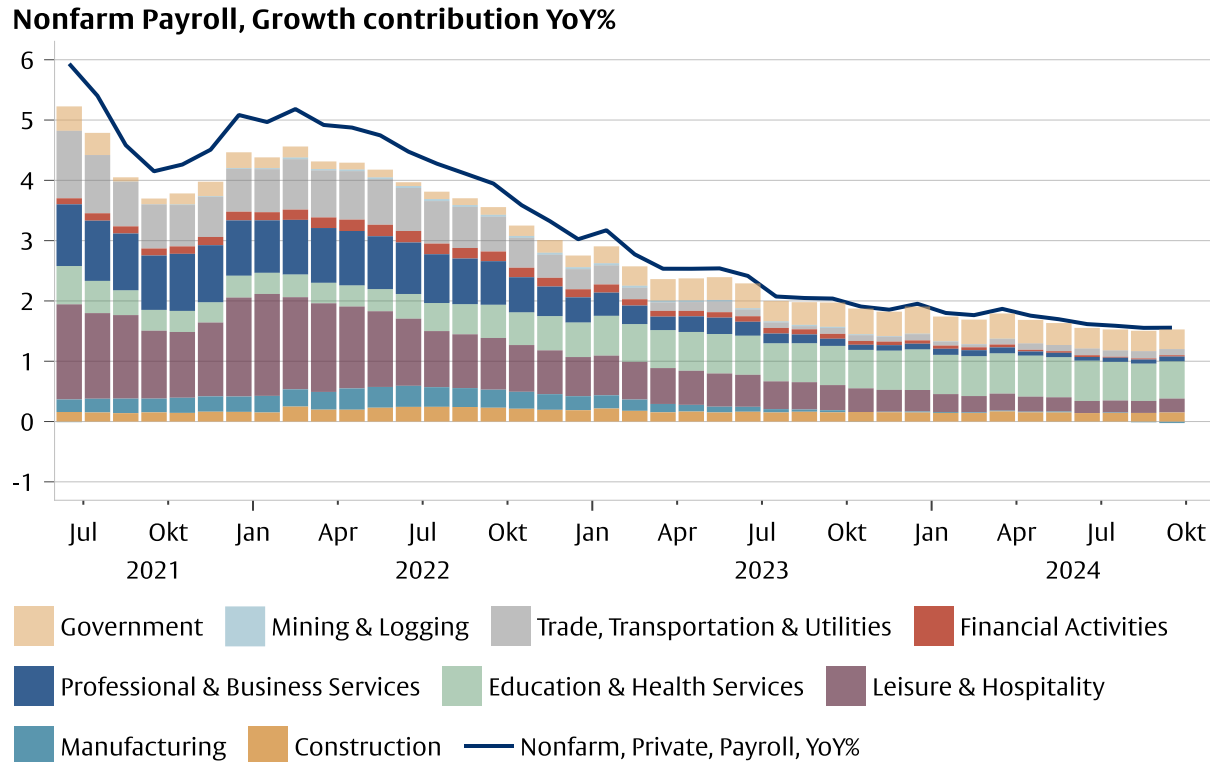


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS), NBER (National Bureau of Economic Research). Daten vom 11.10.2024.

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, 23 Monate nach der **Inversion** im Oktober 2022, bewegt sich das **Stellenwachstum** auf untypische Weise seitwärts und ist höher als bei jeder früheren **Kurveninversion**.



Wenige Sektoren treiben das Stellenwachstum



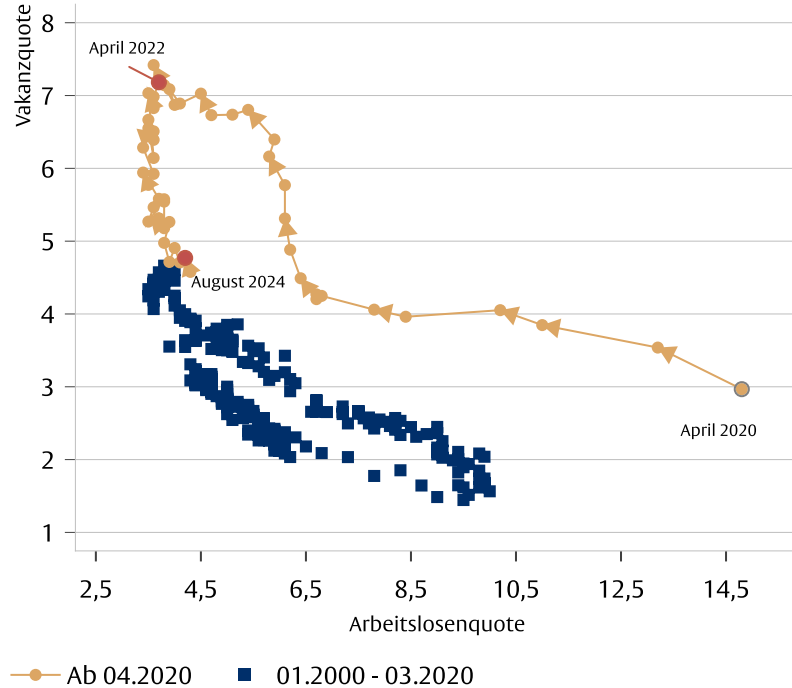
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS). Daten vom 11.10.2024.

Im **September** entfiel der höchste Beitrag zur jährlichen Zuwachsrate der neugeschaffenen Stellen auf die Beschäftigungskategorien „Education & Health Services“ sowie „Government“. Der Beitrag vom Verarbeitenden Gewerbe war null.



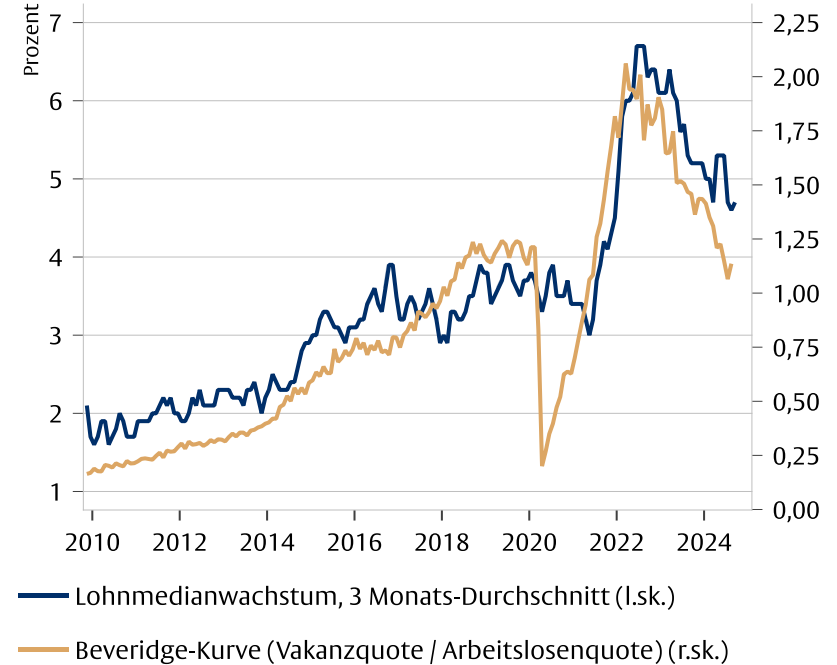
Der Arbeitsmarkt normalisiert sich

USA: Beveridge-Kurve



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS). Daten vom 11.10.2024.

USA: Lohnwachstum und der Arbeitsmarkt



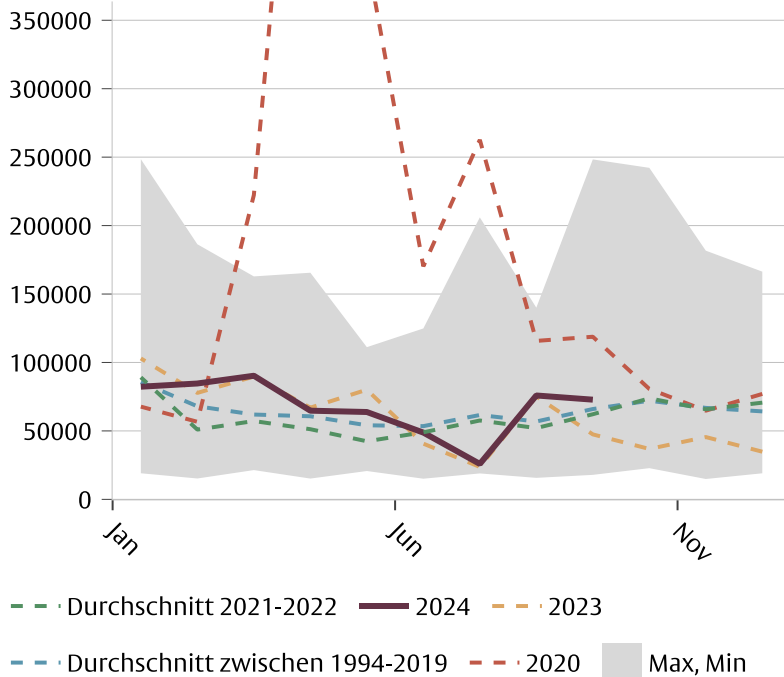
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Federal Reserve Bank of Atlanta, U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS). Daten vom 11.10.2024

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**.



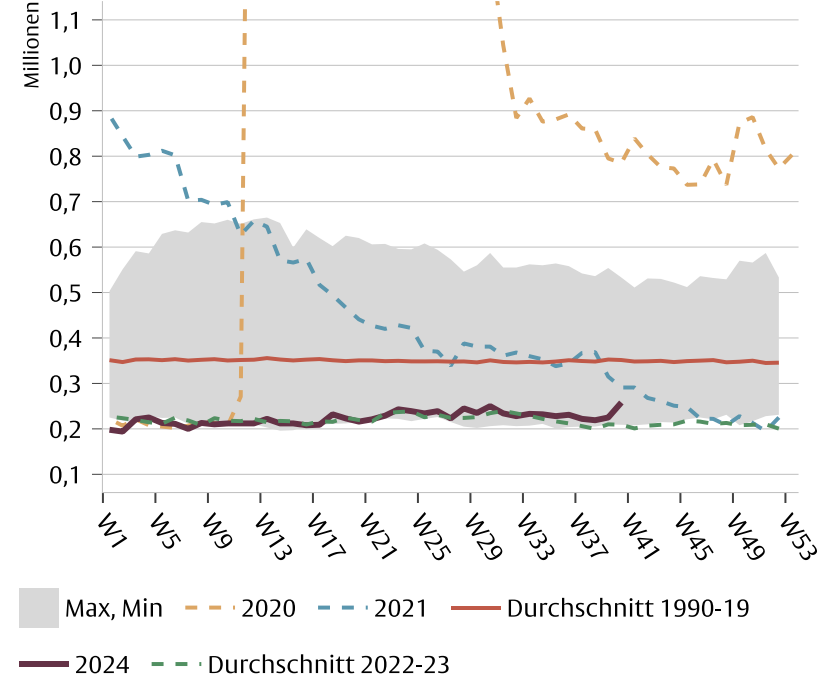
USA: Keine Entlassungswelle in Sicht

Geplante Entlassungen



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Challenger, Gray & Christmas, Inc. Daten vom 11.10.2024.

Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe

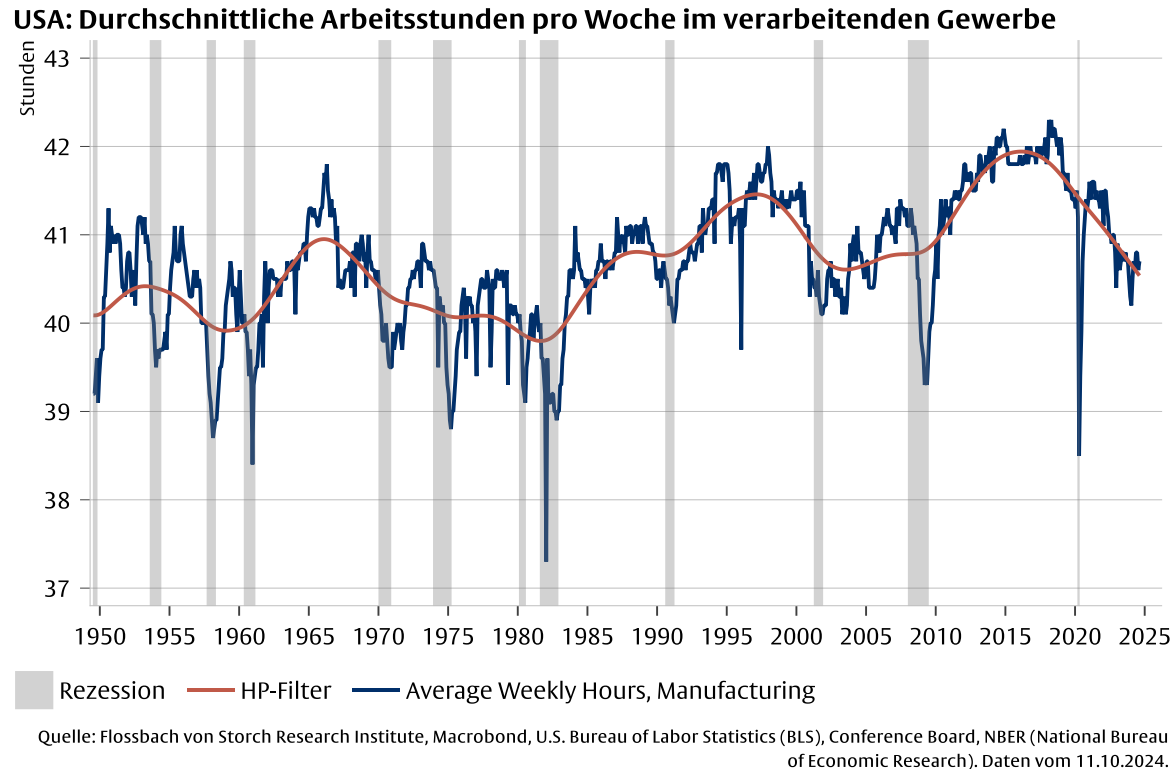


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Department of Labor. Daten vom 11.10.2024.

Die **geplanten Entlassungen** sind leicht über dem **September-Durchschnitt** der letzten 30 Jahre. Die **Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe** bleiben, auch nach einem vergleichbar starken Zuwachs, auf **historisch tiefen Niveaus**.



Es werden weniger Stunden gearbeitet...

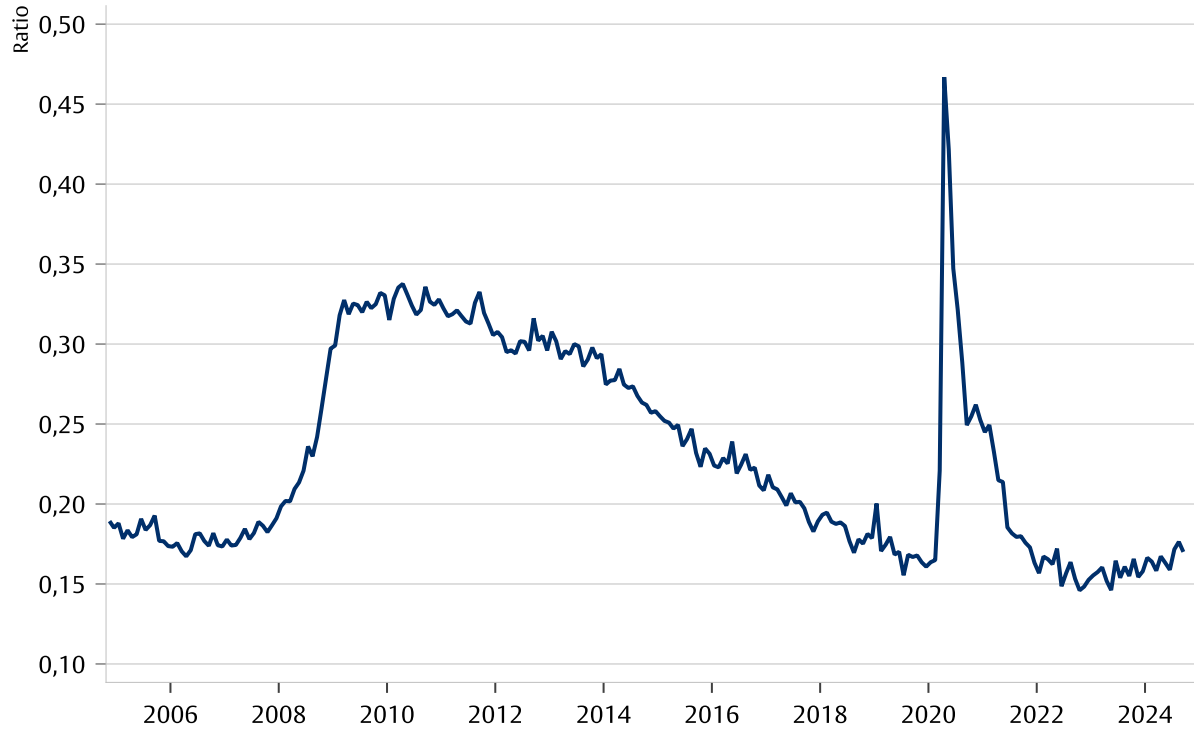


Die durchschnittlichen **Arbeitsstunden** pro Woche können als **Frühindikator** für **Rezessionen** dienen. Die Idee dahinter ist, dass Unternehmen in einer **Abschwungsphase** eher die **Arbeitszeit reduzieren**, anstatt Arbeitskräfte **abzubauen**. Seit Mitte 2016 gehen die Arbeitsstunden zurück, was eher eine **strukturelle Tendenz** als einen zyklischen Abschwung andeutet.



... allerdings freiwillig

Involuntarily Part-Time to All Part-Time Workers



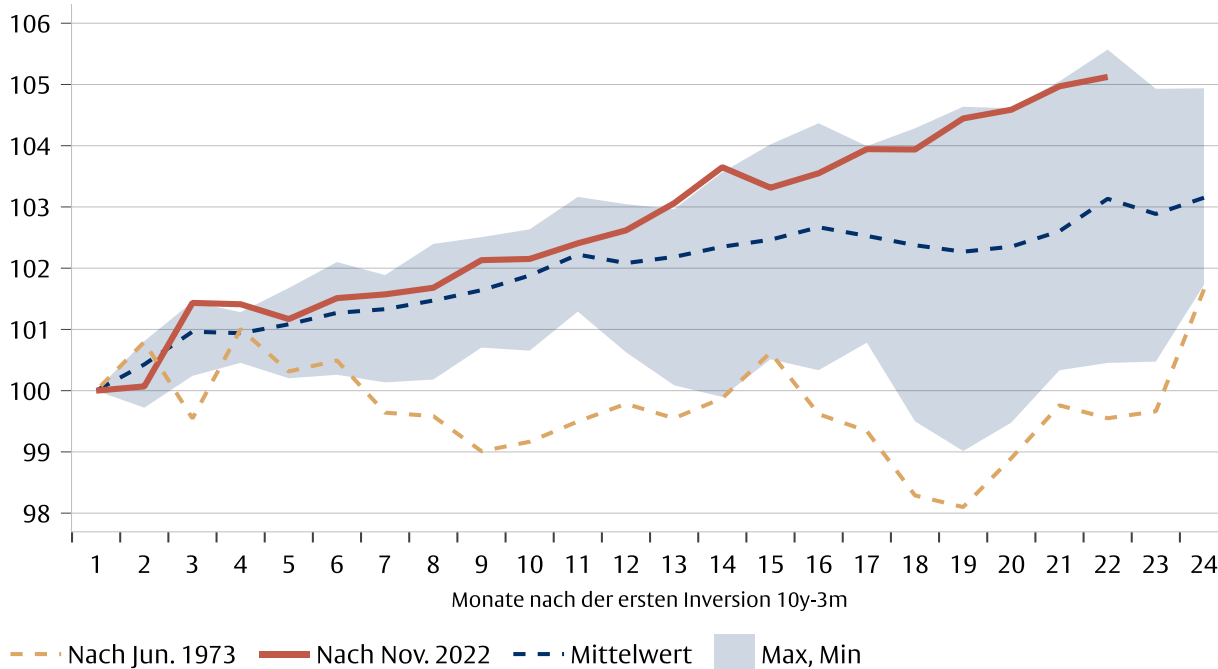
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Conference Board. Daten vom 11.10.2024.

Der Anteil der **Teilzeitarbeiter**, der lieber eine Vollzeitbeschäftigung nachgehen würde, bewegt sich **seitwärts auf historisch tiefem Niveau**.



Konsum: höher als bei früheren Kurveninversionen

USA: PCE Preisbereinigte Ausgaben von Haushalten nach Inversionen der Zinsstrukturkurve

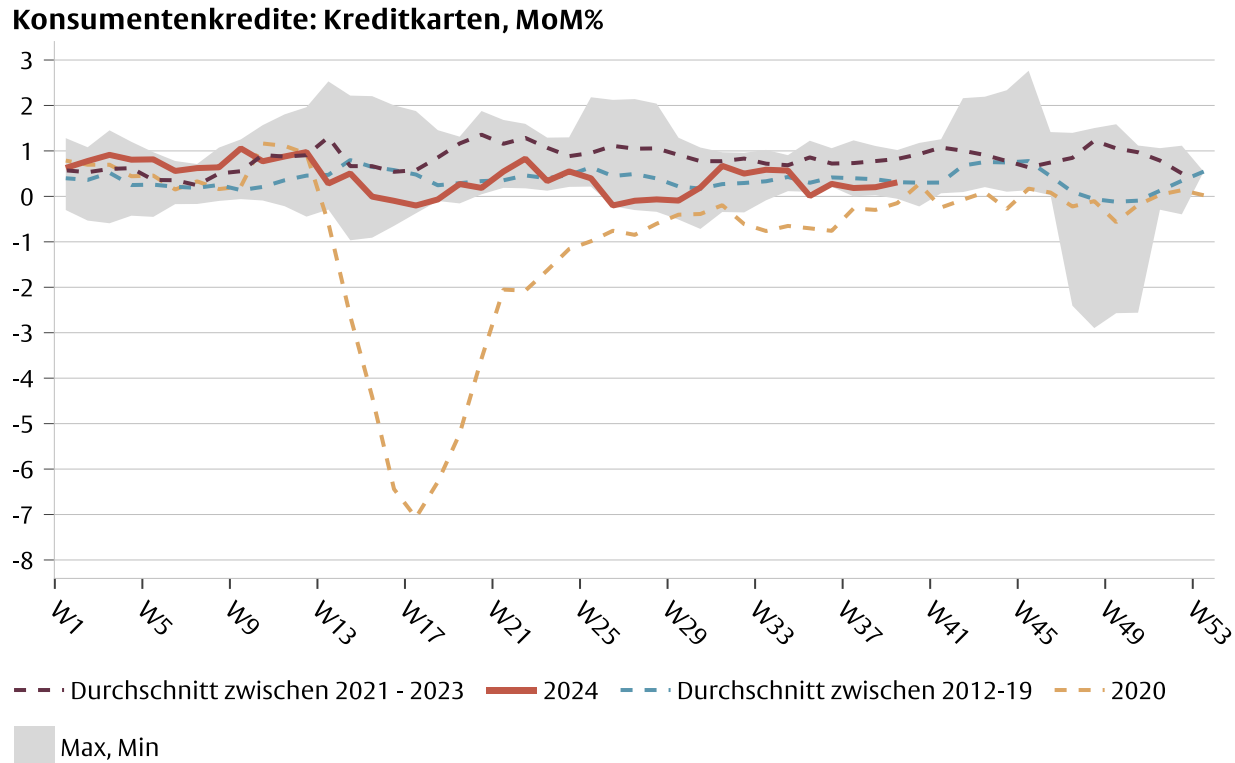


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Bureau of Economic Analysis (BEA), NBER (National Bureau of Economic Research). Daten vom 11.10.2024.

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.



Das Wachstum der Kreditkartenkredite bleibt stabil ...



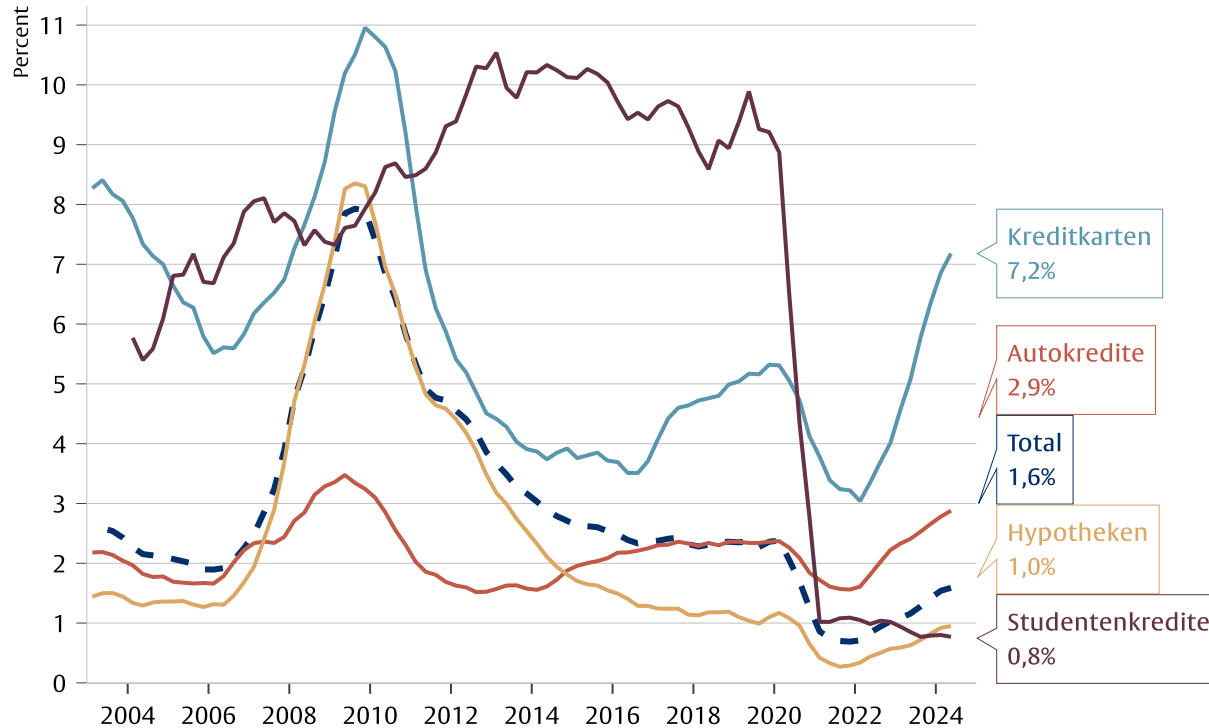
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Fed Daten vom 11.10.2024.

Das **Wachstum der Kreditkartenkredite** schwächt sich seit einigen Wochen und fluktuiert um das durchschnittliche Wachstum vor der Pandemie.



...aber die Zahlungsrückstände steigen

Übergang in "serious delinquency" (90+ Tage) nach Kreditart



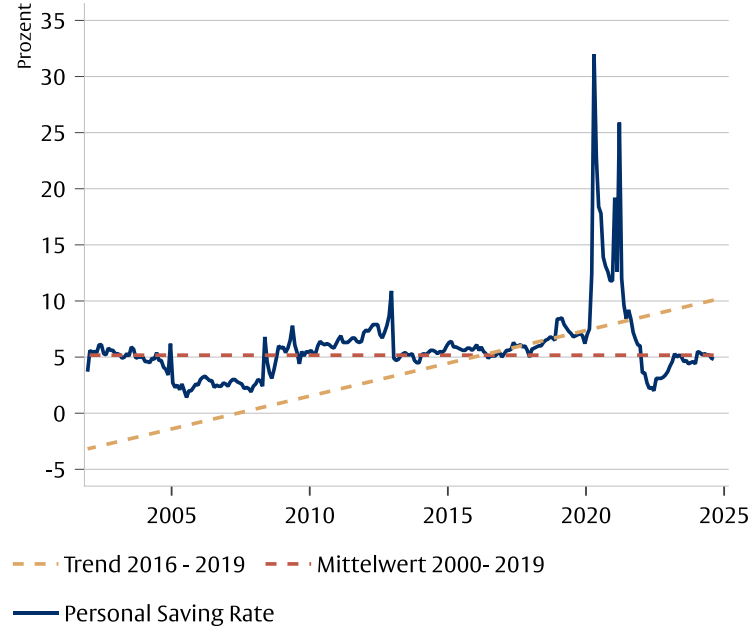
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, New York Fed Daten vom 11.10.2024.

Der Anteil der **Kreditkartensalden**, die im zweiten Quartal 2024 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**.



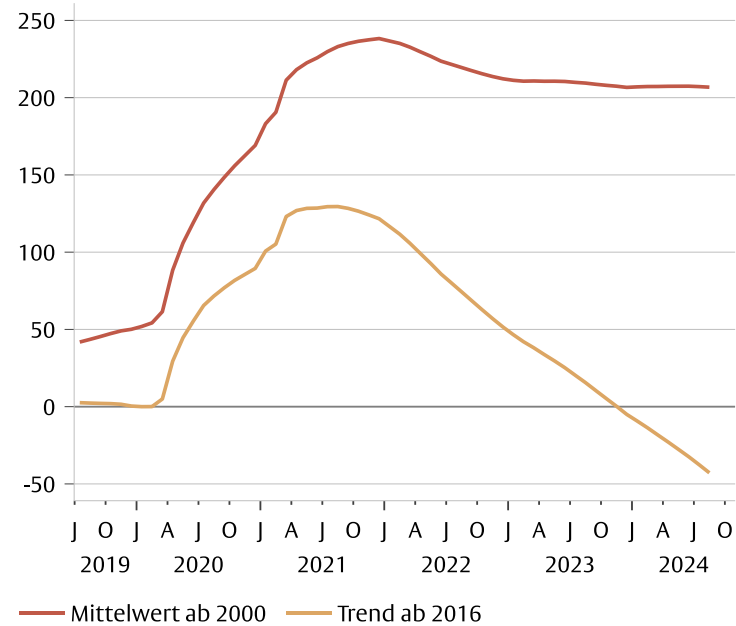
Wann sind die Ersparnisse aufgebraucht?

USA: Sparquote der Haushalte



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, BEA, U.S. Treasury Daten vom 11.10.2024.

"Ersparnis-Überschuss"

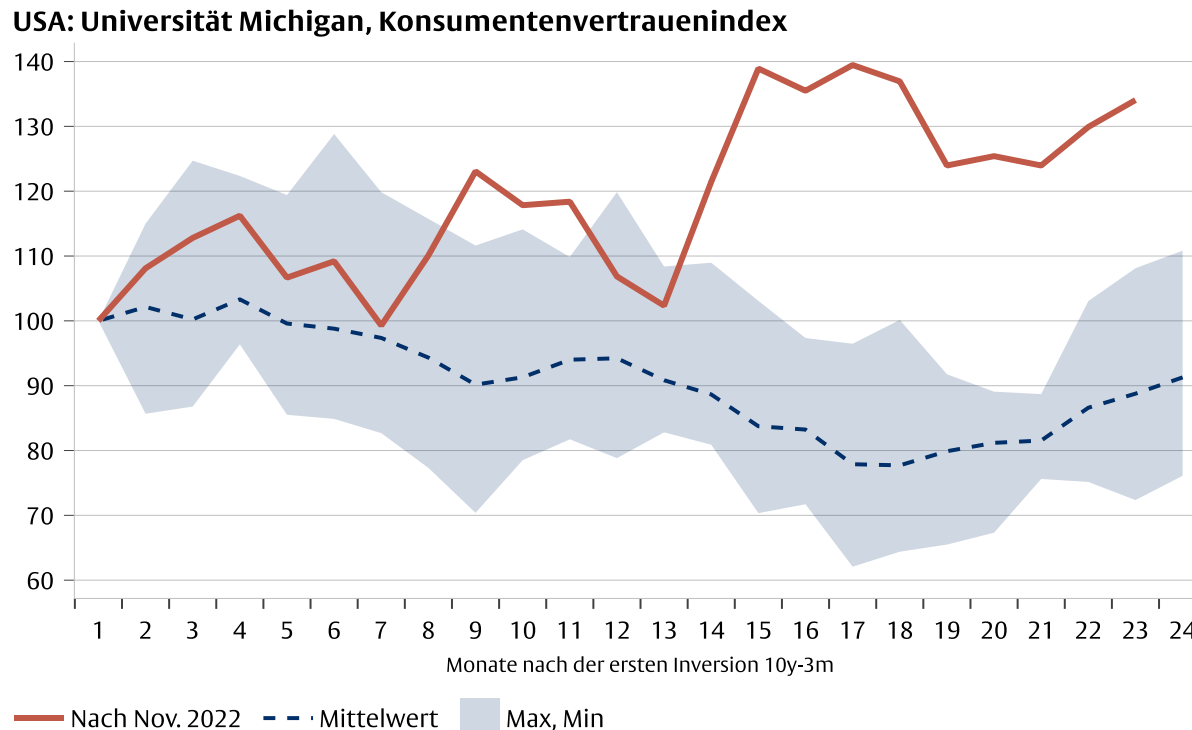


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, BEA, Fed Daten vom 11.10.2024.

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 11.10.2024.

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



China

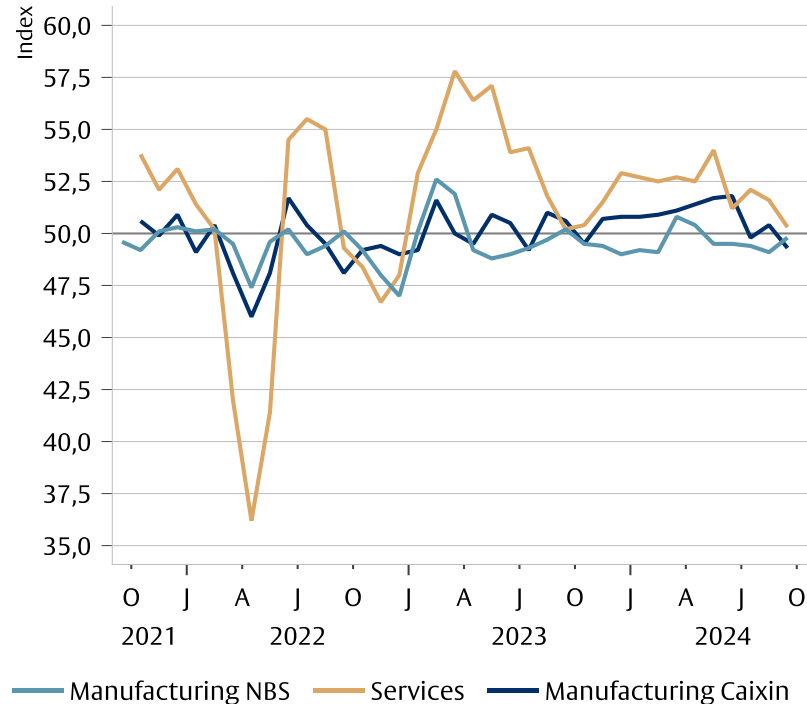


Quelle: Generiert durch ChatGPT



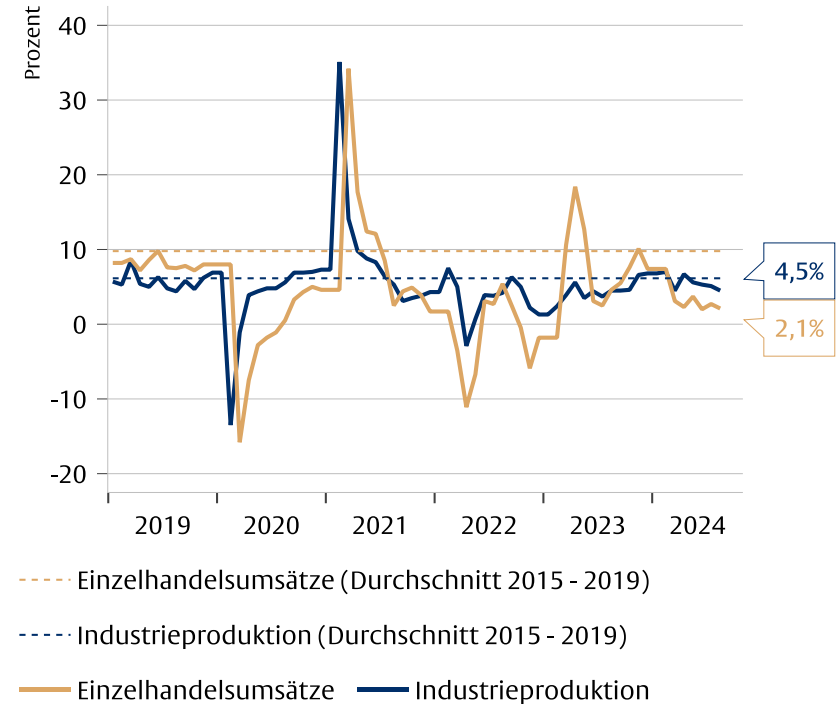
China: Das verarbeitende Gewerbe bleibt schwach

China: Einkaufsmanagerindizes (PMI)



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, S&P Global, China Federation of Logistics & Purchasing. Daten vom 11.10.2024.

China: Industrieproduktion und Einzelhandel

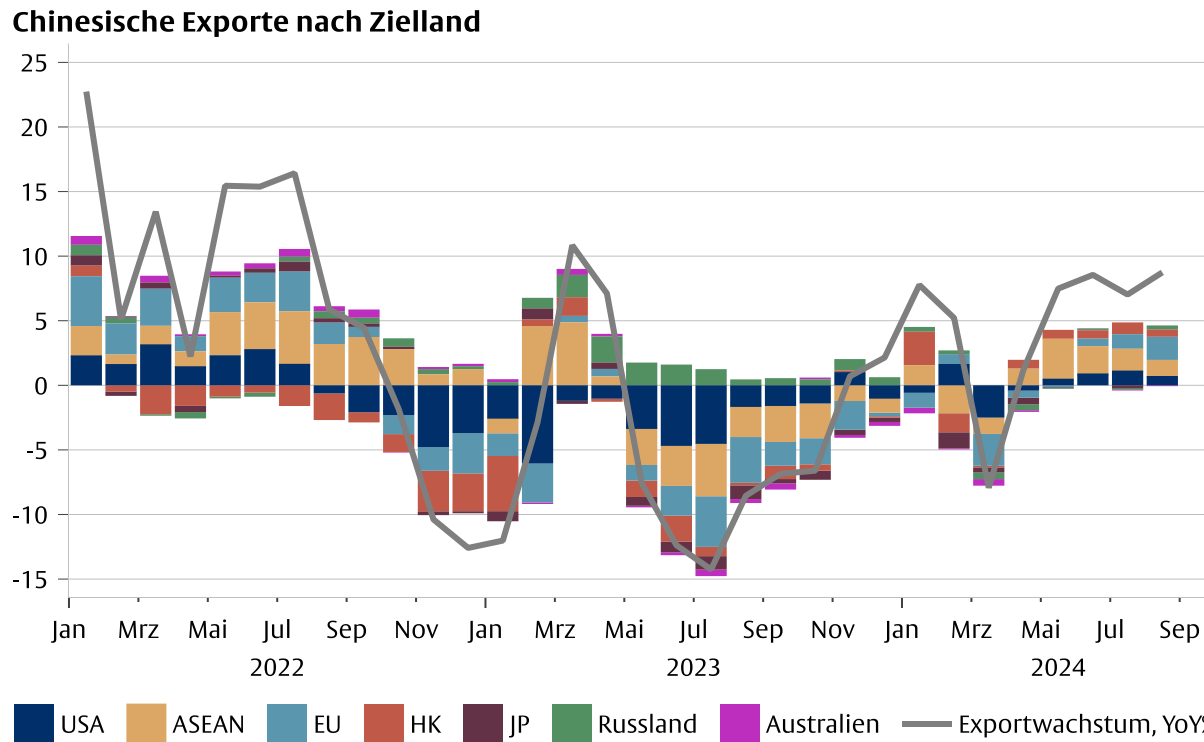


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, China National Bureau of Statistics (NBS). Daten vom 11.10.2024.

Im **September** 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 **August** deutlich **langsamer** als im **Durchschnitt** der Jahre 2015 bis 2019.



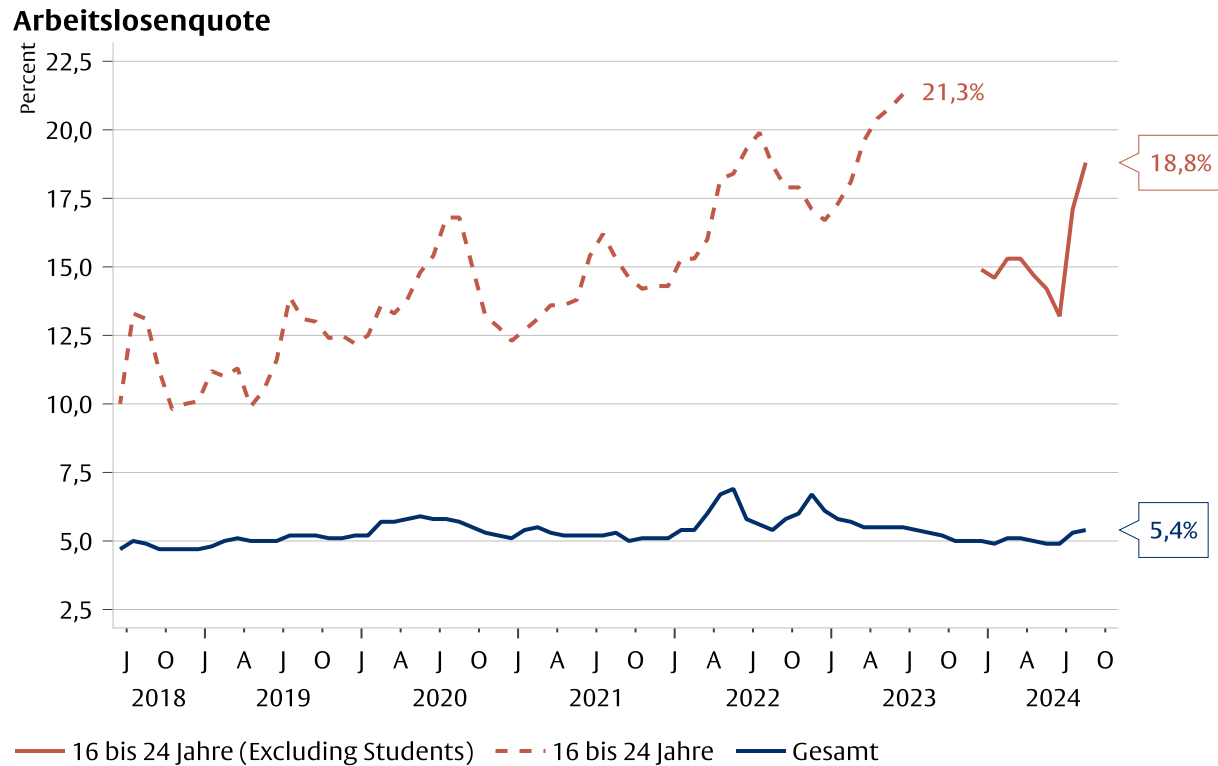
China: Erholung der Exporte nach Südostasien



Die **Gesamtexporte Chinas** sind im August im Vergleich zum Vorjahr **erneut gestiegen**. Insbesondere Exporte in die ASEAN-Länder sind gestiegen, während die Exporte nach Russland, die im Vorjahr stark gewachsen waren, diesmal kaum gestiegen sind.



Die Jugendarbeitslosigkeit steigt weiter



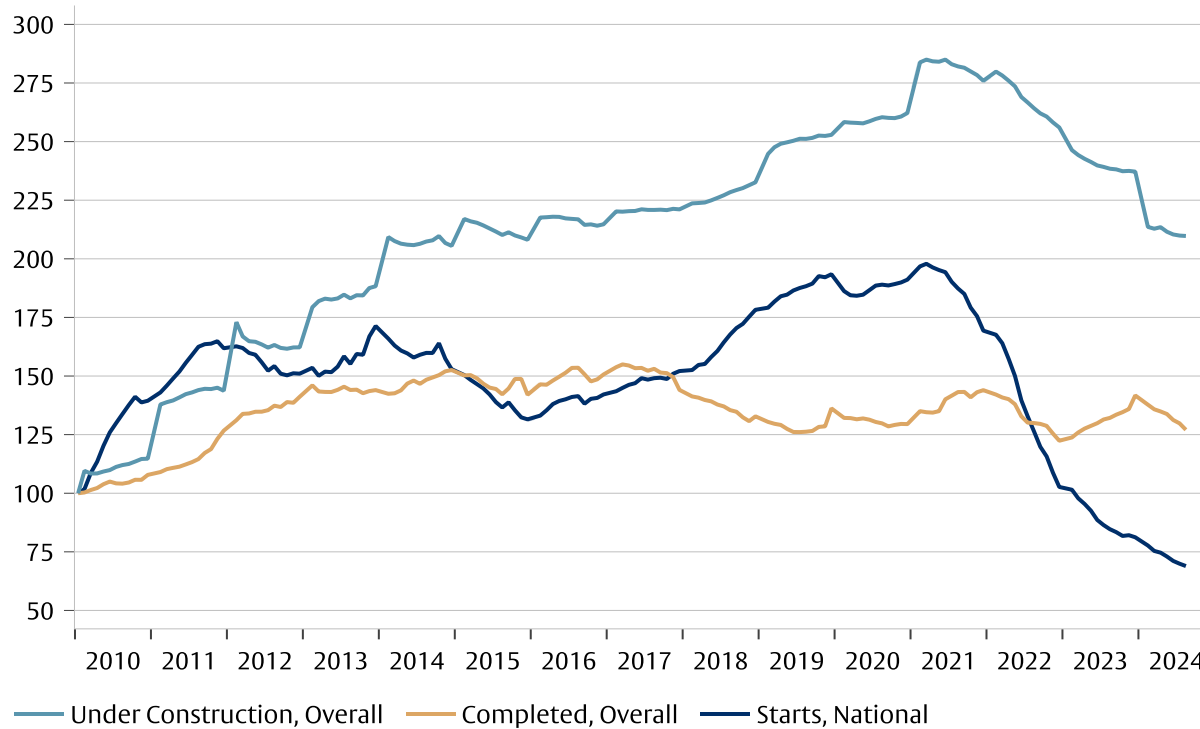
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, NBS Daten vom 11.10.2024.

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 August stieg diese erneut von 17,1% auf **18,8 %**.



Weniger Neubauten ...

China, Immobilien, Baustand jedes Jahr, 01.2010 = 100



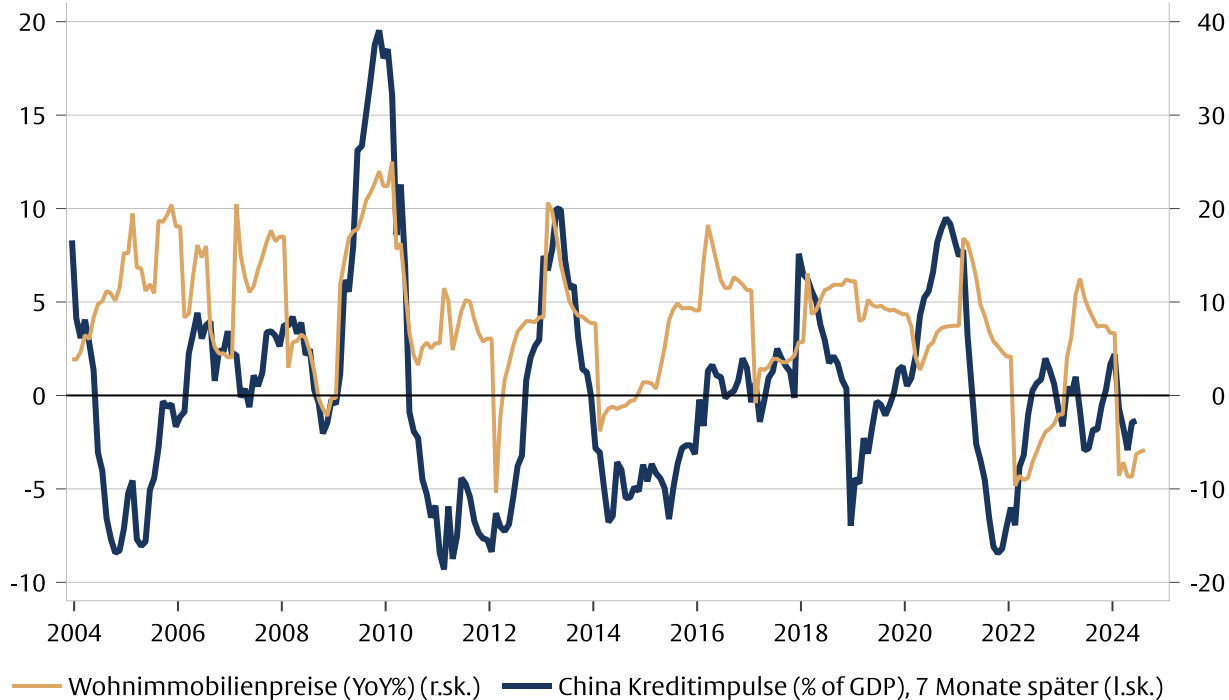
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, China National Bureau of Statistics (NBS). Daten vom 11.10.2024.

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.



... und sinkende Immobilienpreise

China: Kreditimpuls & Wohnimmobilienpreise



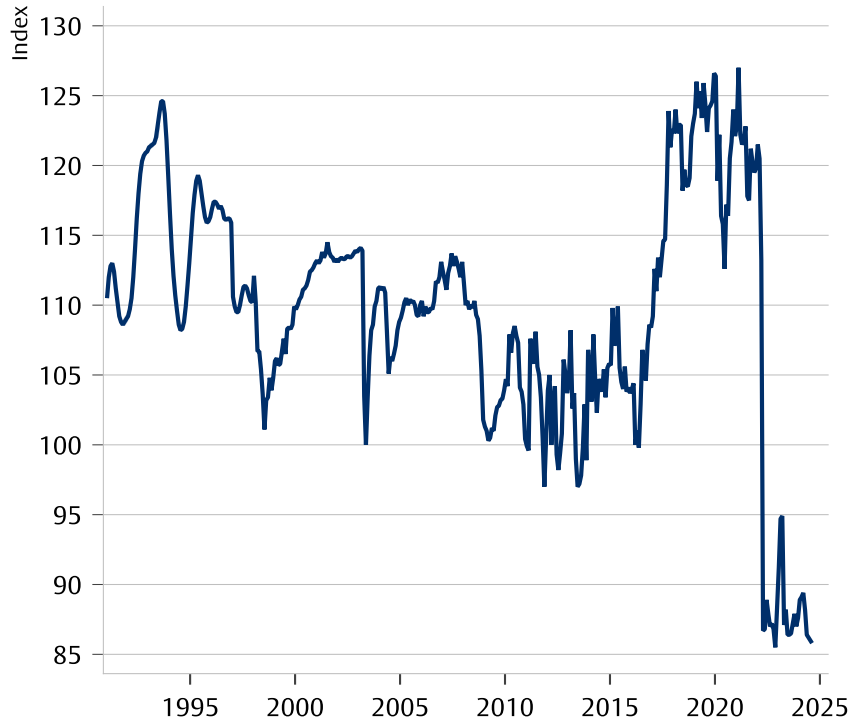
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, People's Bank of China (PBoC), China National Bureau of Statistics (NBS). Daten vom 11.10.2024.

Der **Kreditimpuls**, die Veränderung des Kreditflusses vom Finanzsektor zum privaten Nichtbankensektor in Prozent des BIPs, bleibt in China **leicht negativ**. Die **Immobilienpreise**, die zum Teil den Kreditimpuls mit einer Verspätung folgen, sind im August im Vergleich zum Vorjahr **stark gesunken**.



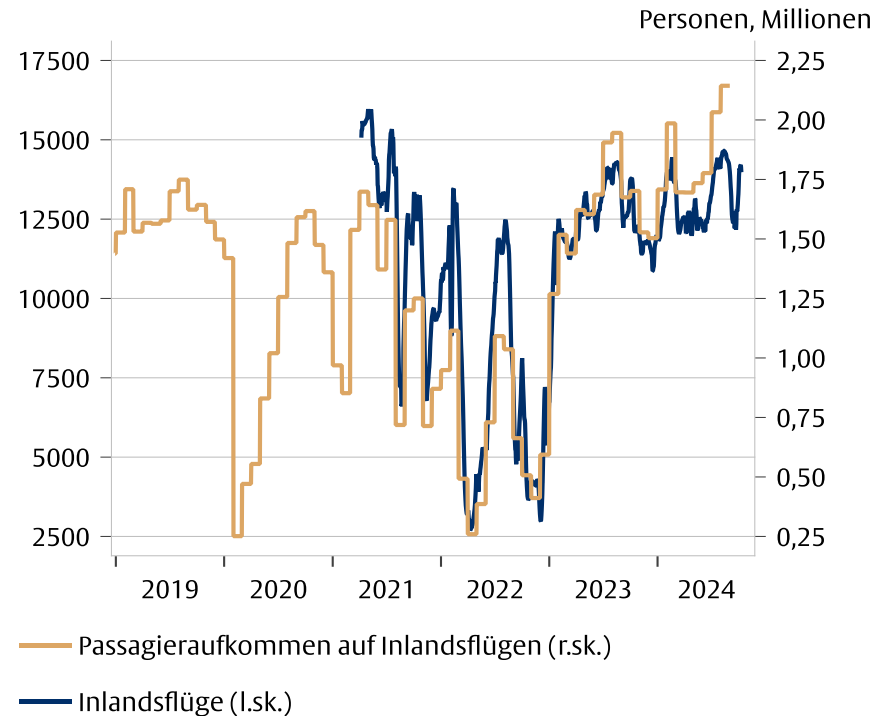
Mehr Flüge aber schlechte Stimmung ...

China, Konsumentenvertrauen



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, China Economic Monitoring & Analysis Center (CEMAC). Daten vom 11.10.2024.

China, Luftverkehr

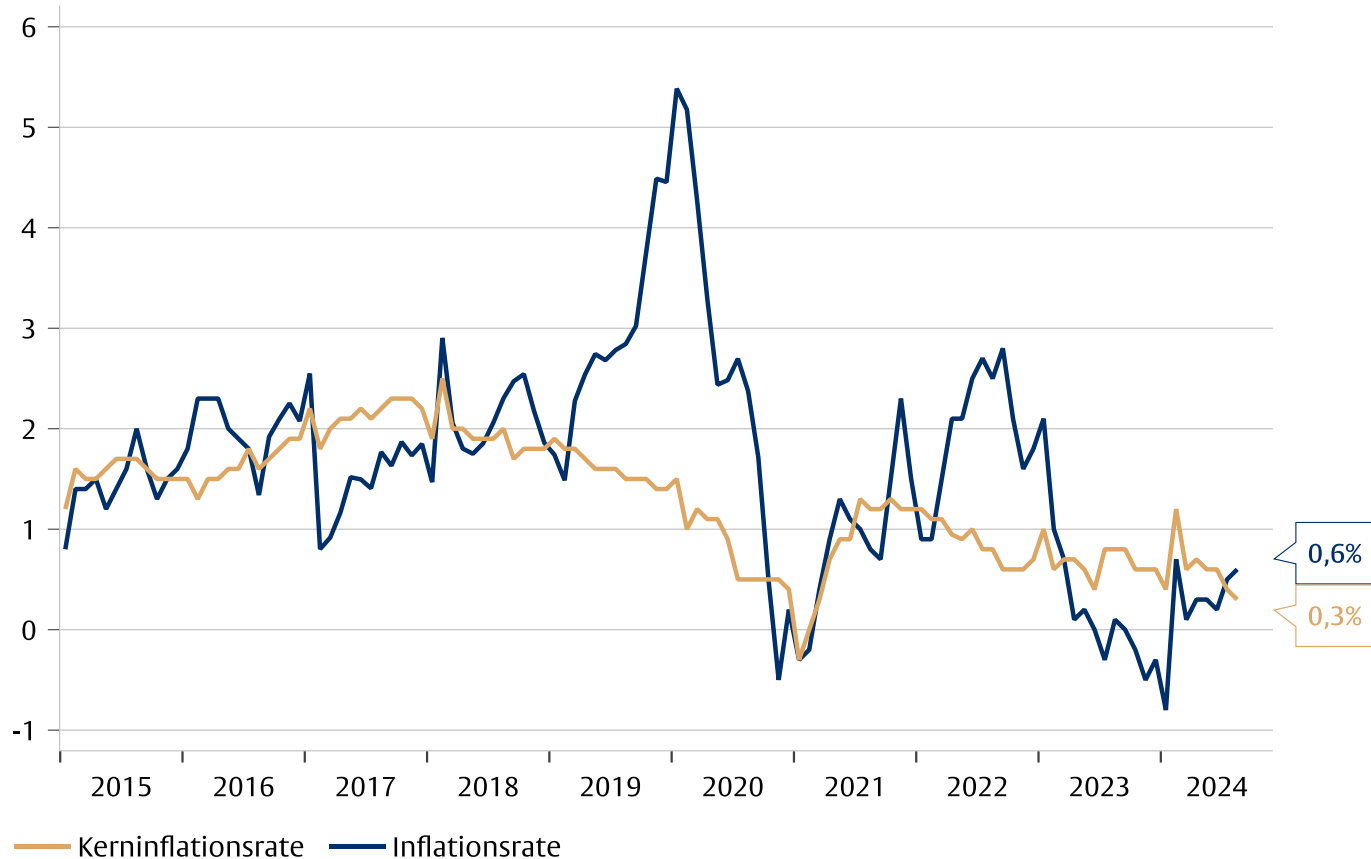


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, VariFlight, China Civil Aviation Administration. Daten vom 11.10.2024.

In China fluktuiert die **Anzahl der Inlandsflüge** um das Niveau von Anfang 2023 während das **Passagieraufkommen** deutlich über das pre-pandemische Niveau gestiegen ist. Das **Verbrauchervertrauen** hat sich seit Anfang 2022 **kaum verbessert** und bleibt **historisch niedrig**.



... und Deflationssorgen



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, China National Bureau of Statistics (NBS). Daten vom 11.10.2024.

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



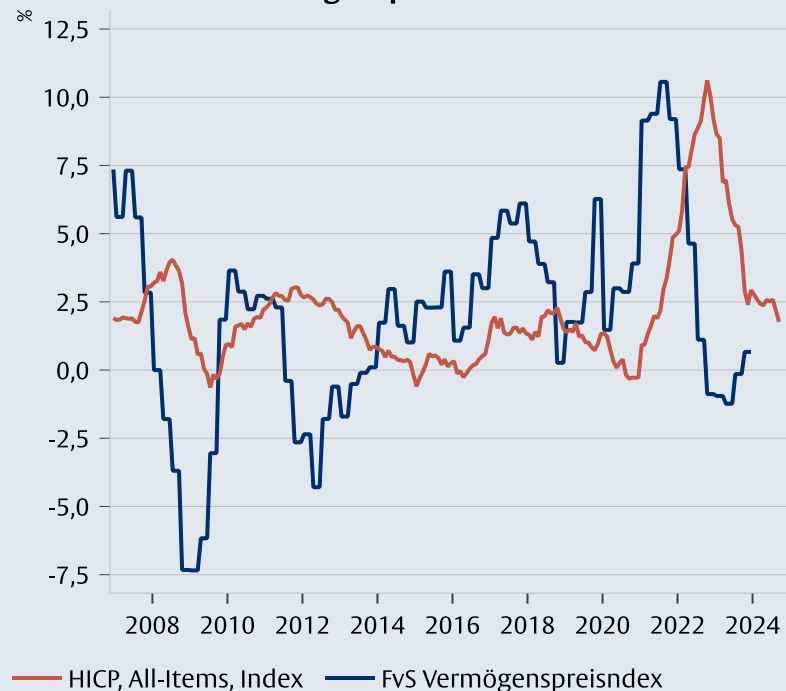
Fokus: Inflation, Zinsen und Konsum über die Zeit

Die Inflation wird üblicherweise anhand eines Verbraucherpreisindex (VPI) gemessen, der die Güter und Dienstleistungen eines repräsentativen Haushalts umfasst. Ziel ist es, die Entwicklung der Lebenshaltungskosten zu erfassen. Der VPI basiert jedoch auf der Annahme, dass Konsumenten am gegenwärtigen Konsum interessiert sind und zukünftige Konsumententscheidungen kaum eine Rolle spielen.

Die meisten Menschen denken bei Konsumententscheidungen auch an die Zukunft. Alchian und Klein (1973) argumentierten in einem einflussreichen Artikel, dass ein Preisindex Vermögenspreise berücksichtigen sollte. Nur so lässt sich erfassen, wie viel Geld nötig ist, um ein konstantes Zufriedenheitsniveau über die Zeit zu sichern.

Denn Vermögenswerte wie Aktien, Anleihen und Immobilien sind für viele Menschen ein entscheidendes Mittel zur Erhaltung der Kaufkraft. Finanzierungskosten sowie Renditen beeinflussen sowohl gegenwärtige als auch zukünftige Konsumententscheidungen und gehören, so Alchian und Klein (1973), zu einer korrekten Erfassung der Lebenshaltungskosten über die Zeit hinweg. Der **FvS Vermögenspreisindex**, der die Entwicklung von Vermögenspreisen in der Eurozone erfasst, zeigt, dass diese bis 2021 deutlich schneller gestiegen sind als die Verbraucherpreise.

Verbraucher vs. Vermögenspreise in der Eurozone



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Eurostat Daten vom 11.10.2024.

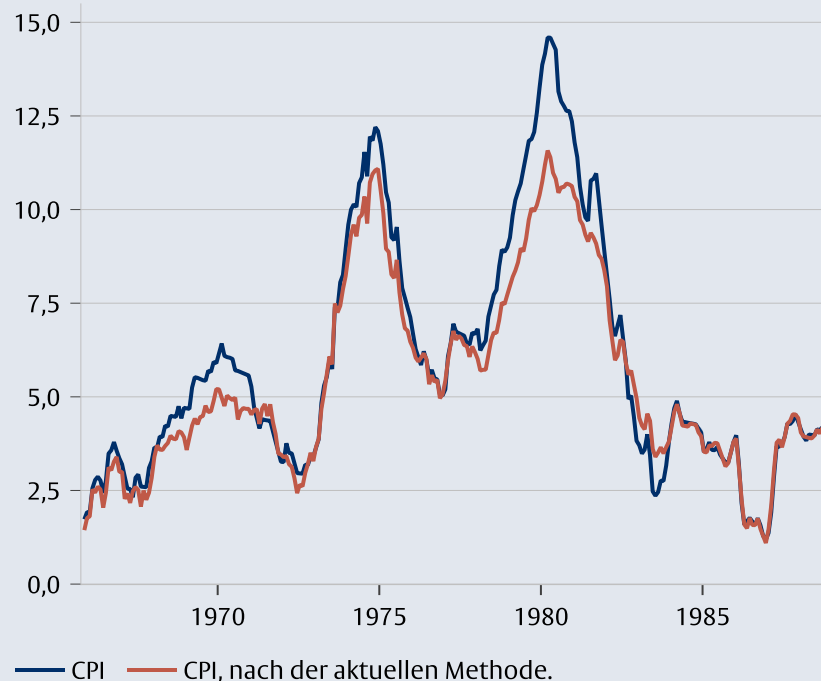


Immobilienpreise und Finanzierungskosten in der Inflationmessung

Alchian und Klein (1973) kritisierten den Verbraucherpreisindex (VPI), der damals auch Immobilienpreise und Finanzierungskosten einbezog. Immobilien waren ein wichtiger Vermögenswert der Amerikaner. Der VPI umfasste sowohl die Kosten für den Vermögenswert „Wohnung“ als auch für die Dienstleistung „Wohnen“. Im Jahr 1983 wurde dieser Ansatz durch das Konzept des „Owner Equivalent Rent“ (OER) ersetzt. Dabei wird die hypothetische Miete berücksichtigt, die ein Hausbesitzer zahlen müsste, wenn er seine Immobilie mieten würde, statt sie zu besitzen. So sollte der VPI die Konsumkosten des Wohnens erfassen, ohne die Wertschwankungen des Immobilienvermögens direkt einfließen zu lassen.

Wenn man die Inflationsraten der 1970er-Jahre nach dem ab 1983 eingeführten Konzept des OER berechnet, lag die Inflationsrate beim Höhepunkt Anfang der 1980er Jahre bei 11 % statt bei fast 15 %. Der Anstieg der Finanzierungskosten soll den VPI in der alten Methode direkt erhöht haben.

Die Inflation der 1970er Jahre war laut aktueller Inflationmessung niedriger



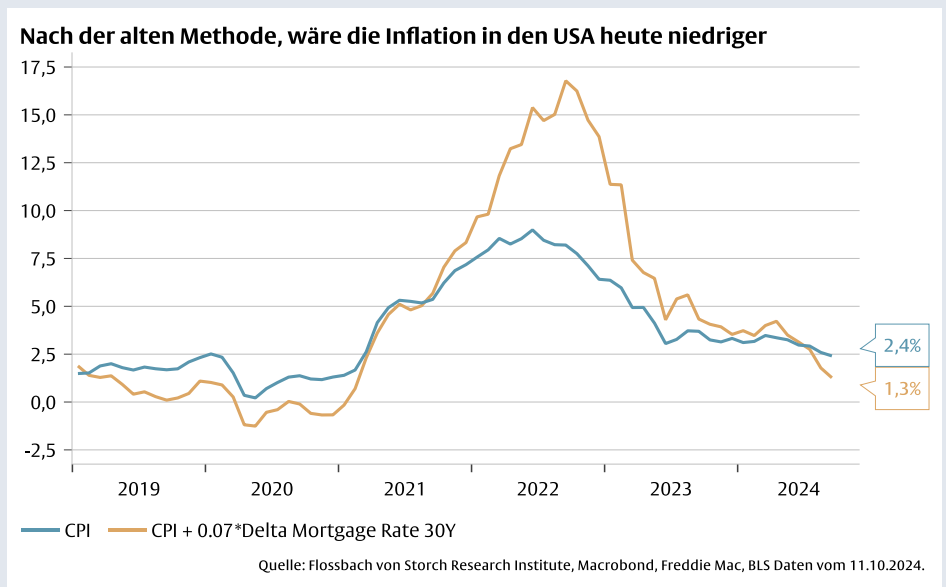
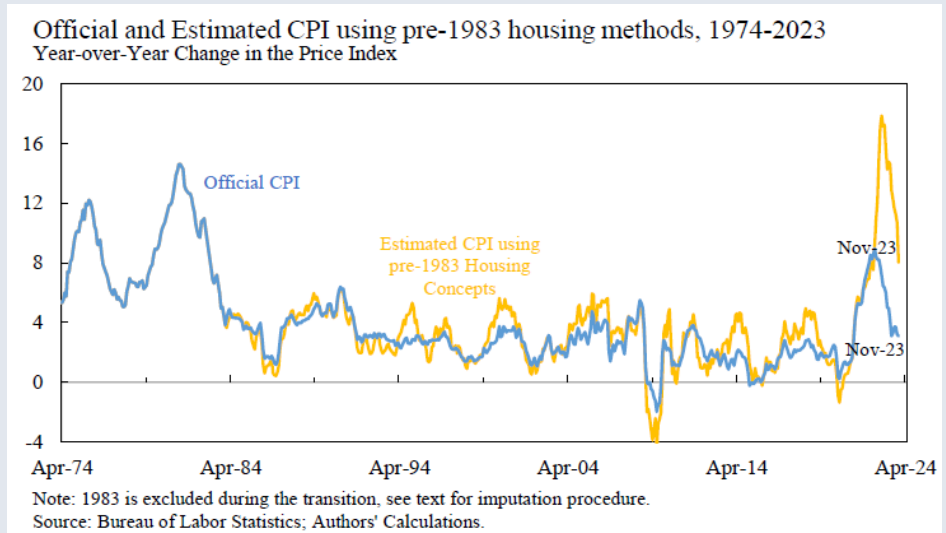
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Bolhuis et. al 2022, BLS. Daten vom 11.10.2024.



Höhere Zinsen können die Inflation direkt beeinflussen

Wenn man die alte Methode beibehalten würde, die Immobilienpreise und Zinszahlungen berücksichtigt, läge der Höhepunkt der jüngsten Inflationswelle nicht bei 8 %, sondern über 16 % (Bolhuis et al., 2024). Der Hauptgrund dafür sind die gestiegenen Finanzierungskosten aufgrund der Leitzinserhöhungen der Fed.

Eine einfache Annäherung an die Inflation nach der alten Methode ist möglich, indem man das Wachstum der 30-jährigen Hypothekenzinsen gewichtet (Cochrane, 2024). Die Inflation sank schnell, als die Fed die Zinserhöhungen pausierte, und ging weiter zurück, als die ersten Zinssenkungen angekündigt wurden.



Fazit

Die Lebenshaltungskosten hängen von den Finanzierungskosten und den Renditen ab, weil Menschen Konsumententscheidungen über die Zeit treffen und der Zins der „Preis der Zeit“ ist (Chancellor, 2022). Berücksichtigt man diese bei der Inflationsentwicklung, wie es teilweise vor 1983 der Fall war, wäre der Inflationshöhepunkt 2022 deutlich höher gewesen und die Inflation könnte heute möglicherweise bereits unter 2% liegen.

Dennoch wäre dies noch weit entfernt von einer umfassenden Messung der Inflation, die auch Vermögenswerte einbezieht, wie von Alchian und Klein (1973) vorgeschlagen. Eine solche Methode würde den Wert der Währung präziser erfassen und damit ein realistischeres Bild der Kaufkraftveränderungen bieten.

Referenzen

Alchian, A. A., & Klein, B. (1973). On a correct measure of inflation. *Journal of Money, Credit and Banking*, 5(1), 173-191.

Bolhuis, M. A., Cramer, J. N., & Summers, L. H. (2022). Comparing past and present inflation. *Review of Finance*, 26(5), 1073-1100.

Bolhuis, M. A., Cramer, J. N., Schulz, K. O., & Summers, L. H. (2024). *The Cost of Money is Part of the Cost of Living: New Evidence on the Consumer Sentiment Anomaly* (NBER Working Paper 32163). National Bureau of Economic Research.

Chancellor, Edward (2022): *The Price of Time*. Allen Lane.

Cochrane, J. H. (2024, March 17). Inflation and the value of money. Blog: *The Grumpy Economist*. <https://www.grumpy-economist.com/p/inflation-and-the-value-of-money>

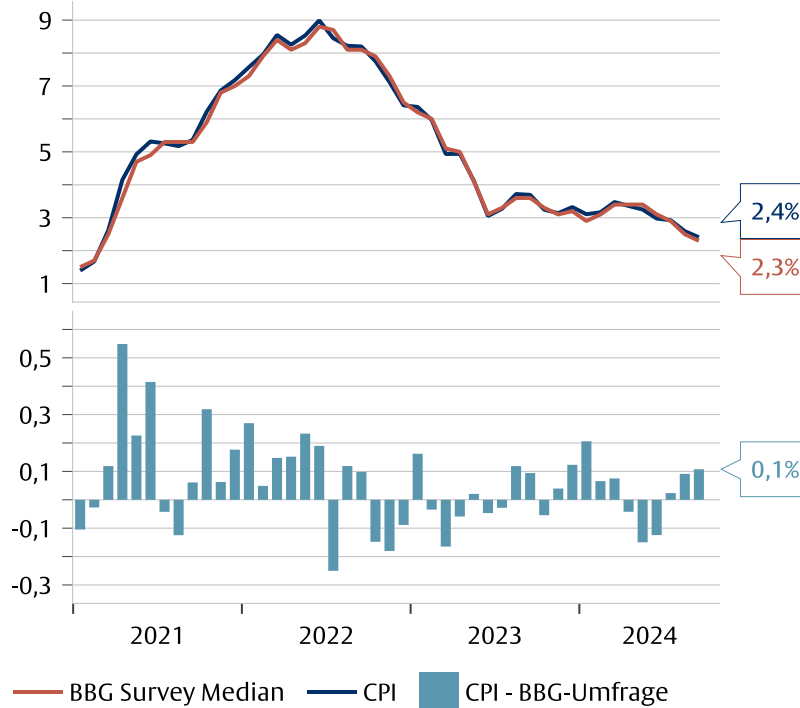


PREISE



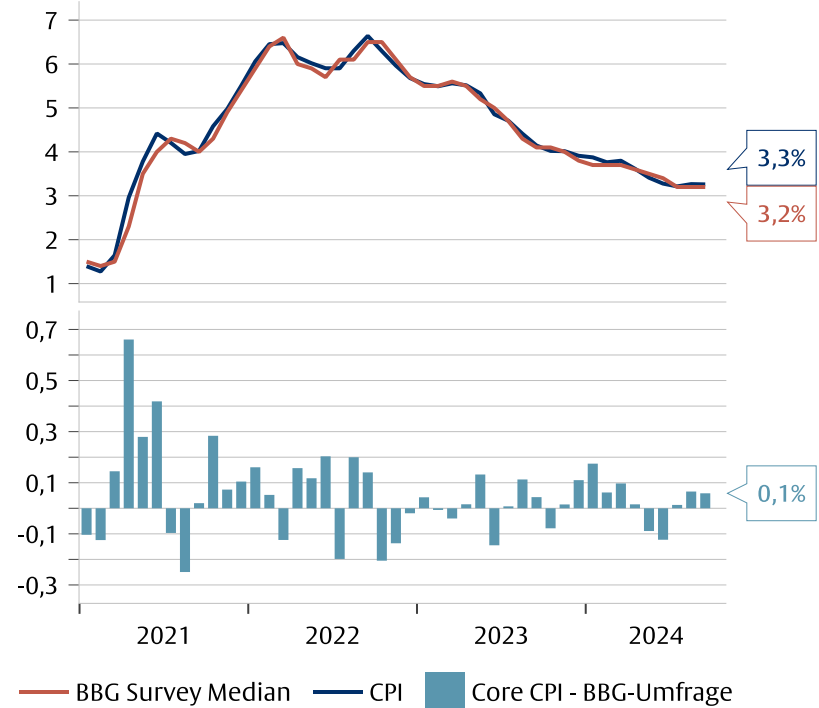
USA: Die Inflationsrate war höher als erwartet

USA Inflation vs Erwartung



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, BLS Daten vom 11.10.2024.

USA Kerninflation vs Erwartung



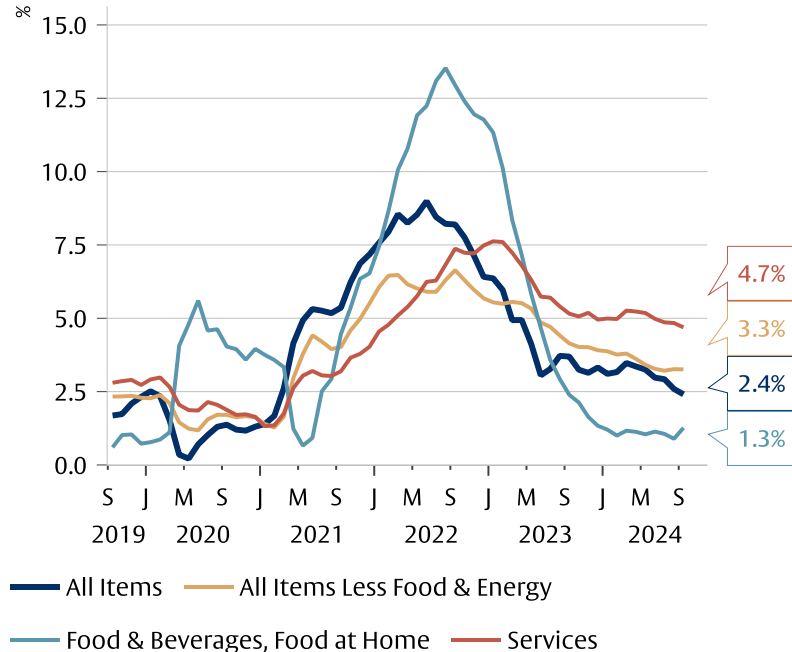
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, BLS Daten vom 11.10.2024.

Im **September** stiegen die **Preise** erneut schneller als erwartet. Der **Verbraucherpreisindex** (CPI) stieg im Vergleich zum Vorjahr um **2,4 %**. Die **Kerninflation** stieg leicht auf **3,3 %**. Die **Inflationsrate** war zum dritten Mal in Folge höher als die **Median-Erwartungen** der Teilnehmer einer monatlichen **Bloomberg-Umfrage**.



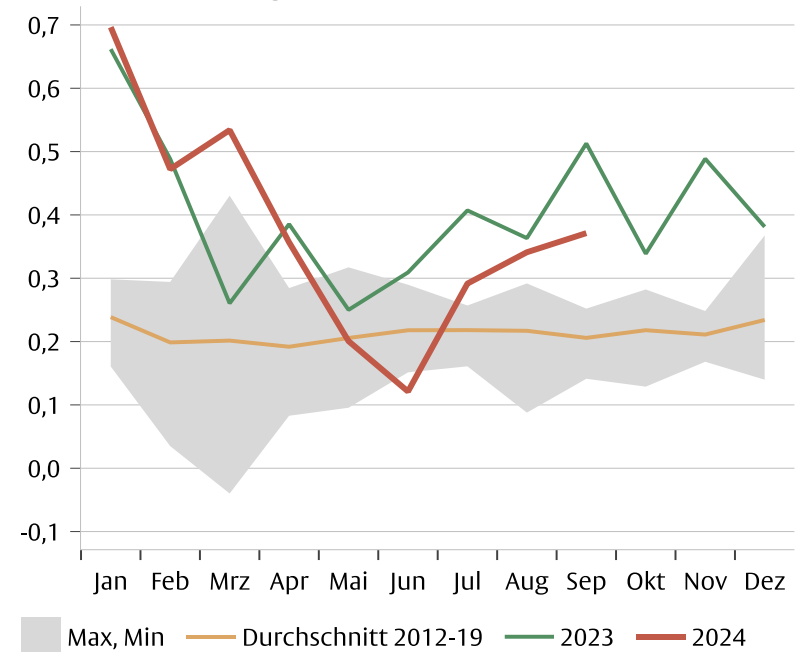
USA: Dienstleistungspreise steigen weiter an ...

United States, CPI & Core CPI



Source: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond,
U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS).
Data: 10/11/2024

USA, Dienstleistungen



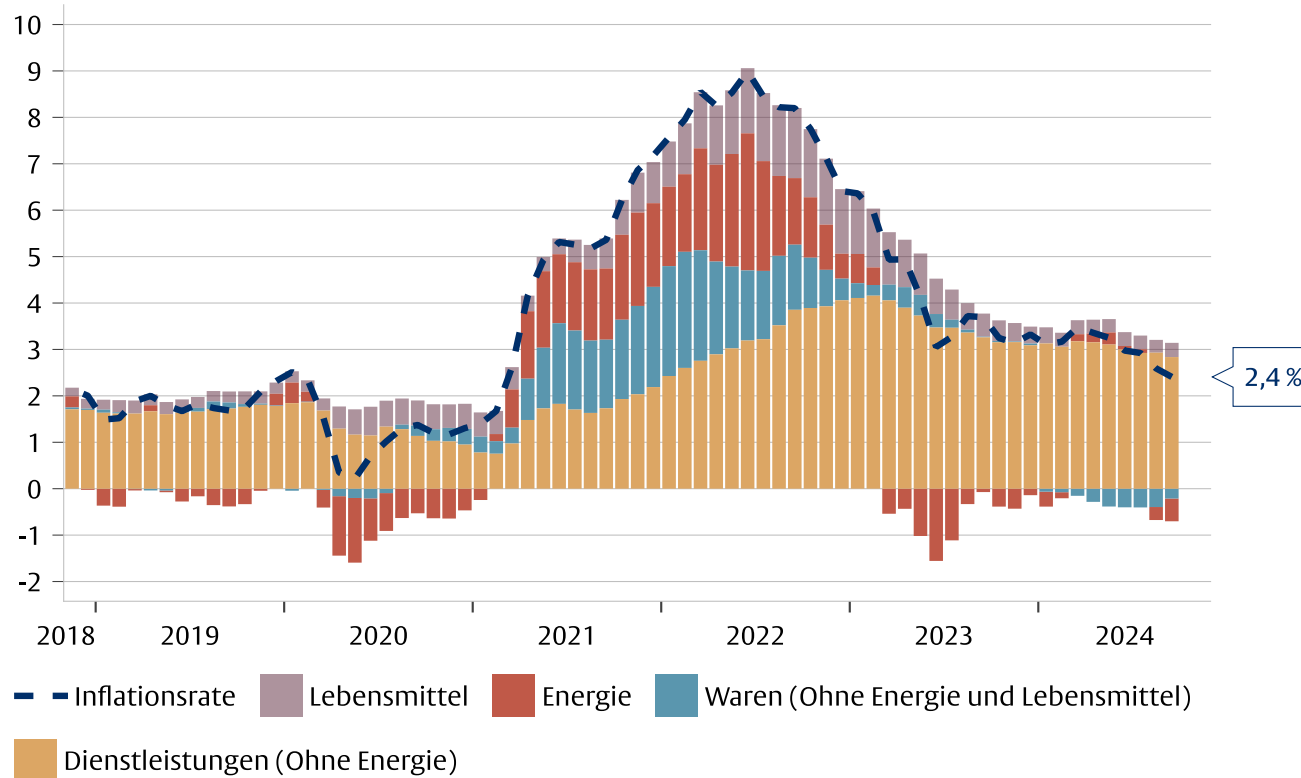
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond,
U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS).
Daten vom 11.10.2024

Im Dienstleistungssektor hielt der Inflationsdruck mit 4,7 % jährlichem Zuwachs an. Die monatliche Veränderung war höher als in allen September-Monaten der letzten 12 Jahre.



... und tragen am stärksten zur Inflation bei

USA, Beitrag zur Inflationsrate: Dienstleistungen vs Waren



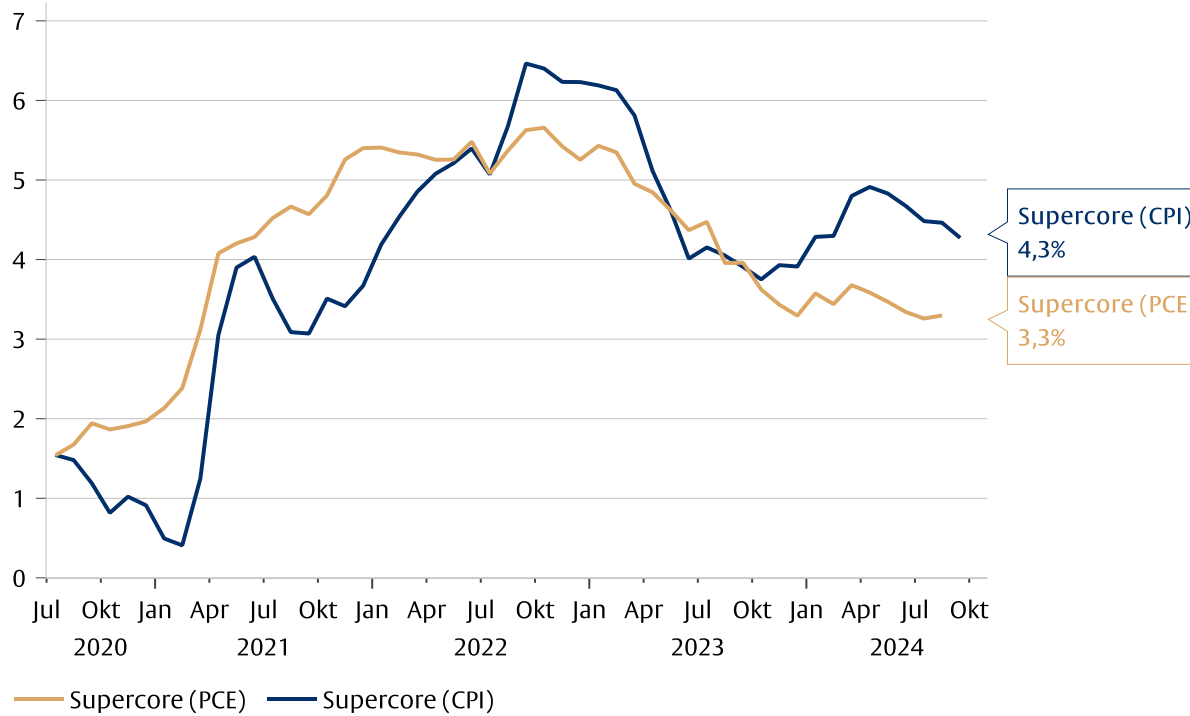
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS). Daten vom 11.10.2024.

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



USA: Supercore-Inflation bleibt hoch

USA: Supercore-Inflation, YoY%

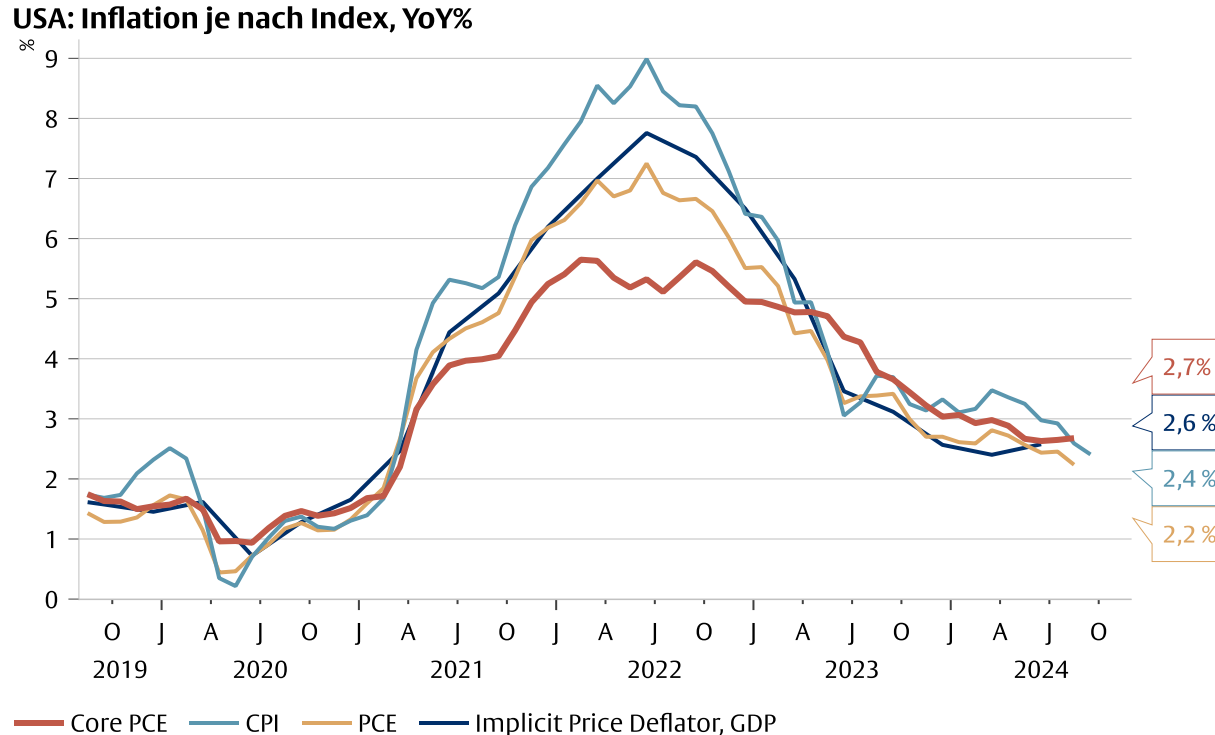


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS). Daten vom 11.10.2024.

Supercore wird als der **Dienstleistungspreisindex** ohne Energie und Wohnkosten definiert. Basierend auf dem CPI-Index fiel die **Jahresrate** der Supercore-Inflation im September leicht auf 4,3 % zurück. Gemessen am PCE-Index blieb 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

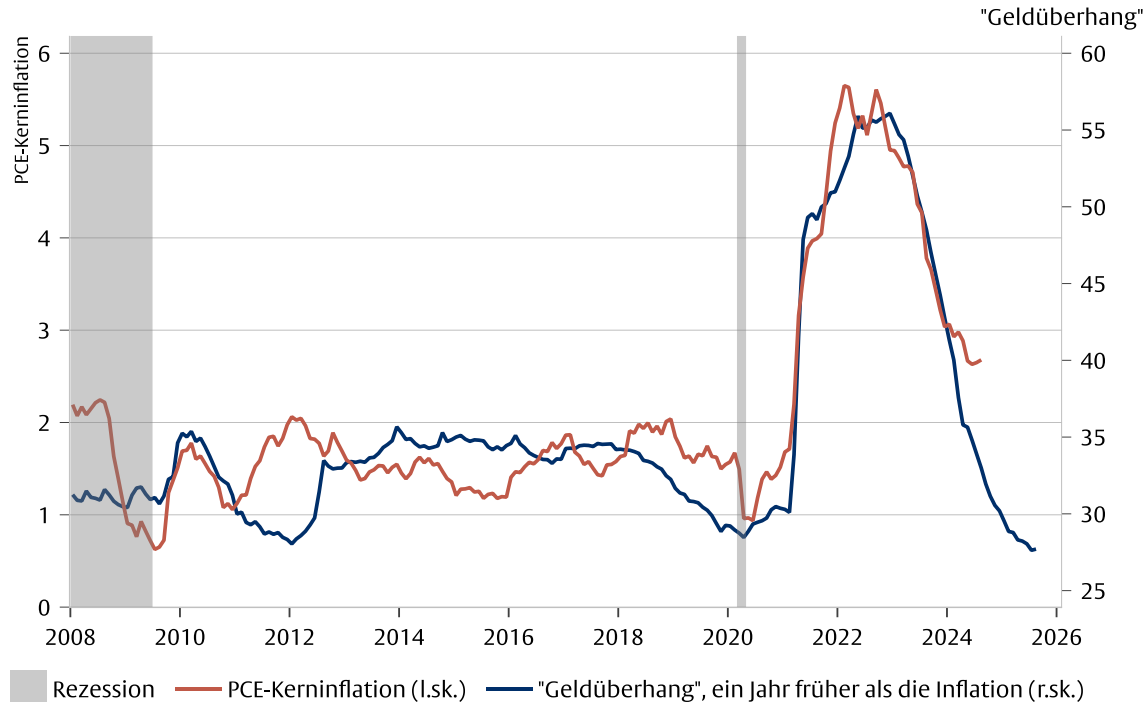


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Bureau of Economic Analysis (BEA), U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS).
Daten vom 11.10.2024.

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



Die Inflation folgt dem „Geldüberhang“



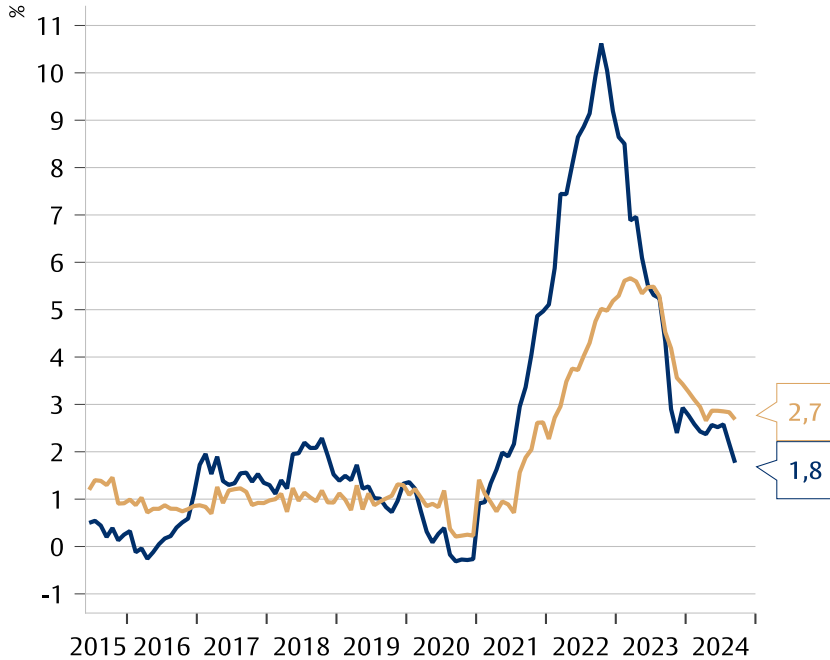
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Fed, BEA, NBER Daten vom 11.10.2024.

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 weiter zurück

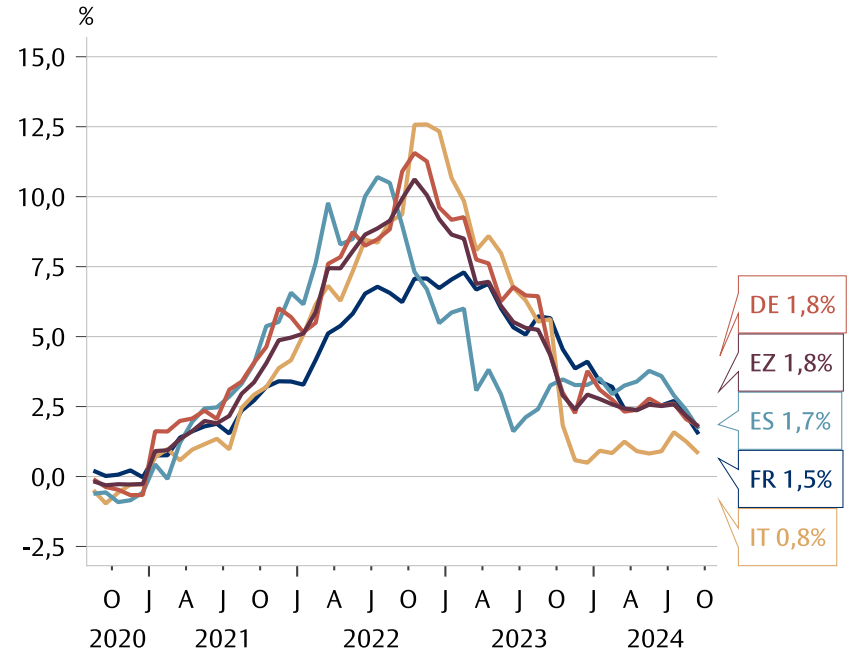
Inflation und Kerninflation in der Eurozone



— Eurozone, Kern-Inflation — Eurozone, Inflation

Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Eurostat. Daten vom 11.10.2024.

Inflation in der Eurozone (HVPI, YoY%)



— FR — IT — ES — DE — EZ

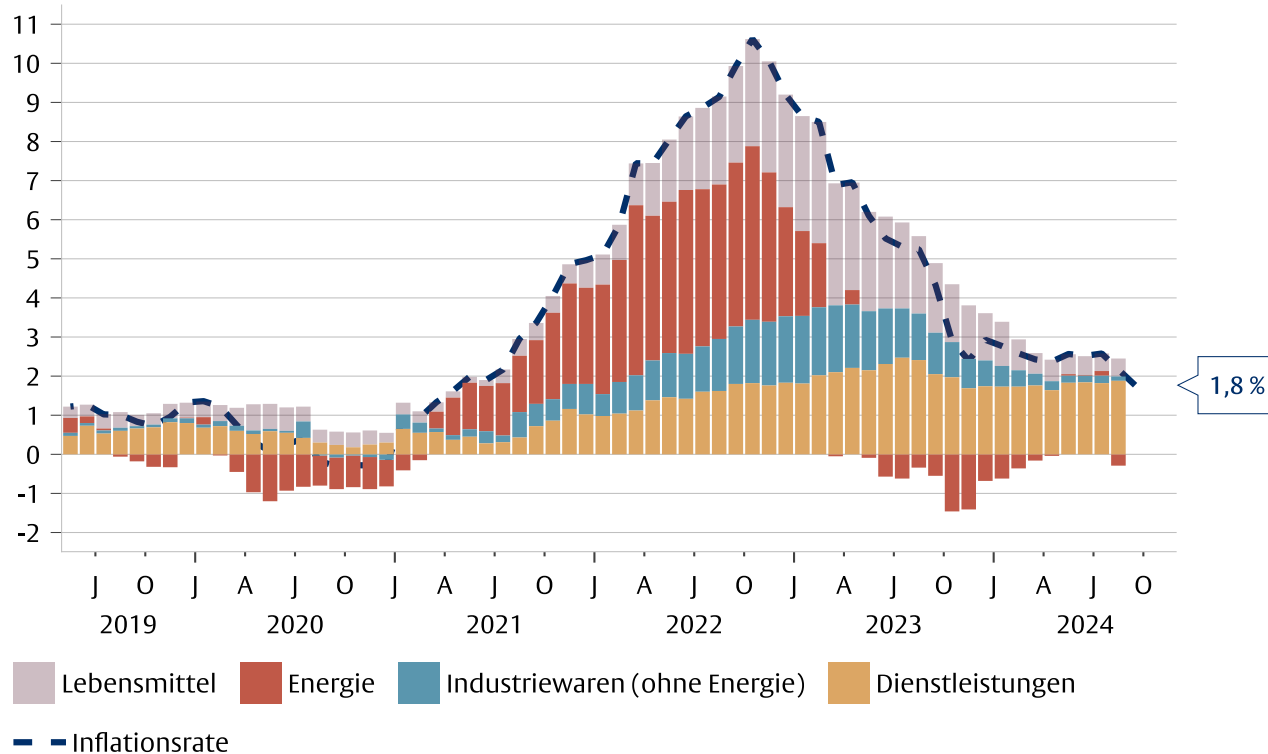
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, nationale statistische Ämter. Daten vom 11.10.2024

Im September stieg der **harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI)** der Eurozone um 1,8 % im Jahresvergleich. Der **Kern-HVPI** stieg um 2,7 %. Die Inflationsraten der größten vier Länder der Eurozone lagen unter dem Inflationsziel von 2 %.



Inflation in der Eurozone

Eurozone: Beitrag zur Inflation



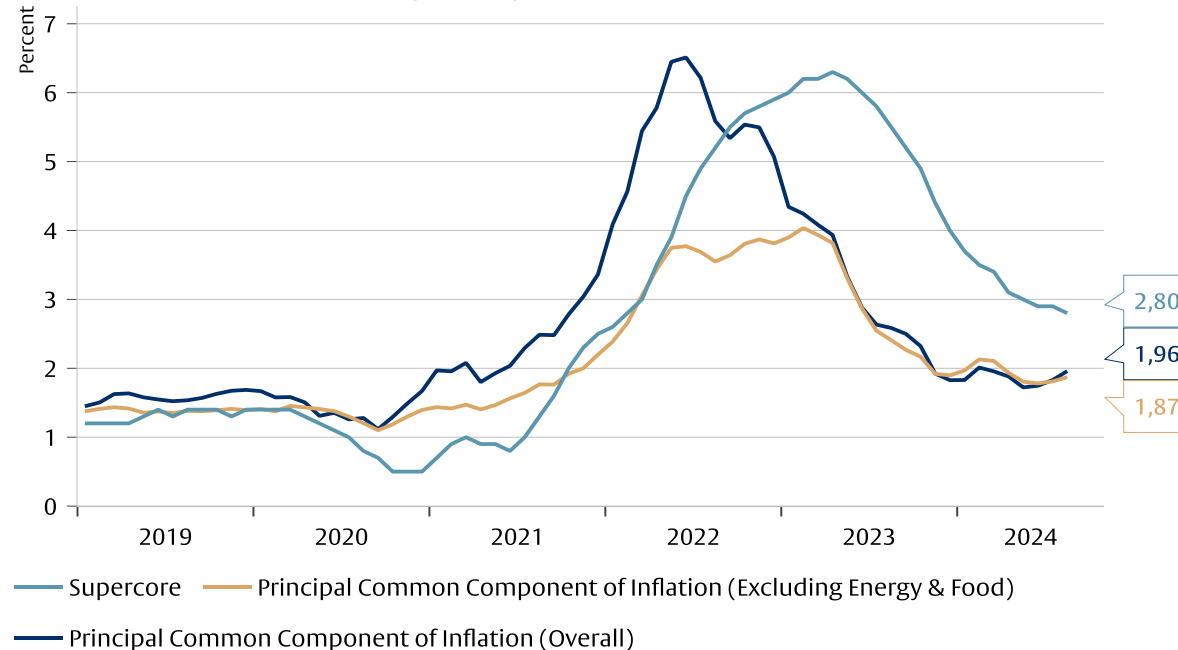
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Eurostat. Daten vom 11.10.2024.

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



Die Kern-Inflation in der Eurozone sinkt

Euro Area, ECB, Consumer Price Index (HICP), Institution Originating the Data: ECB, Special Series, 3 Month Moving Average



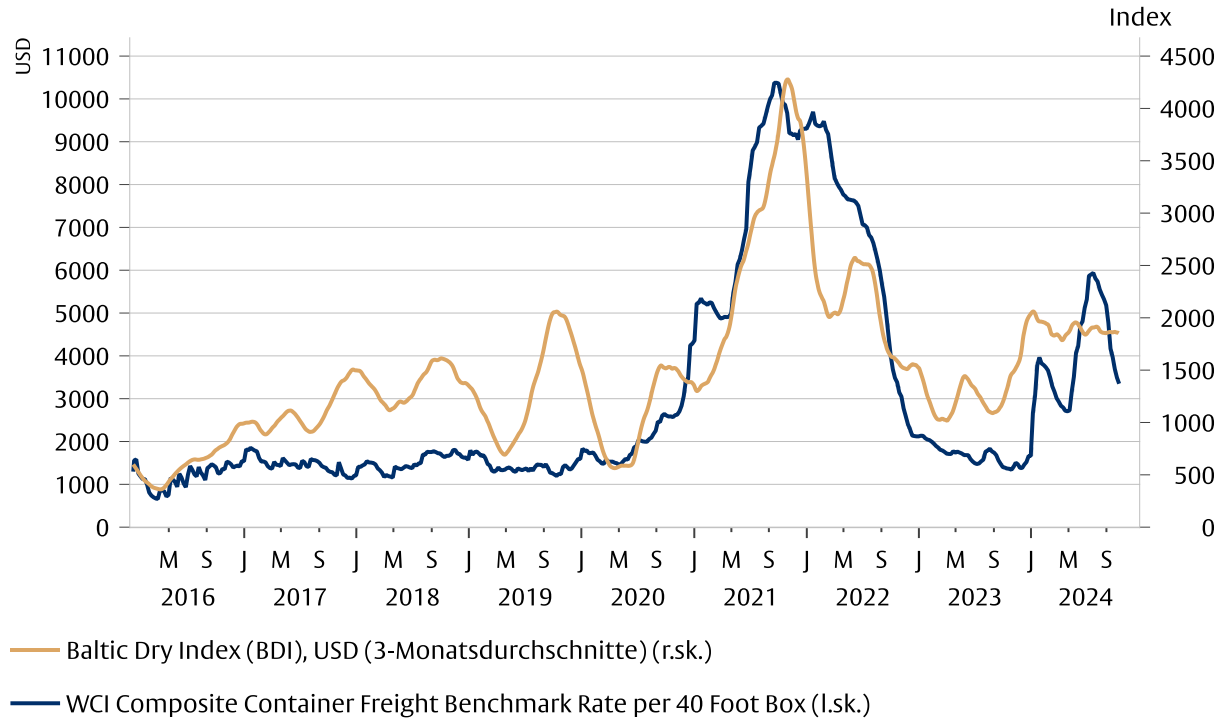
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, ECB (European Central Bank). Daten vom 11.10.2024.

Die "**Supercore**"-Inflation, die nur Waren betrachtet, die sich **nicht mit dem Konjunkturzyklus** bewegen, lag im August bei 2,8 %. 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 liegt leicht unter dem 2 %-Ziel der EZB.



Die Seefrachtkosten bleiben teuer und volatil

Seefrachtkosten



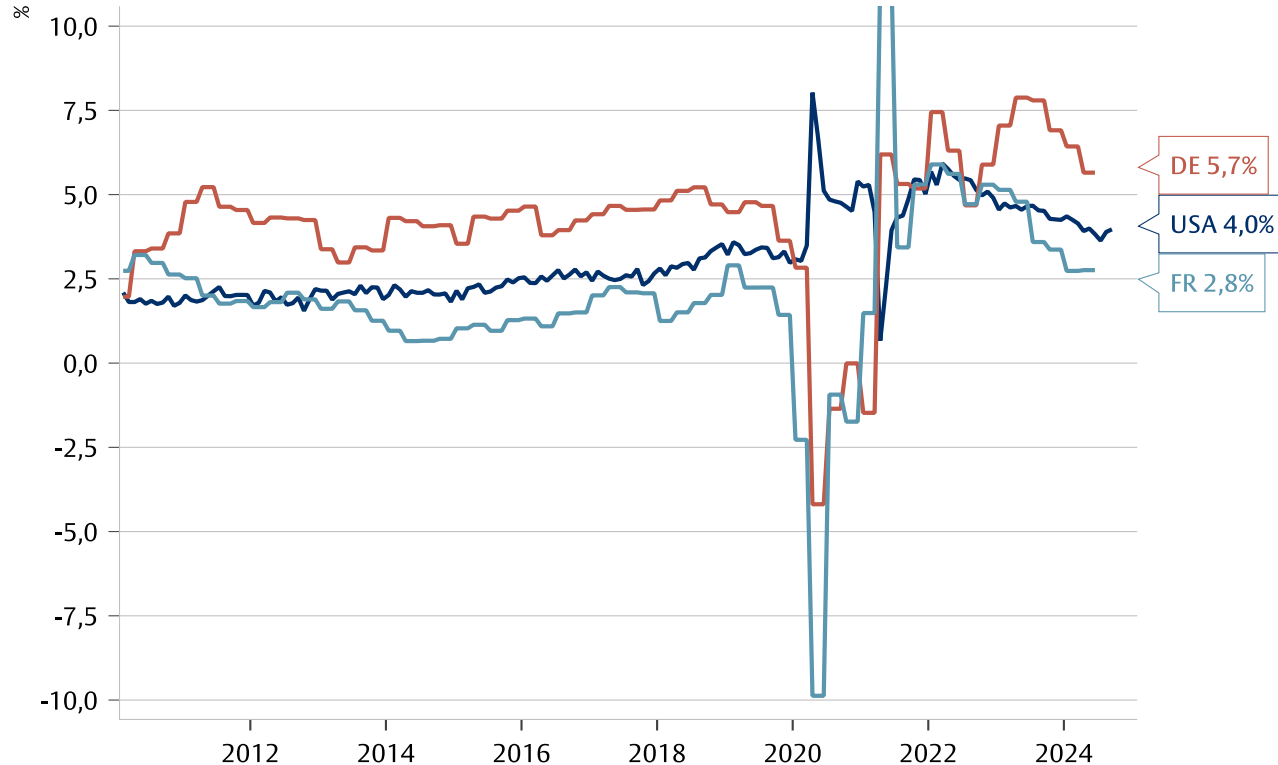
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Drewry Shipping Consultants Ltd, Baltic Exchange. Daten vom 11.10.2024.

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 Nominallöhne steigen in Deutschland am schnellsten

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



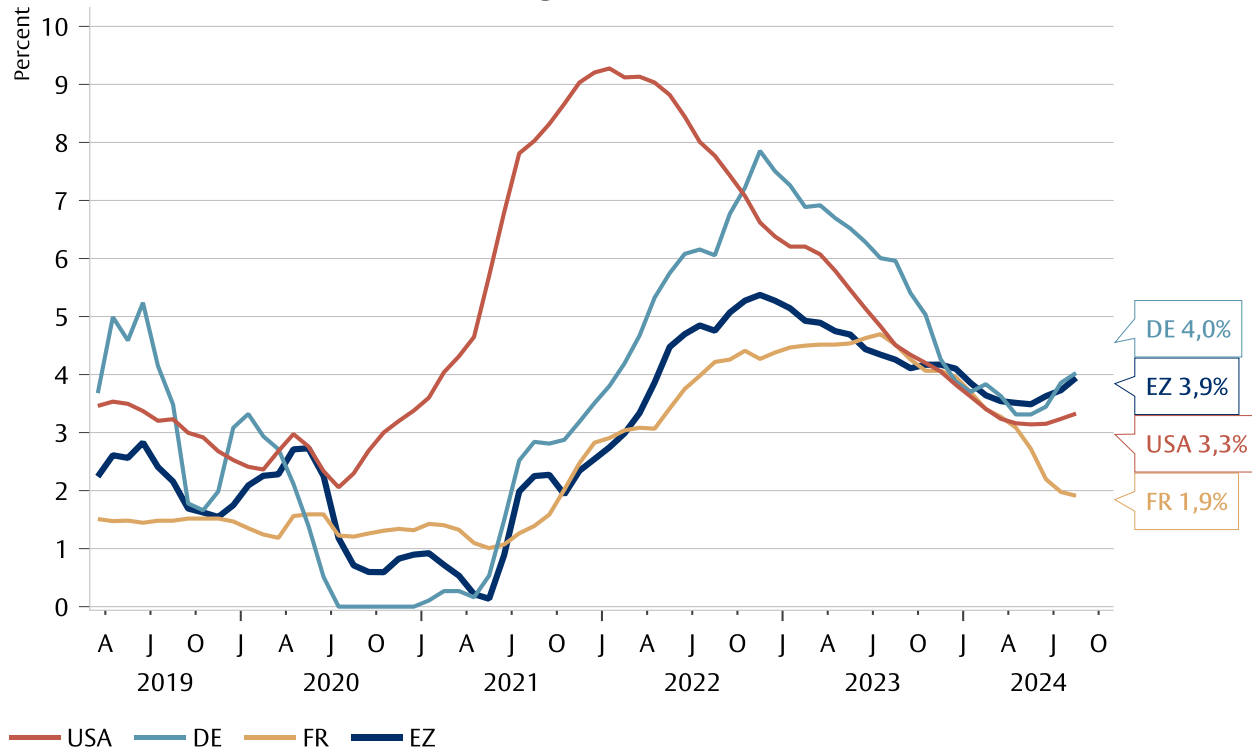
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, BLS, DESTATIS, INSEE Daten vom 11.10.2024.

Im September stiegen die durchschnittlichen **Stundenlöhne** in den **USA** um 4 % im Jahresvergleich, erneut 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.



... und in letzter Zeit sogar schneller

Nominallohnwachstum- Indeed Hiring Lab

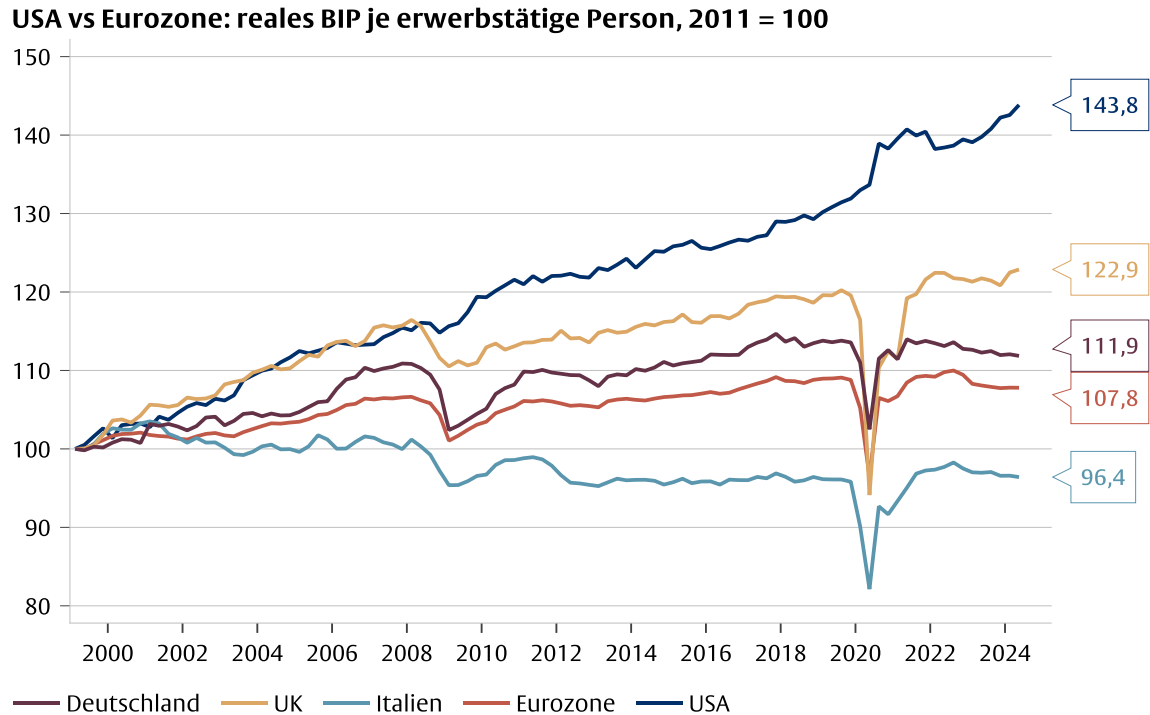


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Indeed Hiring Lab. Daten vom 11.10.2024.

Der „Wage Tracker“ von Indeed Hiring Lab zeigte ein erneut **steigendes Medianlohnwachstum** in der Eurozone. Im August betrug die **Veränderungsrate 3,9 %** in der Eurozone, **4 %** in **Deutschland** und **1,9 %** in **Frankreich**. Nur in Frankreich war das **Lohnwachstum deutlich schwächer** als in den Vormonaten.



Die Produktivität wächst in den USA am stärksten

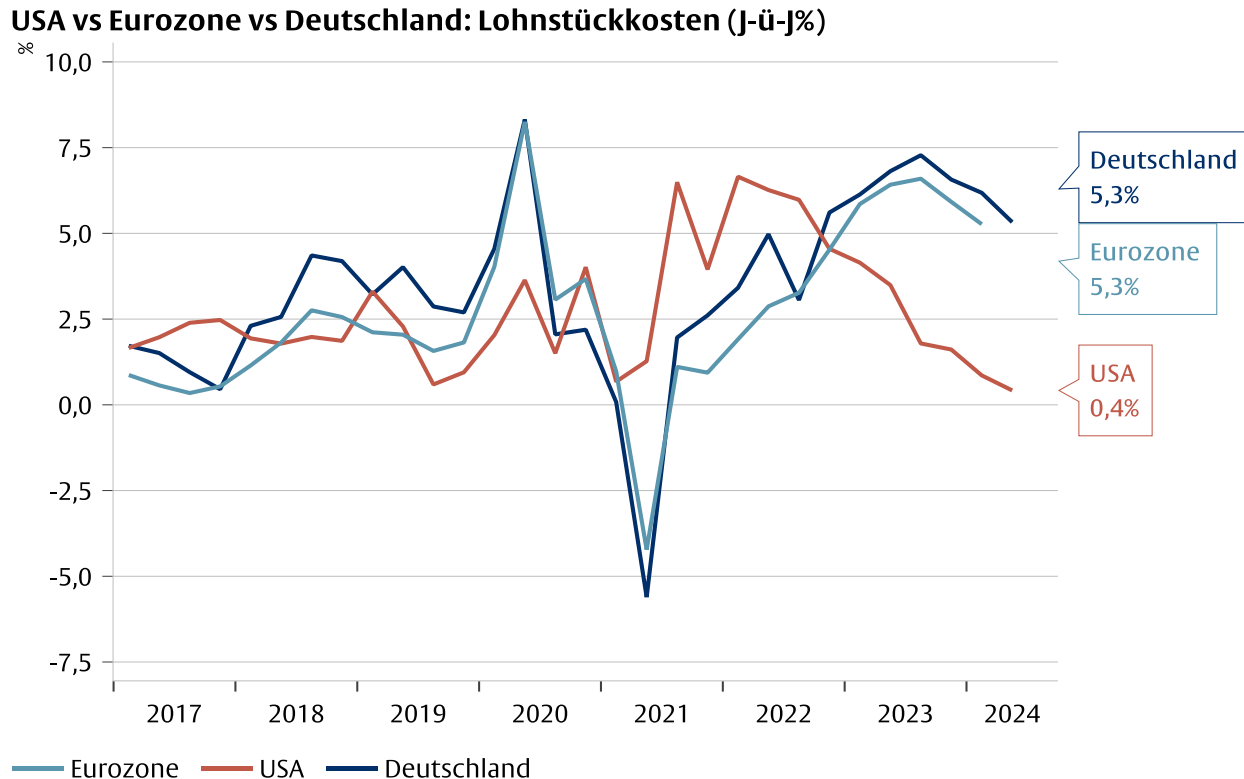


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, BLS, BEA, Eurostat, DESTATIS, Istat, ONS Daten vom 11.10.2024.

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.



Die Lohnstückkosten steigen langsamer in den USA



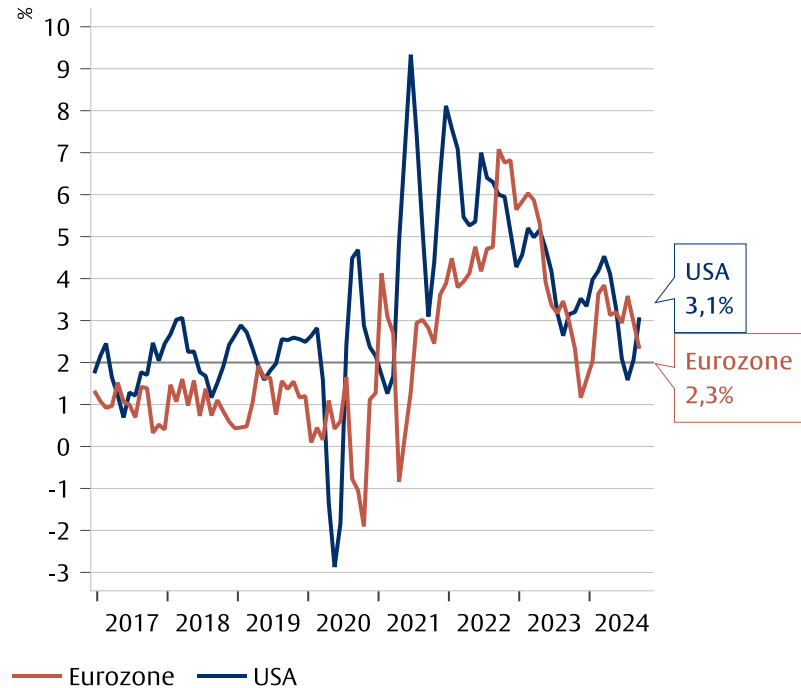
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, DESTATIS, BLS, ECB, ONS Daten vom 11.10.2024.

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.



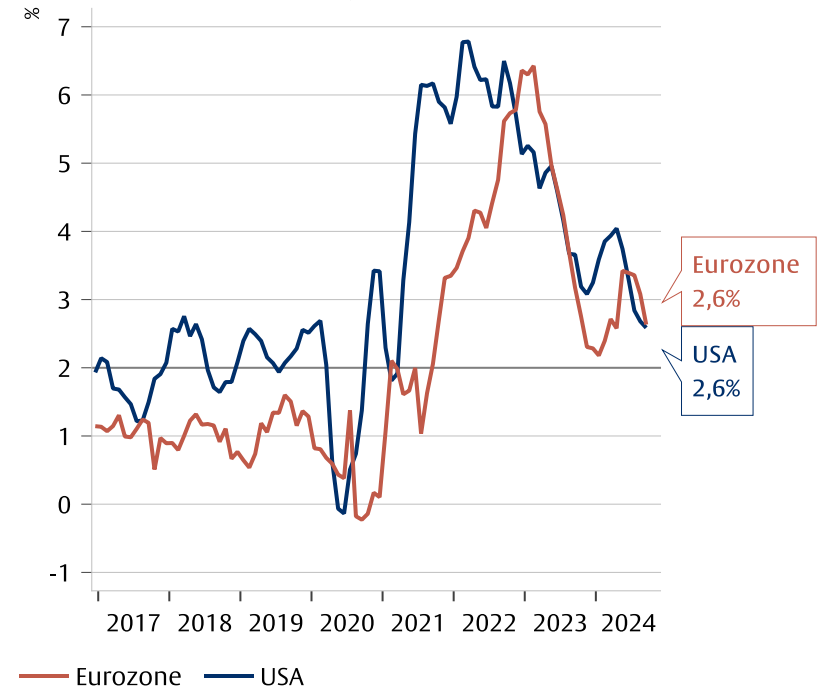
USA & Eurozone: der Inflationsdruck lässt kaum nach

Kerninflation: 3-Monate, annualisiert



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, ECB, BLS Daten vom 11.10.2024.

Kerninflation: 6-Monate, annualisiert



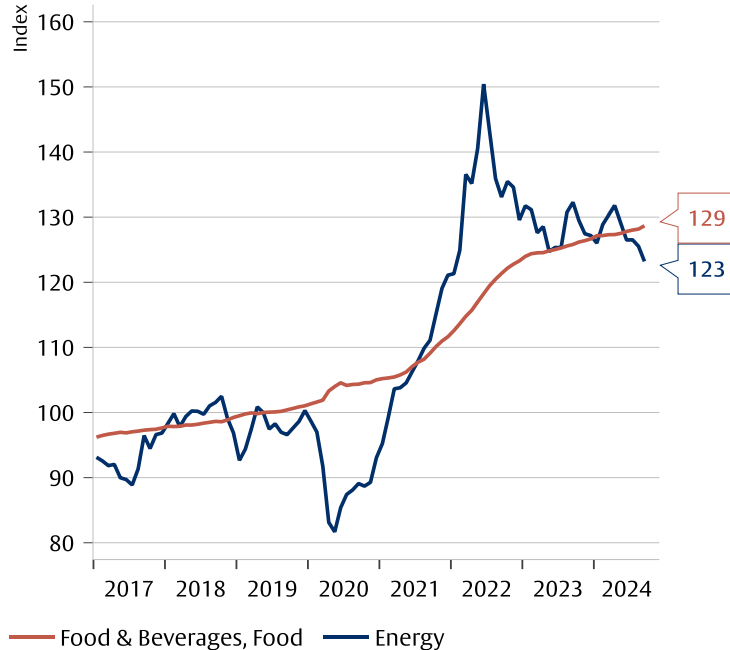
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, ECB, BLS Daten vom 11.10.2024.

Die **3-Monats-** und **6-Monats-annualisierten Kern-Inflationsraten** ermöglichen eine Betrachtung des kurzfristigen **Inflationsdrucks**. Beide bleiben weiterhin über dem **2 %-Inflationsziel**.



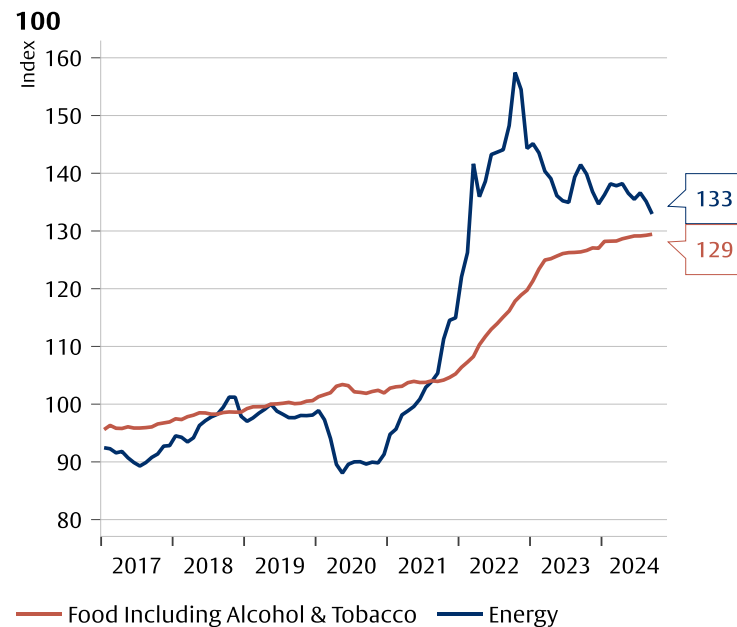
Lebensmittel und Energie sind deutlich teurer

USA: Lebensmittel- und Energiepreise, 05.2019 = 100



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, BLS Daten vom 11.10.2024.

Eurozone: Lebensmittel- und Energiepreise, 05.2019 = 100



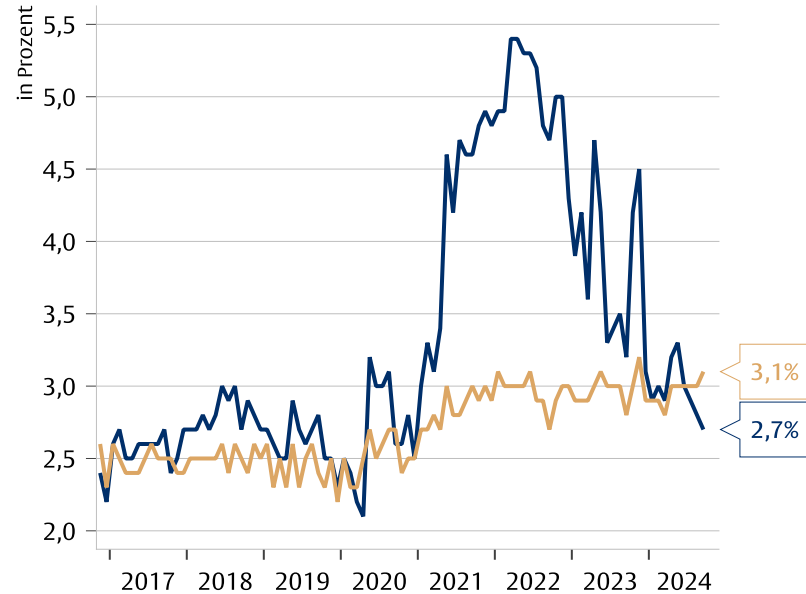
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Eurostat Daten vom 11.10.2024.

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 **Wohltandswahrnehmung** der Menschen und ihr **Wahlverhalten**. Energie und Lebensmittel sind im Vergleich zu Mai 2019 zwischen 23 % und 33 % teurer. In den letzten Monaten sind die **Energiepreise** leicht zurückgegangen.



Volatile Inflationserwartungen

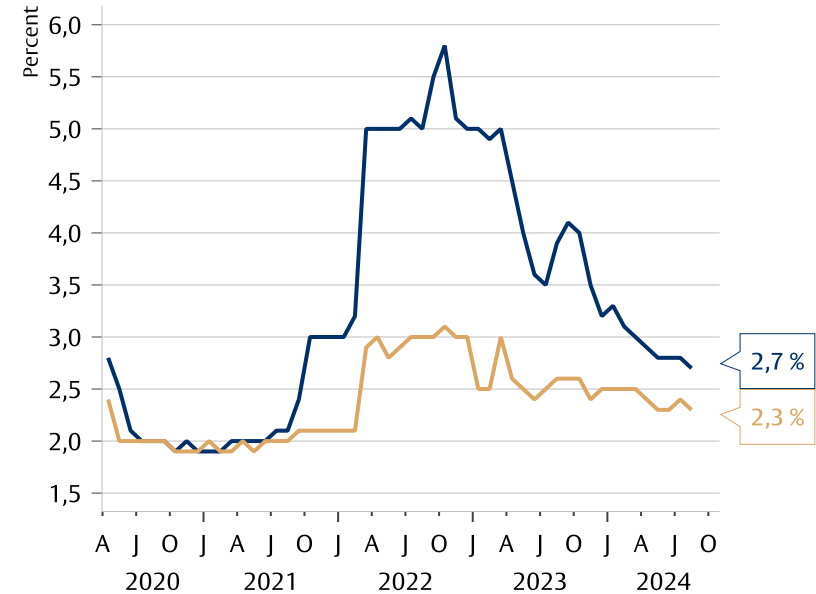
USA: Inflationserwartungen der Konsumenten: 1 vs 5 Jahre



— in einem Jahr — in fünf Jahren

Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, University of Michigan.
Daten vom 11.10.2024

Eurozone: Inflationserwartung der Konsumenten (Median)



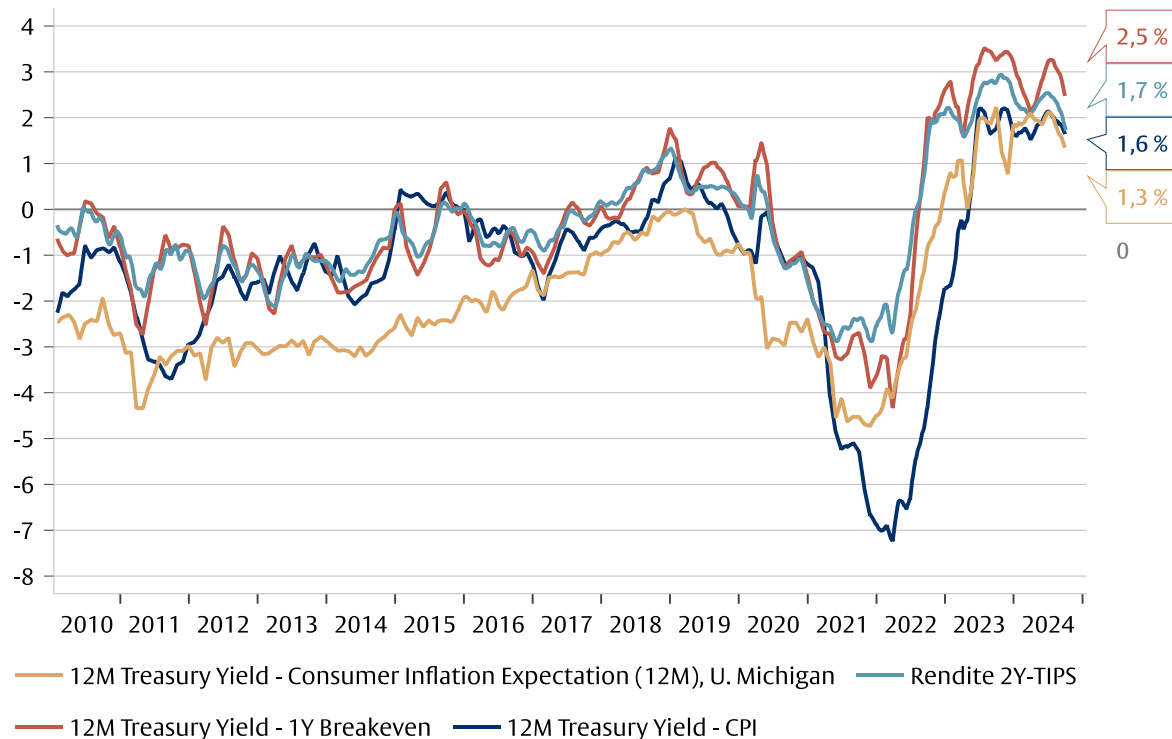
— in einem Jahr — in drei Jahren

Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, ECB (European Central Bank).
Daten vom 11.10.2024

Im September stiegen in den **USA** die **Inflationserwartungen** der Konsumenten für die kommenden **fünf Jahre** auf **3,1 %** und für die nächsten **zwölf Monate** gingen sie auf **2,7 % zurück**. In der **Eurozone** lagen die Erwartungen für das **kommende Jahr** bei **2,7 %** und für die nächsten **drei Jahre** bei **2,3 %**.



USA: Wo ist der Realzins?



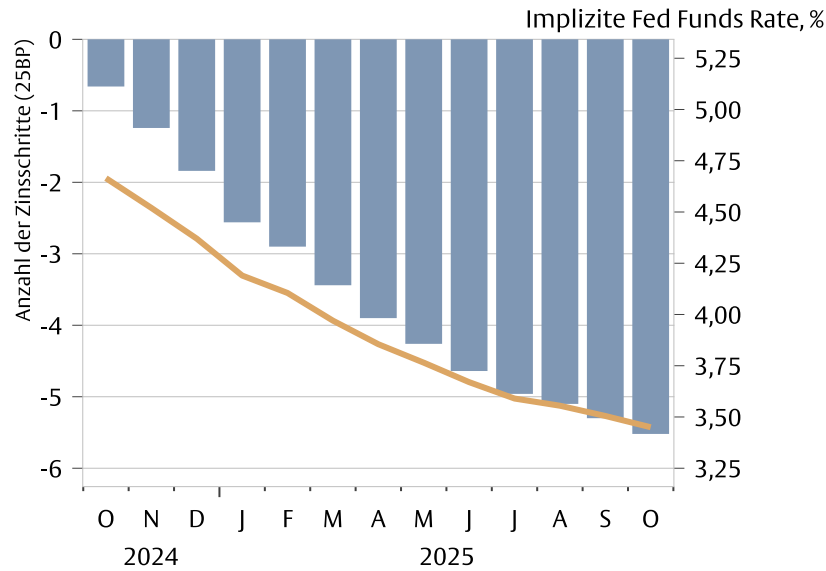
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Fed, BLS, U.S. Treasury, University of Michigan Daten vom 11.10.2024.

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 **1,3 % 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 1,7 %**.



Mehrere Zinssenkungen bis Ende des Jahres eingepreist

US FED: erwartete Zinssenkungen

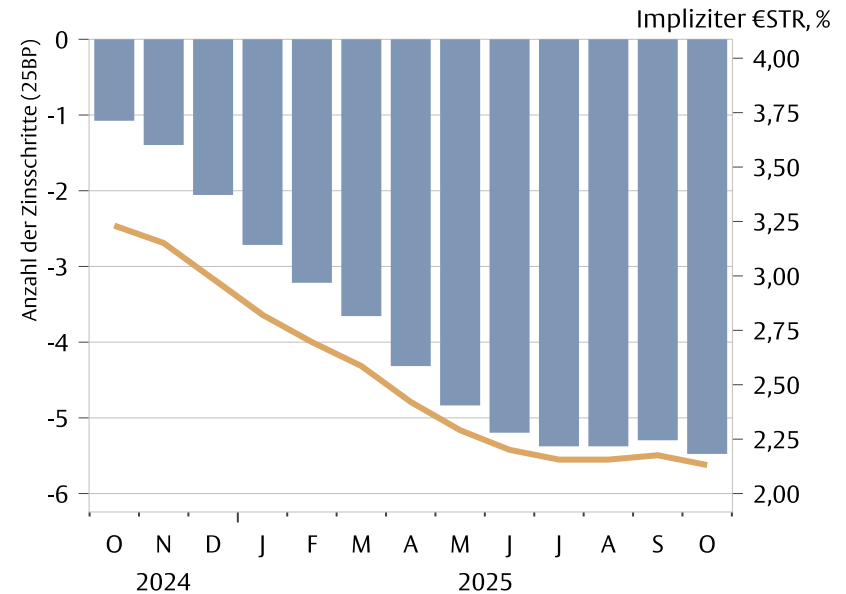


Implied effective fed funds rate (r.sk.)

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

Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, CME Group, New York Fed
Daten vom 11.10.2024.

EZB: Erwartete Zinssenkungen



Implied effective ECB rate (r.sk.)

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

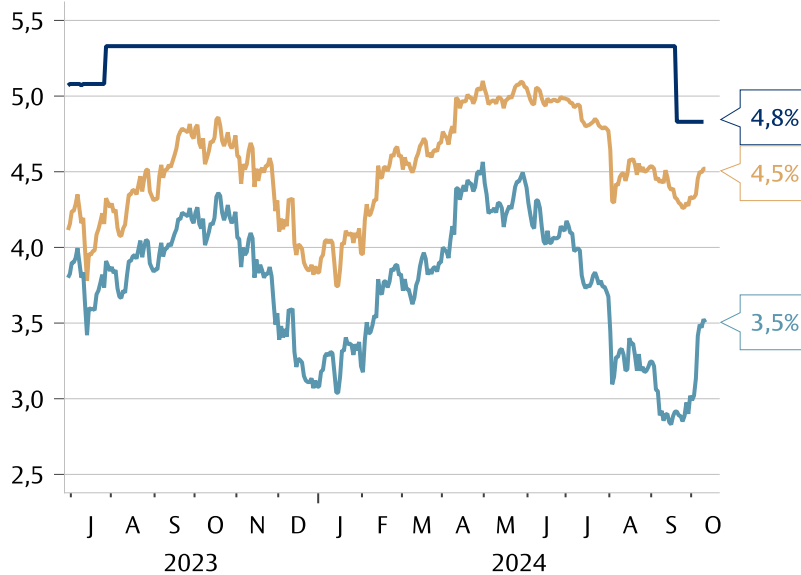
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, ICE, ECB Daten vom 11.10.2024.

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



Volatile Zinssenkungserwartungen

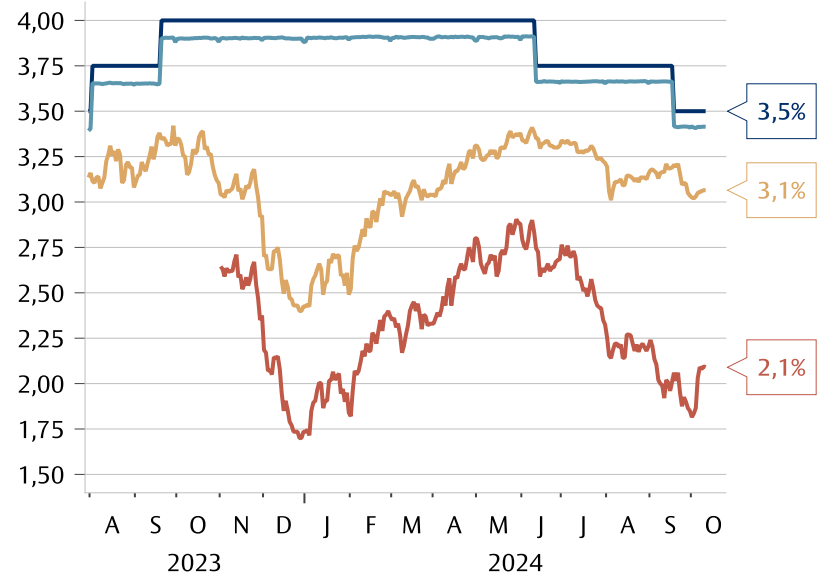
Erwarteter vs aktueller Fed Funds Rate



— Fed Funds Effective rate — 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 11.10.2024.

Erwarteter €STR vs Einlagefazilität der EZB



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

Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, ECB (European Central Bank), Intercontinental Exchange (ICE). Daten vom 11.10.2024.

Die **Zinserwartungen** auf den Futures-Märkten sind **volatil**. Seit letzter Woche sind in den USA bis Dezember Zinssenkungen von 25 Basispunkte eingepreist und bis Oktober 2025 von 125 Basispunkte, deutlich weniger als vor zwei Wochen. In der **Eurozone** werden für Dezember 2024 **eins bis zwei** 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.

