

Flossbach von Storch  
RESEARCH INSTITUTE



# Konjunkturbericht

Pablo Duarte

März 2024



# Einleitung

Im März wuchs die **US-Wirtschaft weiter**, das **Konsumklima** blieb optimistisch und der **Arbeitsmarkt stark**. In der **Eurozone** stagnierte das Wachstum, und Unternehmen meldeten steigende Zins- und Lohnkosten. In **China** gab es leichte Erholungssignale. Das **Konsumentenvertrauen** blieb trotzdem historisch niedrig, und die Zahl der **Neubauprojekte** sank weiter.

Der **Inflationsdruck**, insbesondere bei **Dienstleistungen**, blieb in den **USA** und der **Eurozone** hoch. **Dieser Druck** dürfte dank weiter stark steigender Löhne bestehen bleiben.

In diesem Monat legen wir einen besonderen **Fokus** auf **Zombieunternehmen** und ihre Folgen für die **Produktivität** einer Volkswirtschaft. Wir vermuten, dass die größere Rolle des Staates in der Eurozone dazu führt, dass **Zombieunternehmen** die Gesamtproduktivität der Eurozone stärker als in den USA beeinträchtigen.

**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>Eurozone: Finanzbedingungen</u>	<u>10</u>
<u>USA: Arbeitsmarkt &amp; Privater Konsum</u>	<u>13</u>
<u>China</u>	<u>22</u>
<u>Fokus: Zombies und Produktivität</u>	<u>26</u>
<u>Preise</u>	<u>31</u>



# REALWIRTSCHAFT



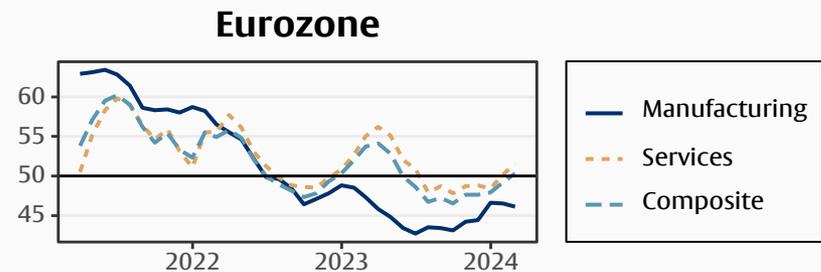
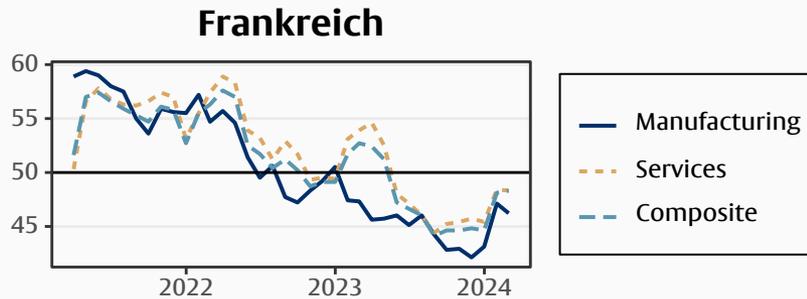
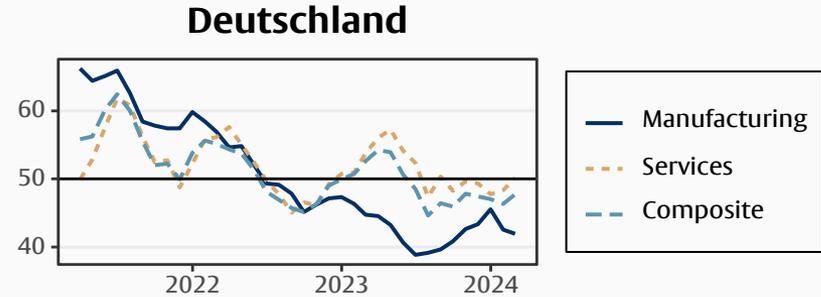
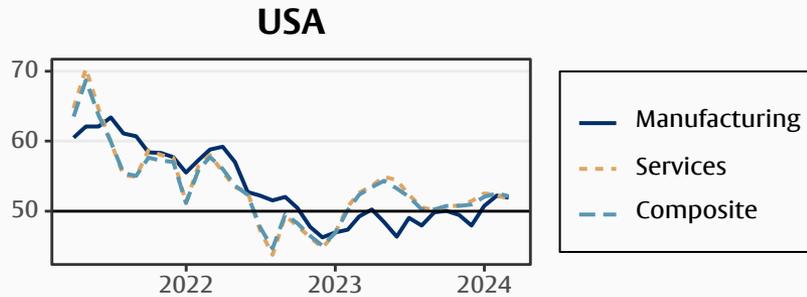
# No Landing?



Quelle: Generiert durch ChatGPT



# Die USA wachsen und die Eurozone stagniert

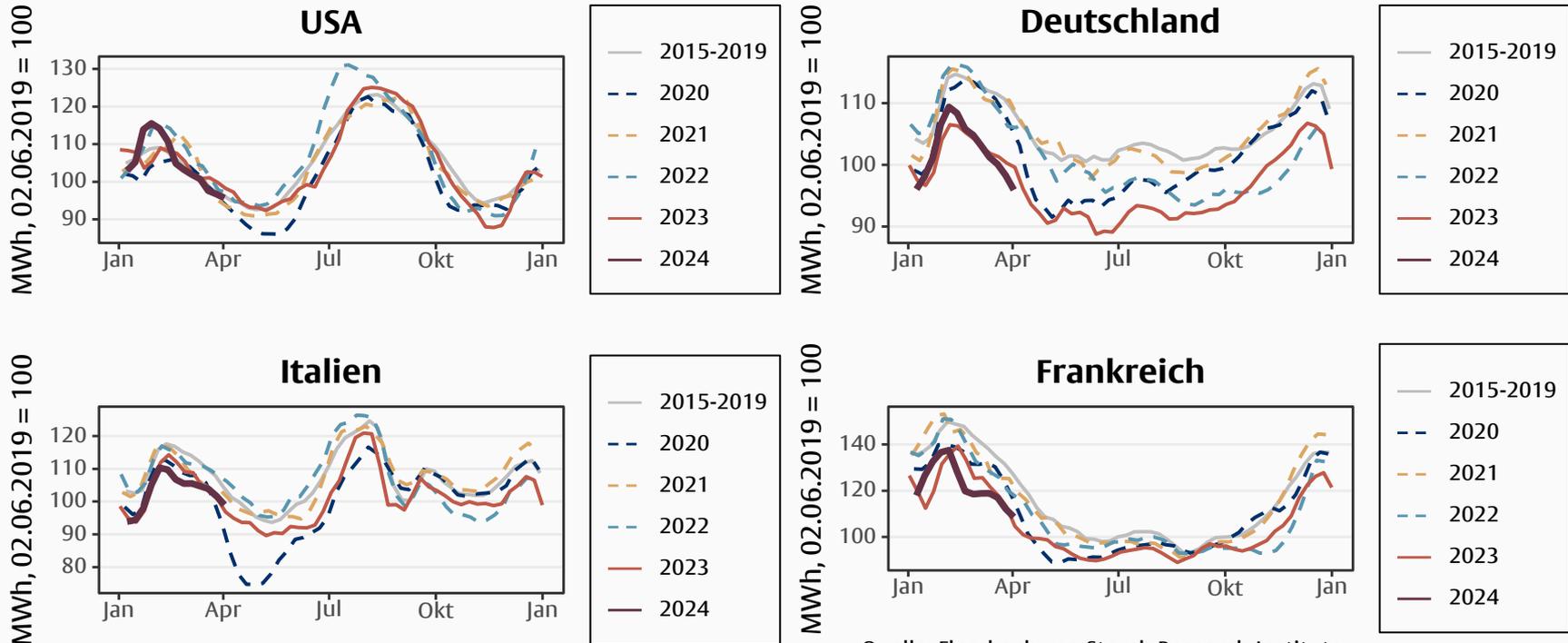


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, S&P Global

Im März erholten sich die **Einkaufsmanagerindizes (PMI)** in den **USA**. Sowohl das verarbeitende Gewerbe als auch der Dienstleistungssektor sind gewachsen. Das **verarbeitende Gewerbe** in der gesamten Eurozone schrumpfte weiter während der **Dienstleistungssektor** sich leicht erholte. In **Deutschland** ging der Index des verarbeitenden Gewerbes weiter zurück.



# Der Stromverbrauch bleibt niedrig in der Eurozone

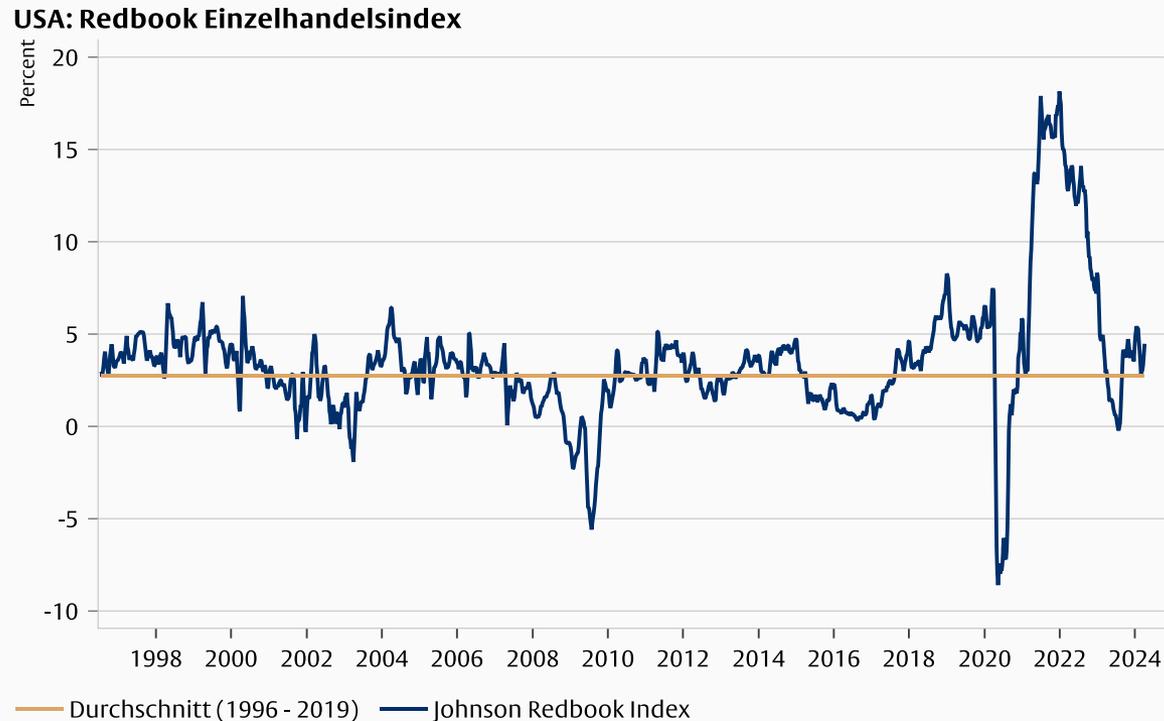


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, ENTSO-E, EIA. Gleitender Monatsdurchschnitt

Der **Stromverbrauch** in **Deutschland, Italien und Frankreich** blieb bis Ende März unter dem Durchschnitt der letzten sieben Jahre. In Deutschland war er sogar tiefer als im vergangenen Frühlingsanfang. Nur in den **USA** ist der Verbrauch höher als im Durchschnitt zwischen **2015 und 2019**.



# USA: Die Einzelhandelsverkäufe bleiben stark



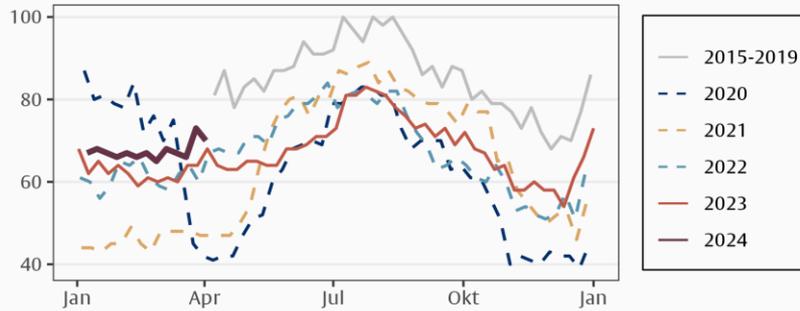
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Redbook Research Inc.. Daten vom 11.04.2024.

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 **März 2024**.

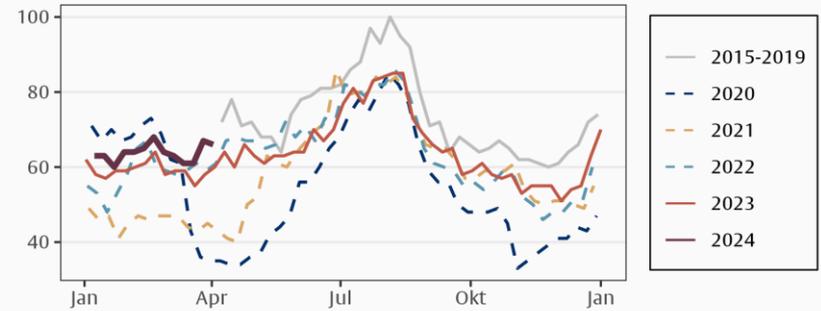


# „Reise-Comeback“ in Europa?

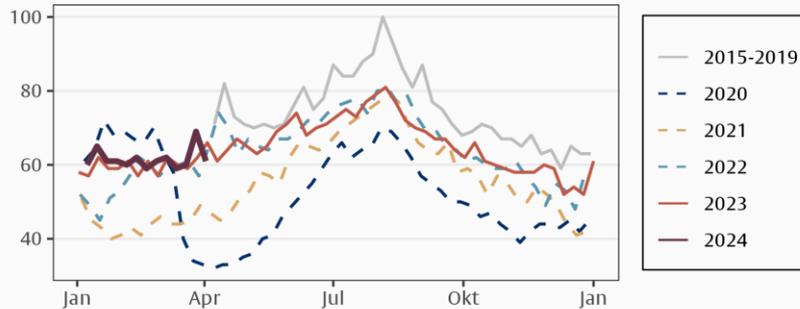
## GT-Reisen: Deutschland



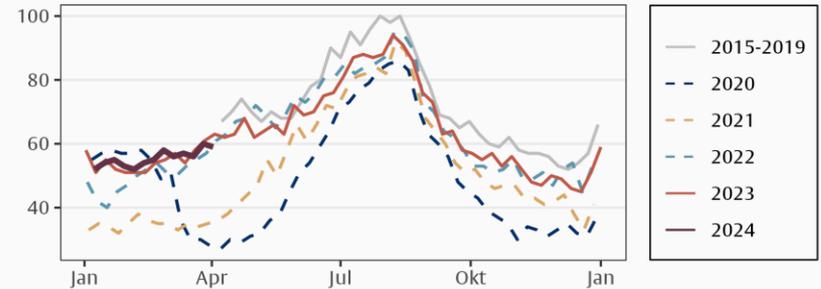
## GT-Reisen: Frankreich



## GT-Reisen: Spanien



## GT-Reisen: Italien



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Google Trends

Das Interesse an **Reisen** ist in mehreren Ländern der Eurozone höher als in den letzten Jahren. Die **Google-Suchintensität** nach Begriffen in der Kategorie „Reisen“ ist in **Frankreich, Spanien und Italien** fast so hoch wie zwischen 2015 und 2019. In Deutschland und Frankreich sind die Google-Suchen etwas höher als letztes Jahr.

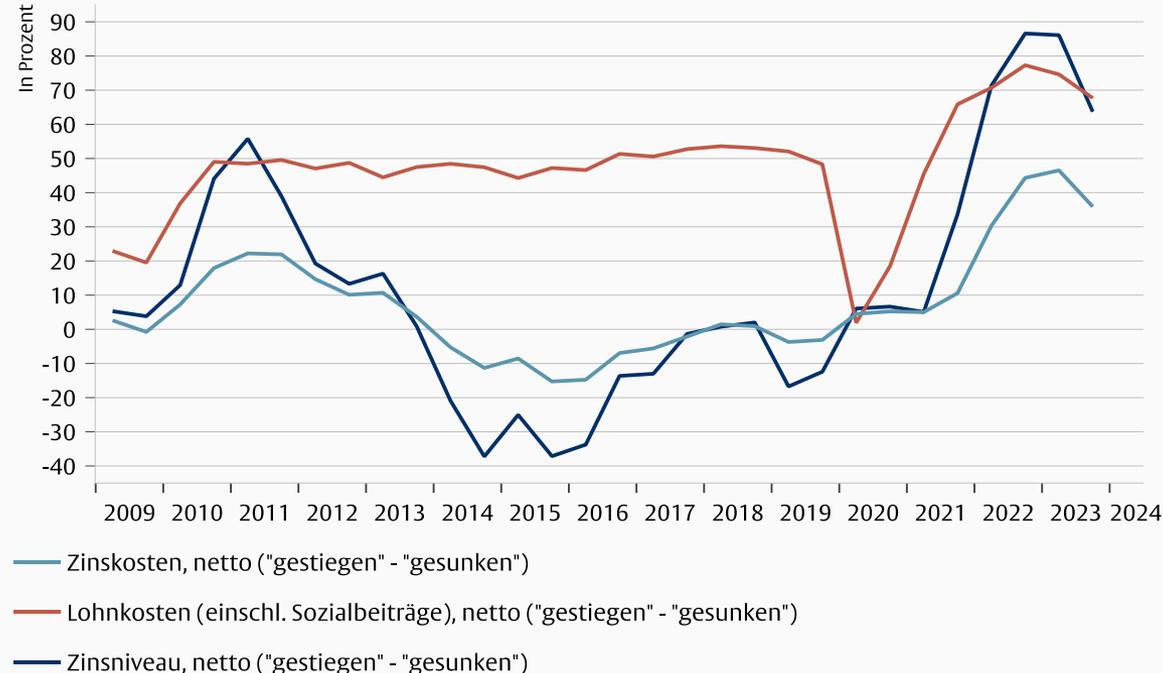


# Eurozone: Finanzbedingungen



# Unternehmen: Zins- und Lohnkosten steigen weiter

Eurozone: Zins- vs Lohnkosten der Unternehmen (SAFE - Umfrage)



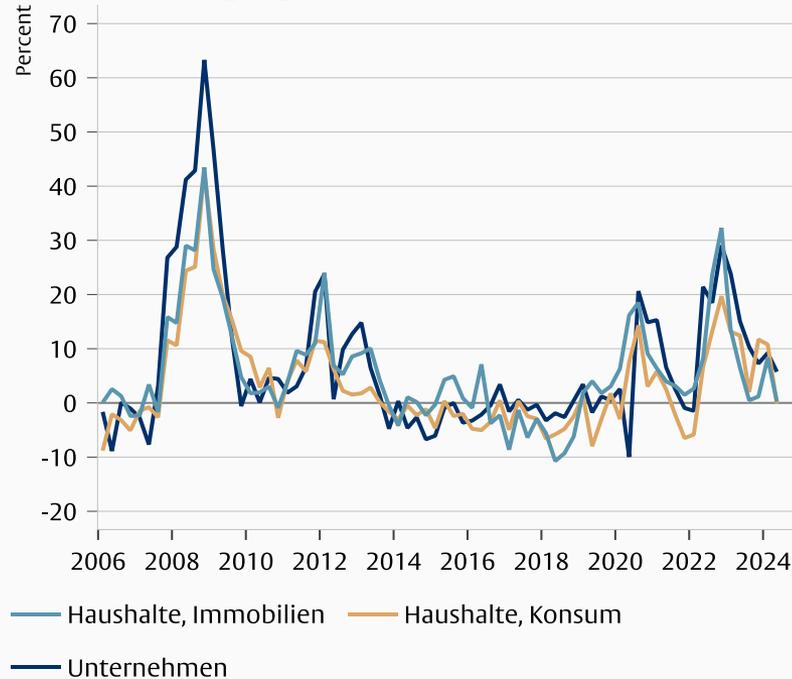
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, ECB Daten vom 11.04.2024.

Laut der jüngsten „Survey on the Access to Finance of Enterprises“ (SAFE) der Europäischen Zentralbank (EZB) sind sowohl **die Lohn- als auch die Zinskosten** im ersten Quartal 2024 weiter **gestiegen**. Mehr Unternehmen haben insgesamt von gestiegenen als von gesunkenen Lohn- und Zinskosten berichtet. Seit 2009 haben **immer** mehr Unternehmen **steigende statt sinkende Lohnkosten** angegeben. Erst seit Anfang 2022 haben deutlich mehr Unternehmen ein höheres statt ein niedrigeres Zinsniveau bei Bankenkrediten angegeben.



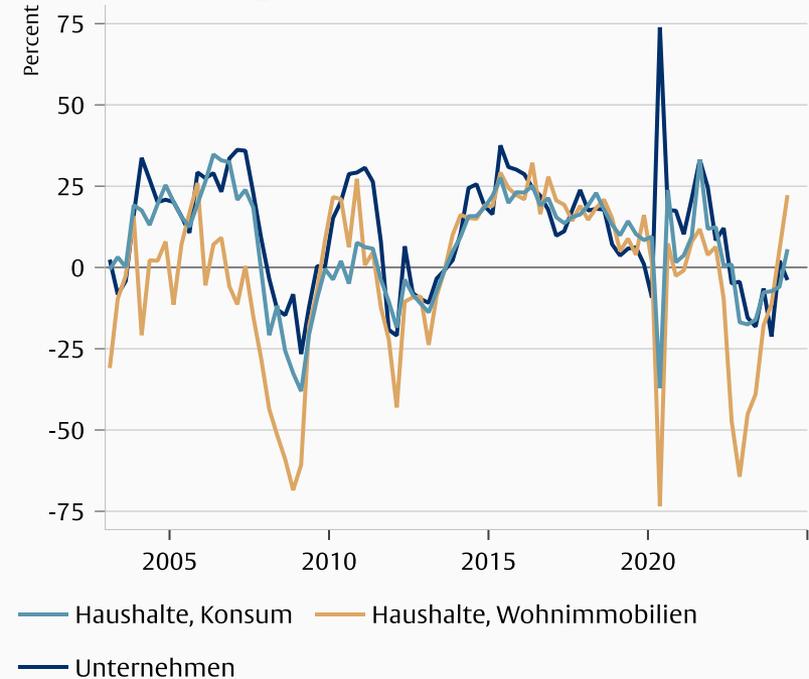
# Banken: Kreditnachfrage steigt

## EZ: Kreditbedingungen für die nächsten 3 Monate



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, ECB (European Central Bank).  
Daten vom 11.04.2024.

## EZ: Kreditnachfrage in den nächsten 3 Monaten



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, ECB (European Central Bank).  
Daten vom 11.04.2024.

Gemäß dem **Bank Lending Survey (BLS)** der **EZB** für erste Quartal **2024** werden die **Kreditbedingungen** in den kommenden drei Monaten weniger restriktiv sein. Insbesondere für **Haushaltkredite** erwartet die Mehrheit der Banken keine restriktiven Kreditbedingungen mehr. Die **Nettokreditnachfrage** soll laut den befragten Banken insbesondere für **Immobilienkredite** wieder steigen.



# USA: Arbeitsmarkt & Privater Konsum



Quelle: Generiert durch ChatGPT



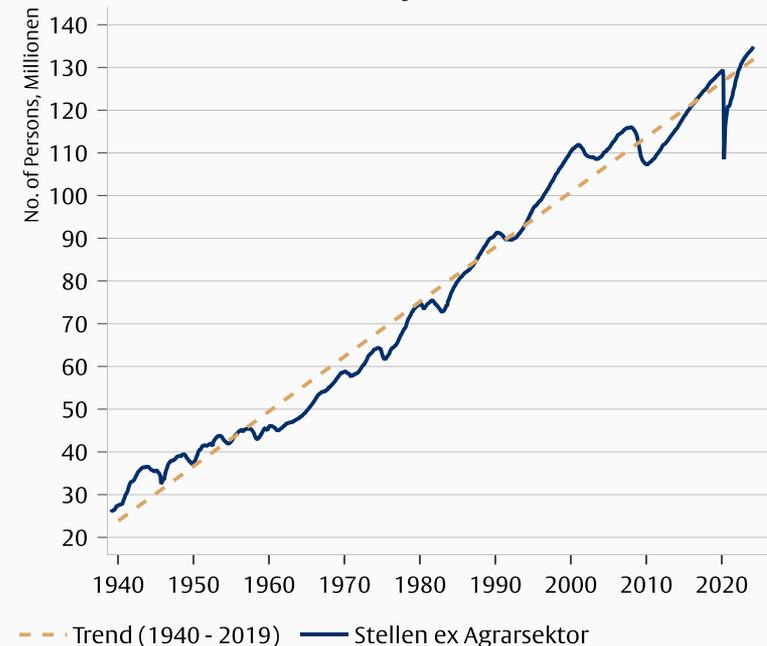
# USA: Stellenwachstum verlangsamte sich kaum ...

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 11.04.2024.

US Arbeitsmarkt: Nonfarm Payroll, Private

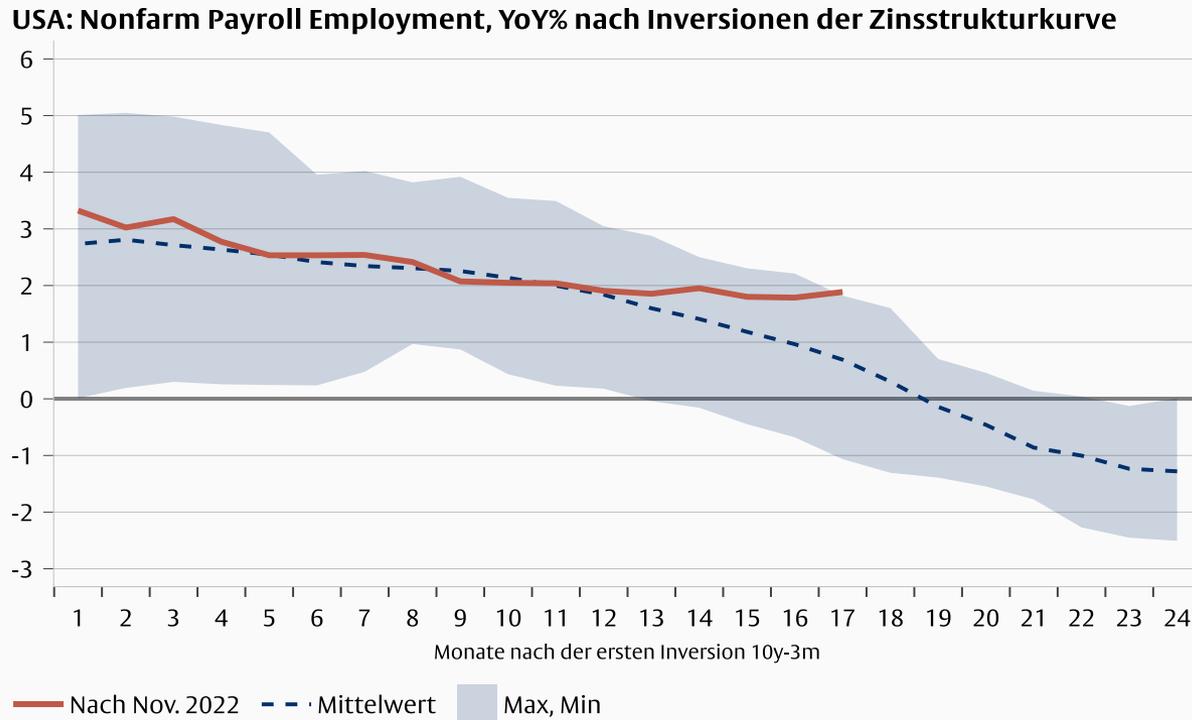


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS), Automatic Data Processing, Inc. (ADP). Daten vom 11.04.2024.

Im März ist die Anzahl der **Stellen (ohne Landwirtschaft)** im Vergleich zum Vorjahresmonat um **1,7 %** gestiegen. Die Daten der Vormonate wurden nach unten revidiert. Laut dem **ADP-Arbeitsmarktbericht** lag der jährliche Anstieg bei **1,9 %**. Die Zuwachsraten nehmen seit März 2022 leicht ab, bewegen sich allerdings in den letzten Monaten seitwärts. Das Niveau ist leicht über dem bis **2019** fortgeschriebenen Trend.



# ... anders als bei früheren Inversionen der Zinskurve

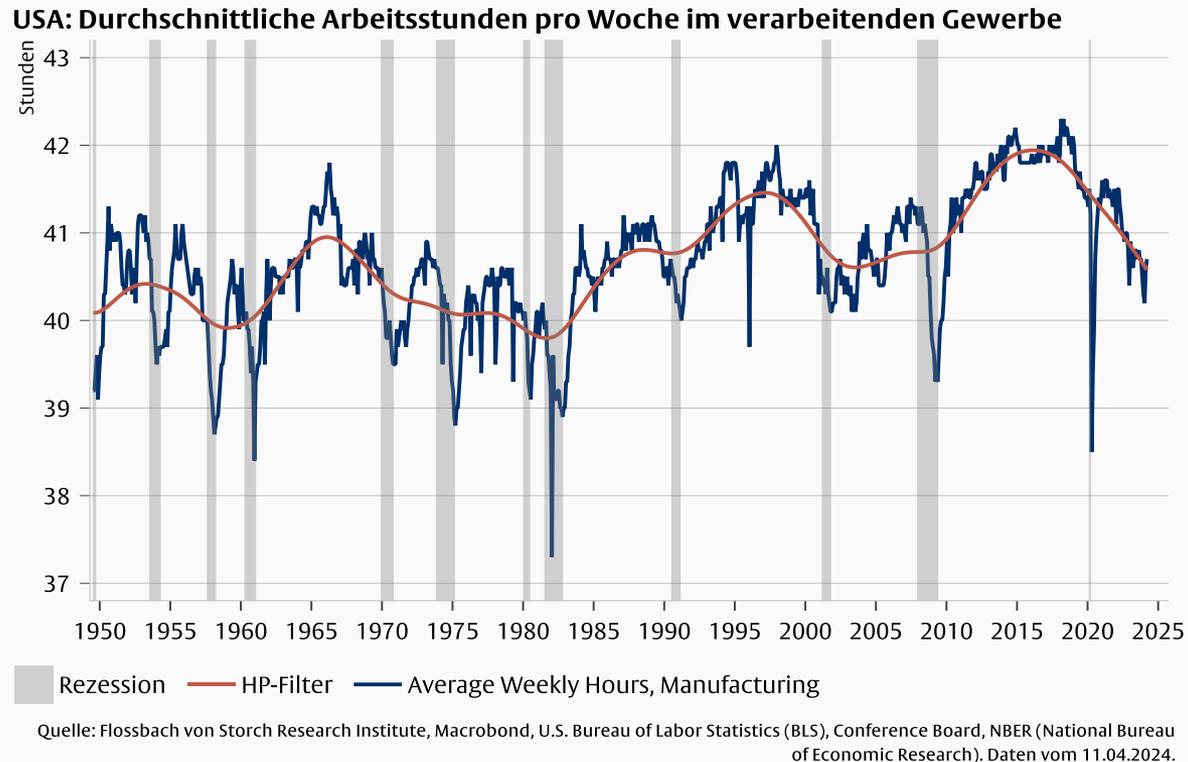


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS), NBER (National Bureau of Economic Research). Daten vom 11.04.2024.

Die **Verlangsamung des Stellenwachstums** folgte zunächst einem Muster, wie es 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, **17 Monate** nach der Inversion im Oktober **2022**, bewegt sich das **Stellenwachstum** auf untypische Weise seitwärts und ist höher als bei jeder früheren Kurveninversion.



# USA: es werden weniger Stunden gearbeitet ...

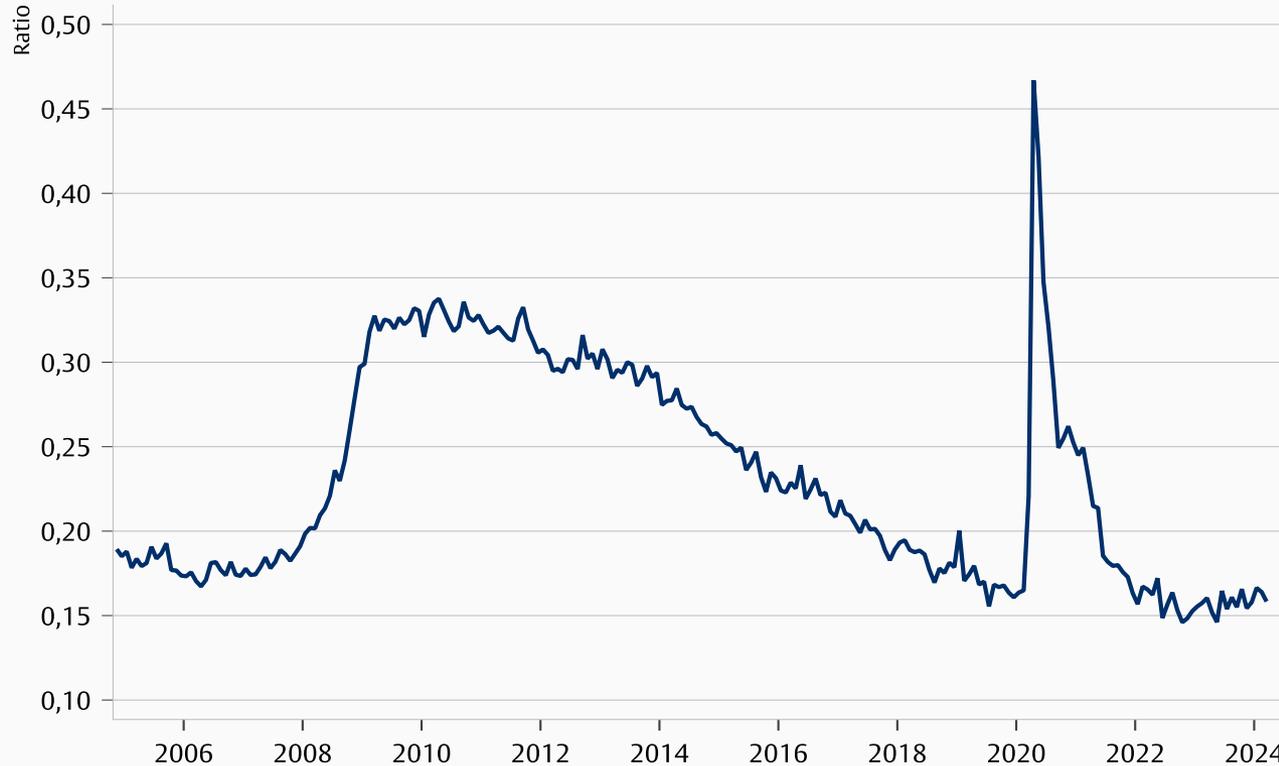


Die durchschnittlichen **Arbeitsstunden** pro Woche können als **Frühindikator** für Rezessionen dienen. Die Idee dahinter ist, dass Unternehmen in einer **Abschwungsphase** eher die Arbeitszeit reduzieren, anstatt Arbeitskräfte abzubauen. Allerdings gehen die Arbeitsstunden seit 2015 zurück. Der Rückgang dürfte deshalb eine **strukturelle Veränderung** anstatt einer konjunkturellen Schwankung widerspiegeln.



# ... und es ist freiwillig

Involuntarily Part-Time to All Part-Time Workers



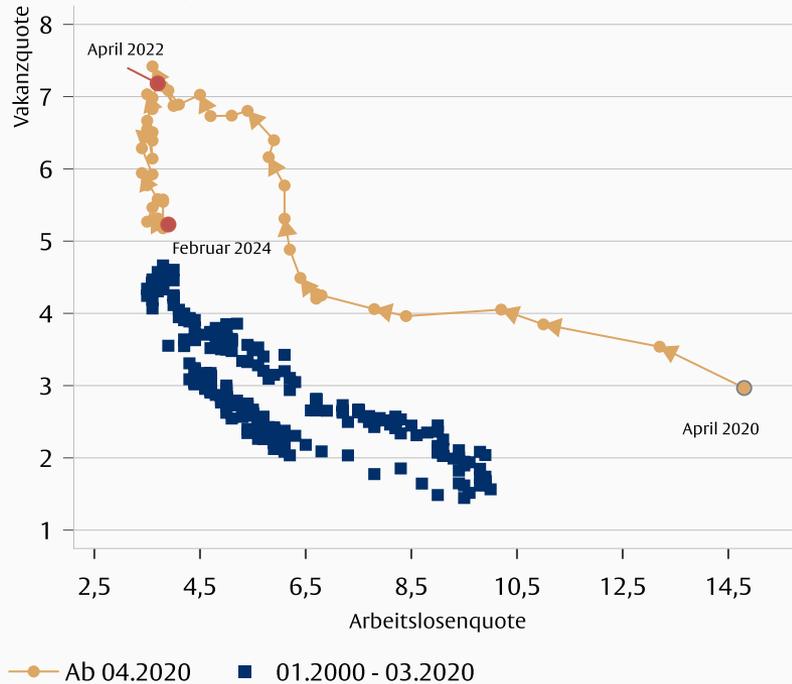
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Conference Board. Daten vom 11.04.2024.

Der Rückgang der Arbeitsstunden geht mit einem historisch niedrigen **Quotienten** von **unfreiwilligen** zu **freiwilligen** Teilzeitarbeitern einher.

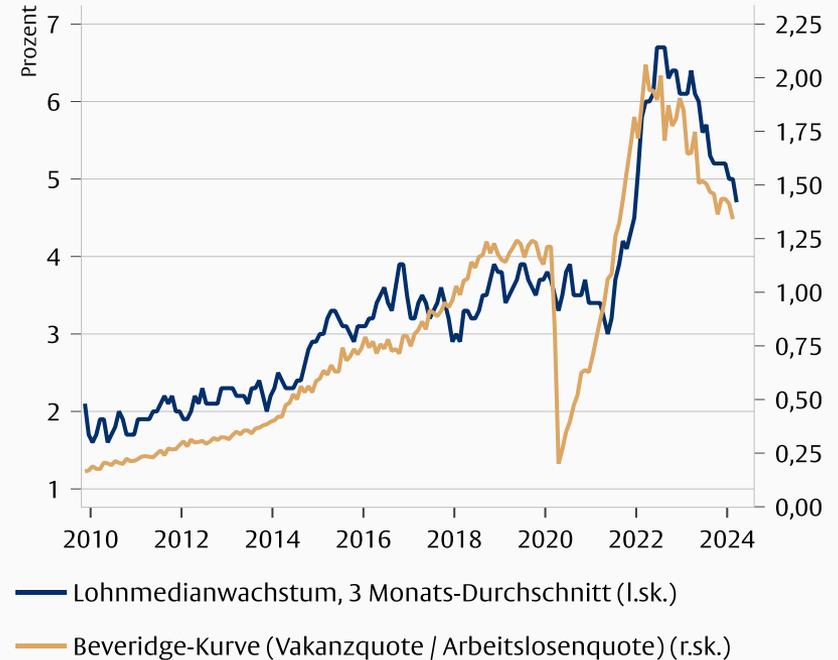


# USA: weniger Druck auf dem Arbeitsmarkt?

USA: Beveridge-Kurve



USA: Lohnwachstum und der Arbeitsmarkt

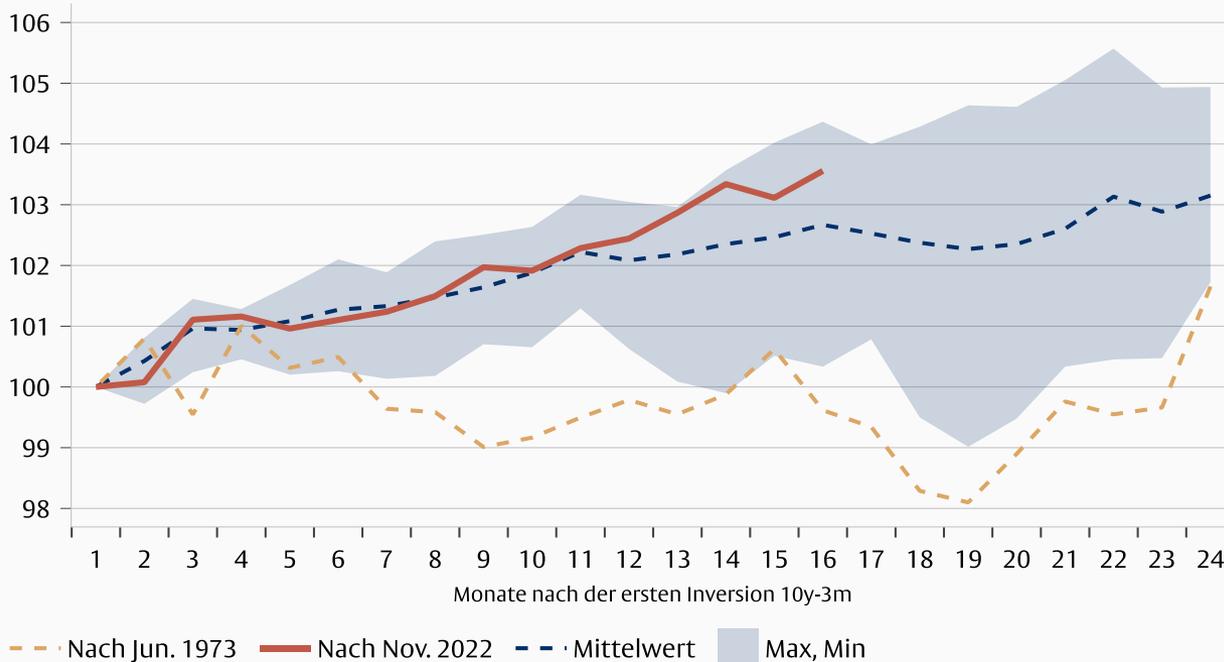


Die **Beveridge-Kurve**, die die Beziehung zwischen **offenen Stellen** und der **Arbeitslosenquote** abbildet, stützt weiterhin das '**Soft-Landing-Narrativ**': Seit fast 2 Jahren fällt die **Vakanzquote**, ohne dass die Arbeitslosenquote ansteigt. Das **Lohnwachstum** bleibt bei **5 %** historisch hoch.



# Konsum höher als bei früheren Kurveninversionen

USA: PCE Preisbereinigte Ausgaben von Haushalten nach Inversionen der Zinsstrukturkurve

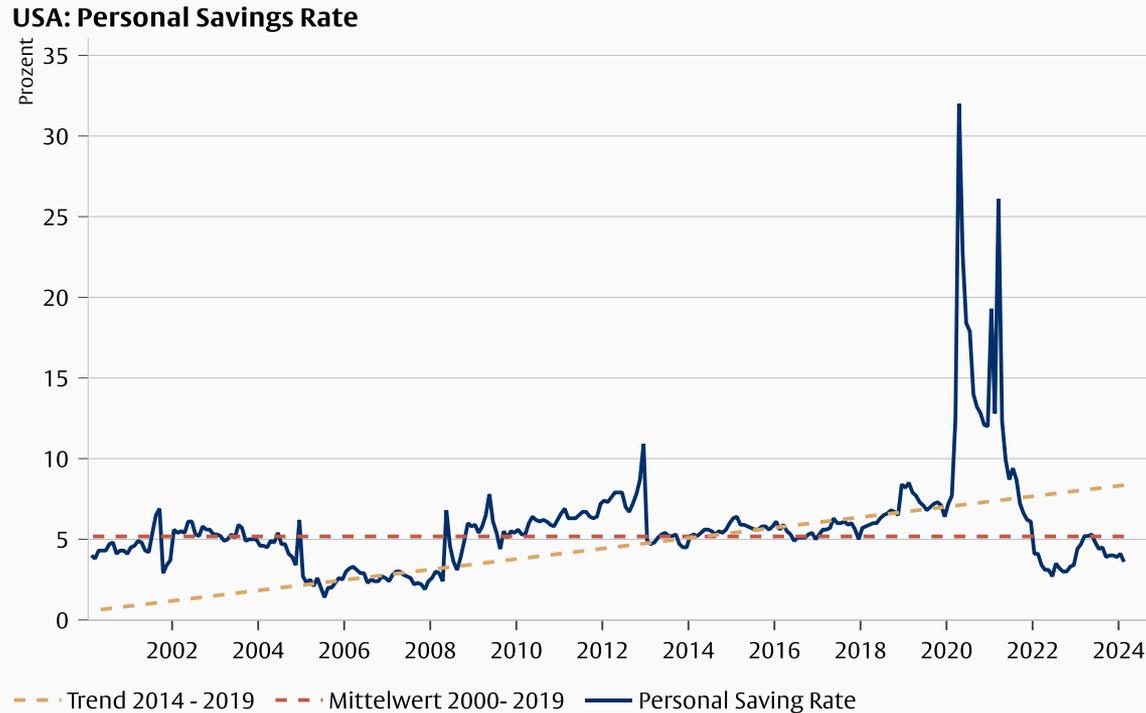


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Bureau of Economic Analysis (BEA), NBER (National Bureau of Economic Research). Daten vom 11.04.2024.

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 drei Monaten steigen diese allerdings schneller als der Durchschnitt. Im Jahr **1974** sanken die **Haushaltsausgaben** 15 Monate lang.



# USA: Die Sparquote sinkt leicht

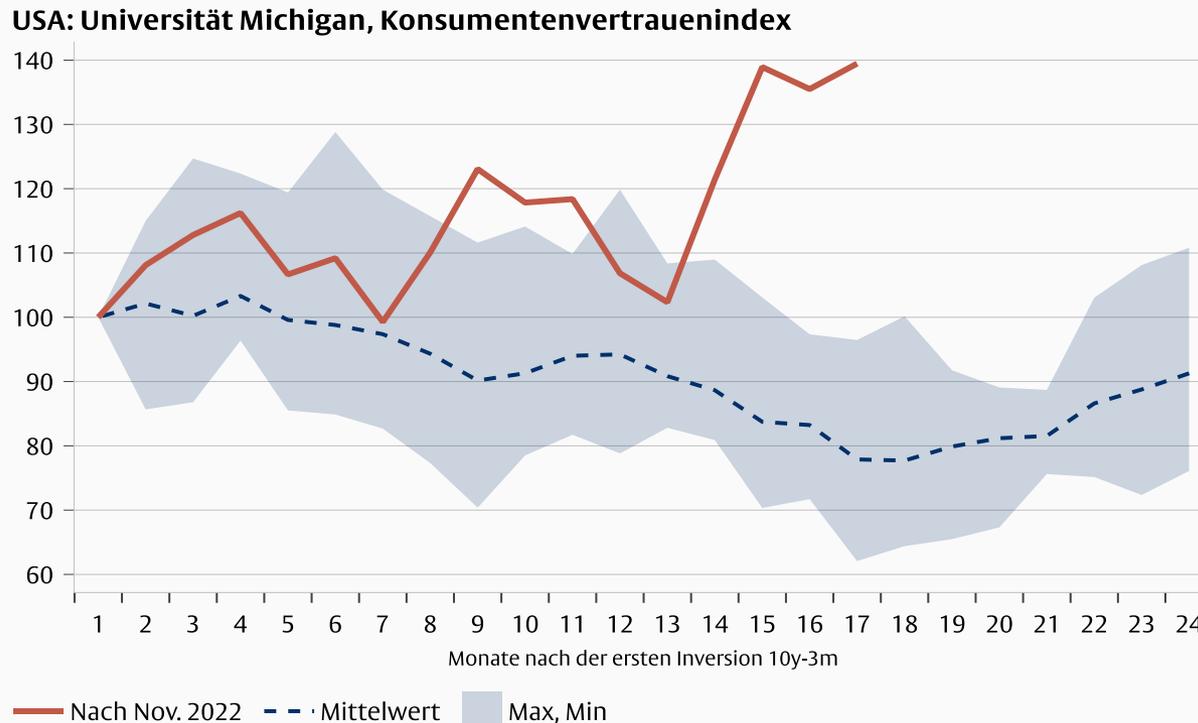


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, BEA Daten vom 11.04.2024.

Die **Sparquote** stieg von 7,2 % im Januar 2020 auf 32 % im April 2020 und lag im März 2021 bei 26 %. Trotz eines Rückgangs seit 2022 bleibt sie nahe dem Vorpandemieniveau. Das Ausgabepotenzial der US-Verbraucher hängt davon ab, welche **Sparquote** man als „normal“ annehmen würde. Bei 5 %, dem Durchschnitt von 2000 bis 2019, könnten Verbraucher weiterhin auf erhebliche Ersparnisse zugreifen. Bei 7 %, basierend auf dem Trend von 2014 bis 2019, wäre das Ausgabepotenzial deutlich geringer.



# 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 11.04.2024.

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



# China

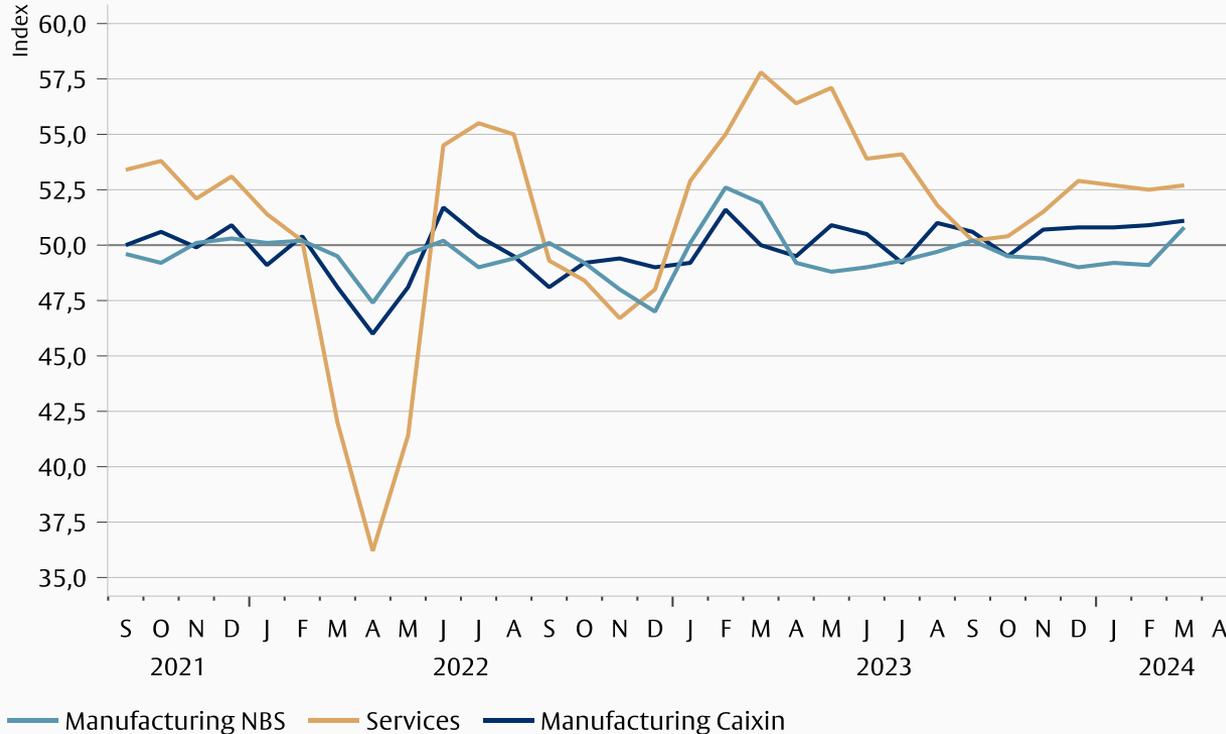


Quelle: Generiert durch ChatGPT



# China: leichte Erholung

China: Einkaufsmanagerindizes (PMI)



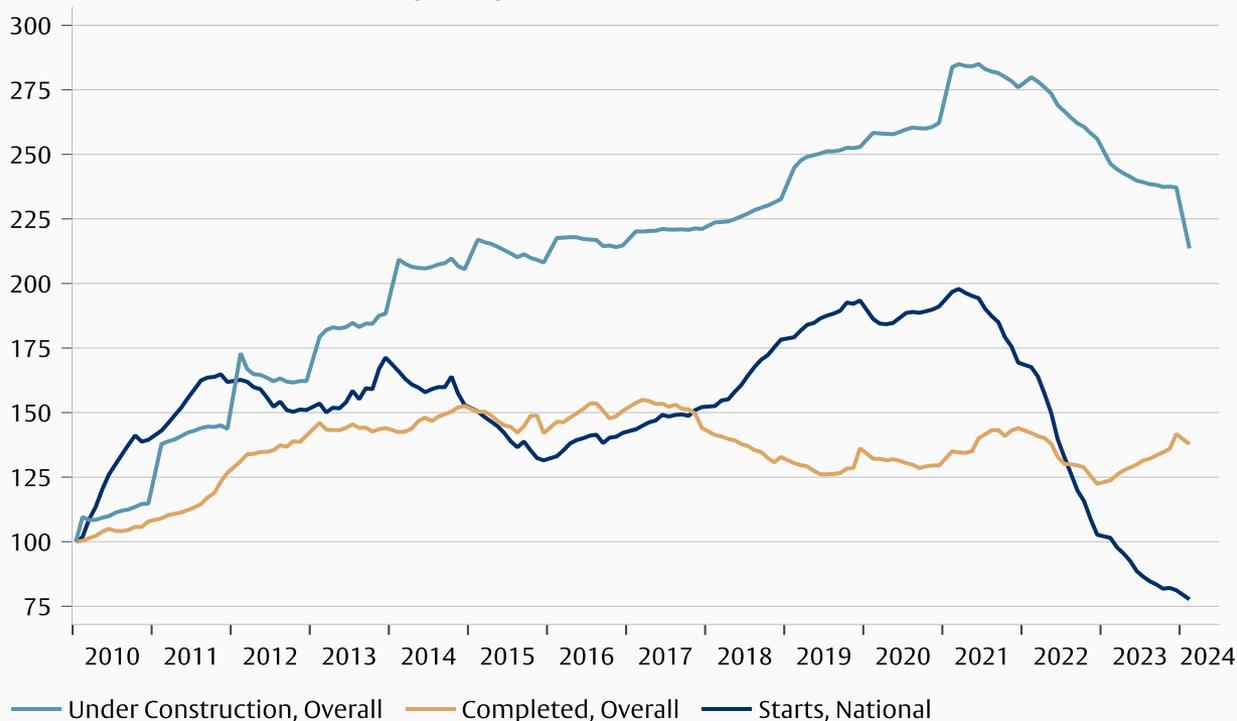
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, S&P Global, China Federation of Logistics & Purchasing. Daten vom 11.04.2024.

Im Februar lagen die **Einkaufsmanagerindizes (PMIs)** des **Dienstleistungssektors** und des **verarbeitenden Gewerbes** im expansiven Bereich. Das verarbeitende Gewerbe schwankte in den letzten Monaten zwischen Expansion und Kontraktion, während der Dienstleistungssektor seit einem Jahr expandiert.



# China: weniger Neubauten

China, Immobilien, Baustand jedes Jahr, 01.2010 = 100



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, China National Bureau of Statistics (NBS). Daten vom 11.04.2024.

Die Zahl der **angefangenen Neubauten** pro Jahr ist 2022 unter das Niveau von **2010** gefallen, während die **fertiggestellten Immobilien** sich seit Anfang **2023** leicht erholt haben. Die Zahl der **unfertigen Immobilien** ist im März stark gesunken.



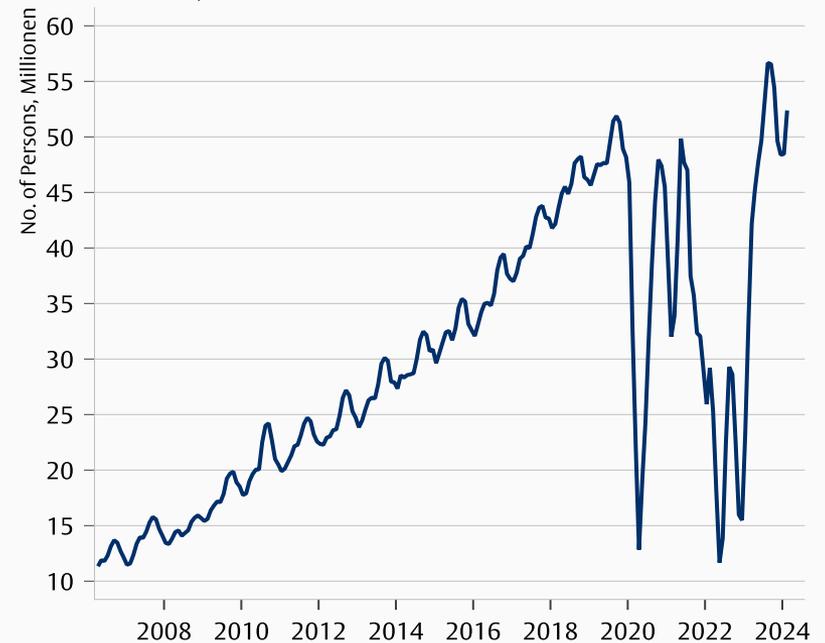
# Die Stimmung erholt sich kaum

## China, Konsumentenvertrauen



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, China Economic Monitoring & Analysis Center (CEMAC). Daten vom 11.04.2024.

## Passagieraufkommen auf Inlandsflügen (3-Monats-Durchschnitt)



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, China Civil Aviation Administration. Daten vom 11.04.2024.

In **China** hat sich das **Vertrauen der Konsumenten** seit Anfang **2022** kaum verbessert und bleibt historisch tief. Der **3-Monats-Durchschnitt** des **Passagieraufkommens** war im Februar über dem Niveau von Ende **2019**.



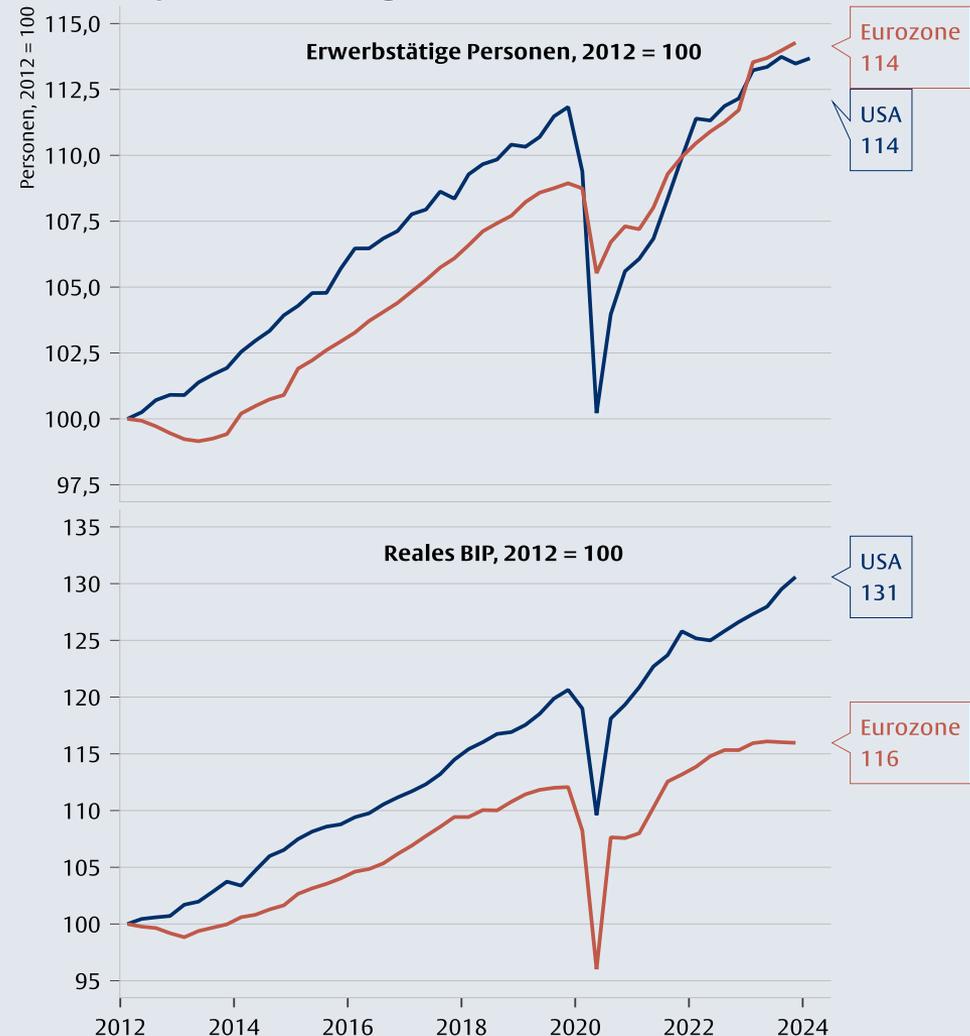
## **Fokus:** **Was haben Zombies mit der Produktivitäts- schwäche zu tun?**

Die Arbeitsproduktivität ist in den USA deutlich schneller gewachsen als in der Eurozone, was sich durch das schnellere Wachstum und den flexibleren Arbeitsmarkt in den USA erklären lässt.

Während der Corona-Pandemie ging das BIP der USA stark zurück, ebenso wie die Zahl der Erwerbstätigen. Später erholten sich sowohl das BIP als auch die Beschäftigungszahlen. In der Eurozone hingegen sank die Zahl der Erwerbstätigen nur leicht, obwohl das BIP stärker einbrach als in den USA. Das Wachstum erholte sich nur mittelmäßig, sodass jeder Arbeitnehmer in der Eurozone kaum mehr zum BIP beigetragen hat als zuvor.

Können Zombie-Unternehmen etwas damit zu tun haben?

### Die Arbeitsproduktivität steigt in den USA



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, BLS, BEA, Eurostat Daten vom 11.04.2024.



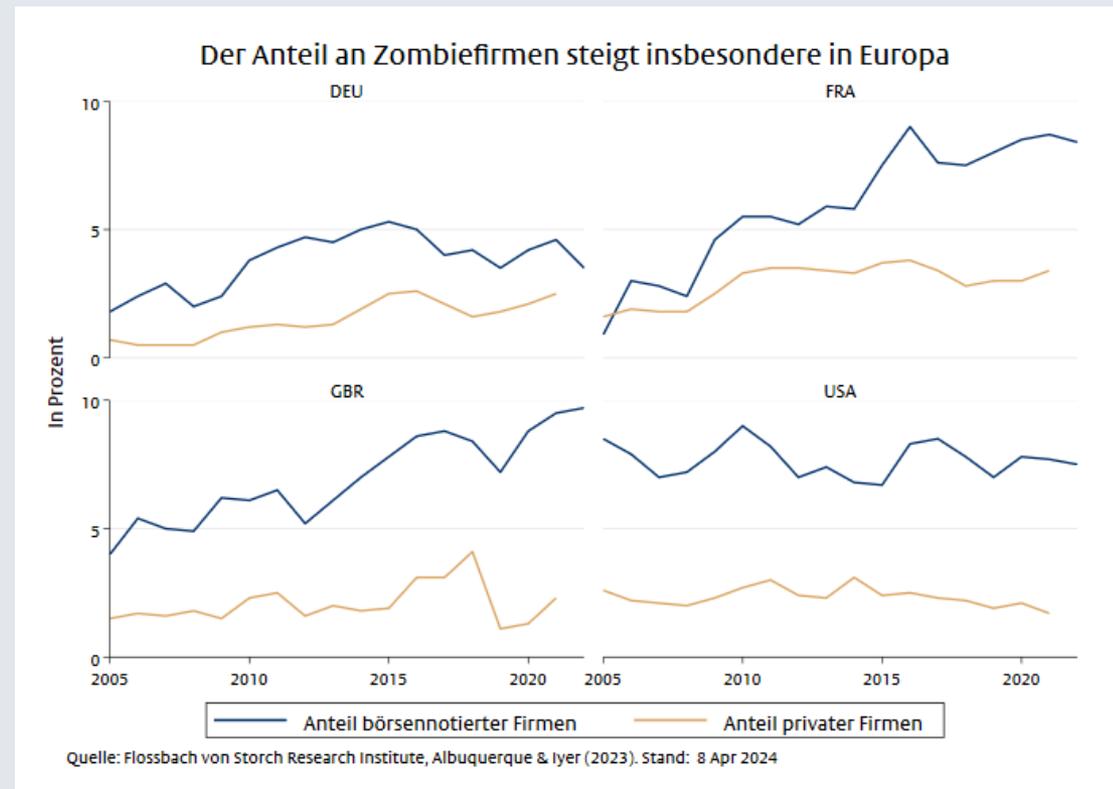
## Der Zombie-Anteil steigt in Europa

In den letzten 20 Jahren ist die Anzahl der Zombie-Unternehmen, also Unternehmen, die ohne staatliche Unterstützung oder sehr günstige Finanzierungsbedingungen nicht überlebensfähig wären, insbesondere in der Eurozone stark gestiegen.

Albuquerque & Iyer (2023) dokumentieren, dass der Anteil an Zombieunternehmen sowohl bei börsennotierten als auch bei privaten Unternehmen in der letzten Dekade weltweit gewachsen ist.

Ein Unternehmen wird als Zombie klassifiziert, wenn es zwei Jahre lang einen Zinsdeckungsgrad unter eins aufweist und die Verschuldungsquote über dem Median des jeweiligen Industriesektors liegt. In Deutschland, Frankreich und Großbritannien stieg der Anteil der Zombiefirmen insbesondere nach der Finanzkrise sowohl bei den börsennotierten als auch bei den privaten Unternehmen. Der Höhepunkt wurde 2015 erreicht.

Nach der Corona-Pandemie stieg der Anteil der börsennotierten Unternehmen in Großbritannien und Frankreich wieder an. In den USA ist der Anteil der gelisteten Zombie-Unternehmen hoch, blieb jedoch in den letzten Jahren bei etwa 8 %. Der Anteil der privaten Zombieunternehmen ging sogar leicht zurück.



## **Zombies bremsen die Produktivität**

Zombie-Unternehmen können das gesamtwirtschaftliche Produktivitätswachstum sowohl direkt als auch indirekt bremsen.

Da Zombie-Unternehmen in der Regel unproduktiver sind (siehe z. B. Banerjee, R., & Hofmann, B., 2022), ist das gesamte Produktivitätswachstum langsamer, als wenn sie gesund wären.

Außerdem können Zombies die Produktivität gesunder Unternehmen mindern, indem sie sowohl den Wettbewerb auf den Input- als auch auf den Produktmärkten verzerren. Wie stark dieser Effekt ist, hängt von der Industrie, vom makroökonomischen Umfeld und vom institutionellen Rahmen ab. Sowohl in den USA als auch in der Eurozone haben Zentralbanken die Zinsen und somit die Finanzierungskosten für Unternehmen in der letzten Dekade sehr niedrig gehalten.

Dies diene dem Überleben von Zombieunternehmen in beiden Regionen, also kann der Unterschied nicht an den Finanzierungskosten liegen.

In einer dynamischeren, weniger regulierten Marktwirtschaft wie den USA dürften Zombieunternehmen die Produktivität weniger stark beeinträchtigen als in einer stark regulierten und durch Subventionen gesteuerten EU, trotz eines ähnlichen Zinsumfelds.

### **Rendite 10-jähriger Staatsanleihen**



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Treasury, Macrobond Daten vom 11.04.2024.

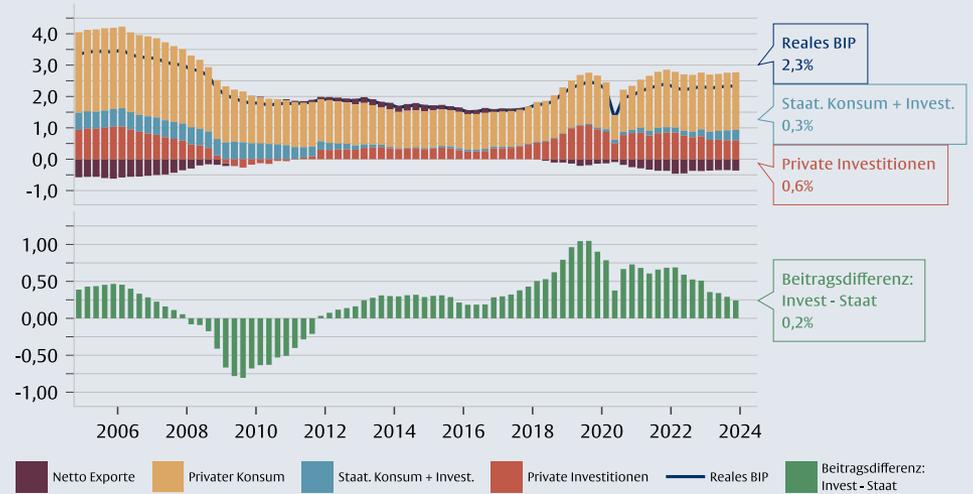


## Investitionen vs. Staatliche Ausgaben

In den USA spielt der Staat eine geringere Rolle für das Wirtschaftswachstum als in der Eurozone. Berechnet über 10 Jahren, trugen in den USA die privaten Investitionen stärker zum BIP-Wachstum als die staatlichen Konsum- und Investitionsausgaben. In der Eurozone hingegen waren es die staatlichen Konsumausgaben, die in der Dekade nach der Finanzkrise mehr zum BIP-Wachstum beitrugen.

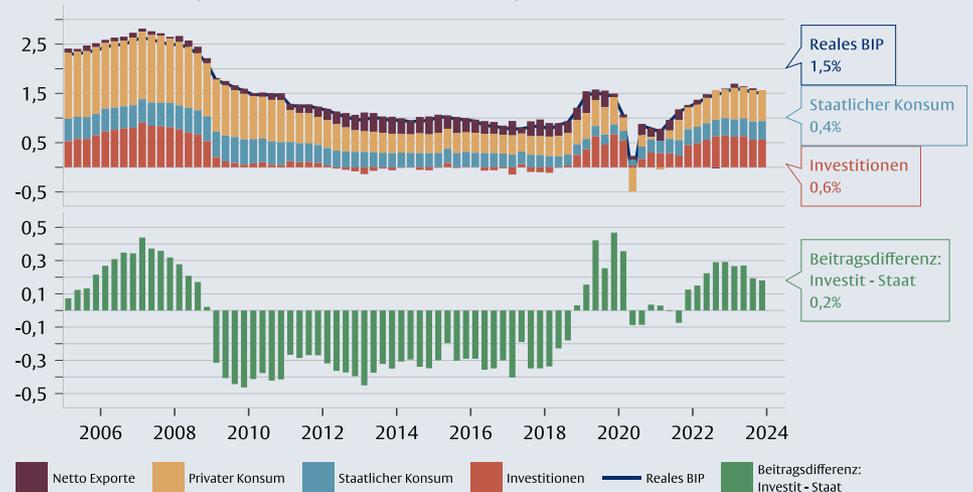
Private Investitionen sind ein Zeichen für eine gesunde Marktwirtschaft, in der Innovation stattfindet und effizienter produziert werden kann. Wenn hingegen der staatliche Konsum einen stärkeren Beitrag zum BIP-Wachstum leistet, sind die Präferenzen der Regierung entscheidend. Dies führt zu weniger Effizienzgewinnen, geringerer Innovation und einer schwächeren Arbeitsproduktivität.

USA: Beitrag zum annualisierten 10-jährigen Wachstum



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, BEA Daten vom 11.04.2024.

Eurozone: Beitrag zum annualisierten 10-jährigen Wachstum



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Eurostat Daten vom 11.04.2024.



## Fazit

Die Arbeitsproduktivität steigt in den USA schneller als in der Eurozone. Dies geht mit einem stärkeren Anstieg des Anteils an Zombie-Unternehmen in der Eurozone als in den USA einher. Weil in der letzten Dekade die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen dank stark expansiver Geldpolitik sowohl in den USA als auch in der Eurozone ähnlich günstig waren, kann der Unterschied nicht hiermit erklärt werden. Vielmehr könnte die stärkere Rolle des Staates bei der Lenkung der Wirtschaft in der Eurozone erklären, warum der Anstieg des Zombie-Anteils mit einer niedrigeren Produktivität in der Eurozone einhergeht.

## Referenzen

- Albuquerque, B., & Iyer, R. (2023). *The rise of the walking dead: zombie firms around the world*. IMF Working Papers, WP/23/125.
- Banerjee, R., & Hofmann, B. (2022). Corporate zombies: Anatomy and life cycle. *Economic Policy*, 37(112), 757-803.

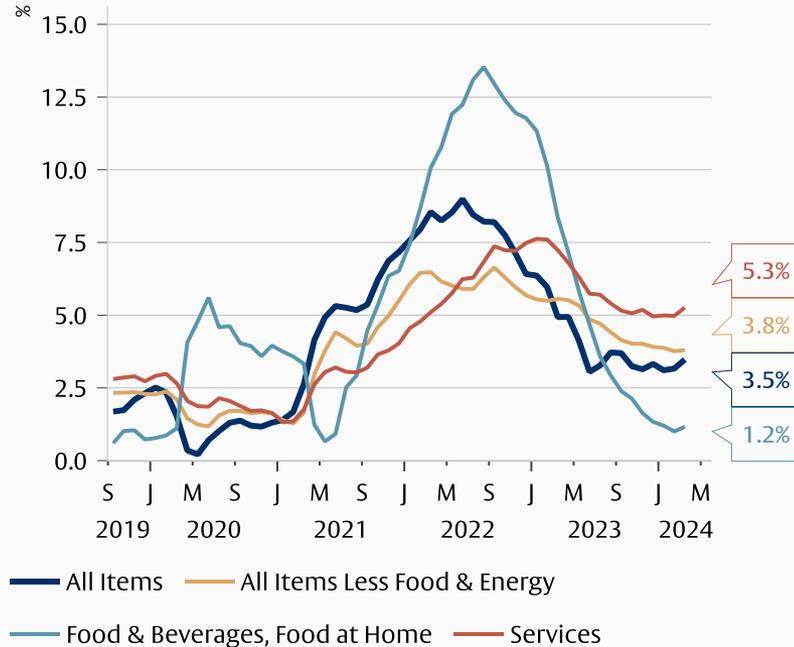


# PREISE



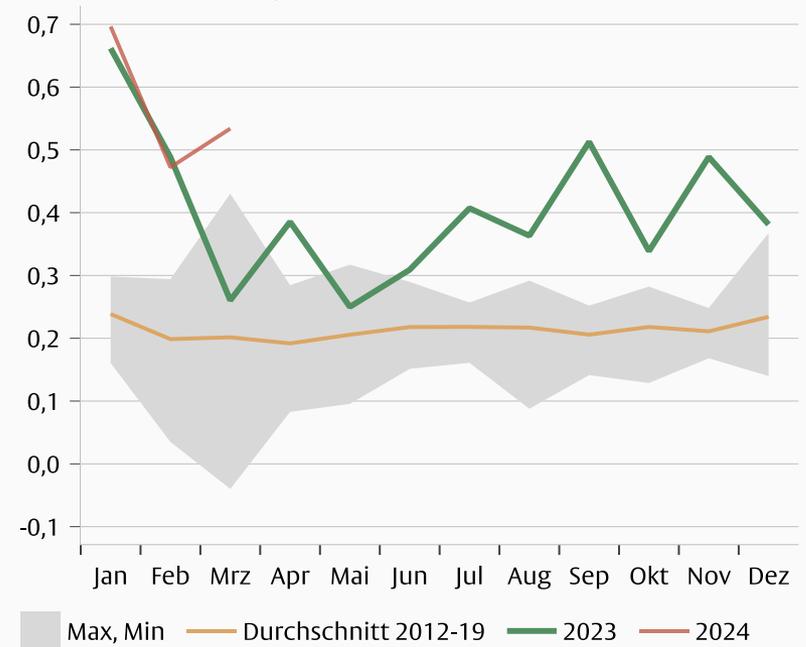
# Inflation in den USA

United States, CPI & Core CPI



Source: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS).  
Data: 4/11/2024

USA, Dienstleistungen



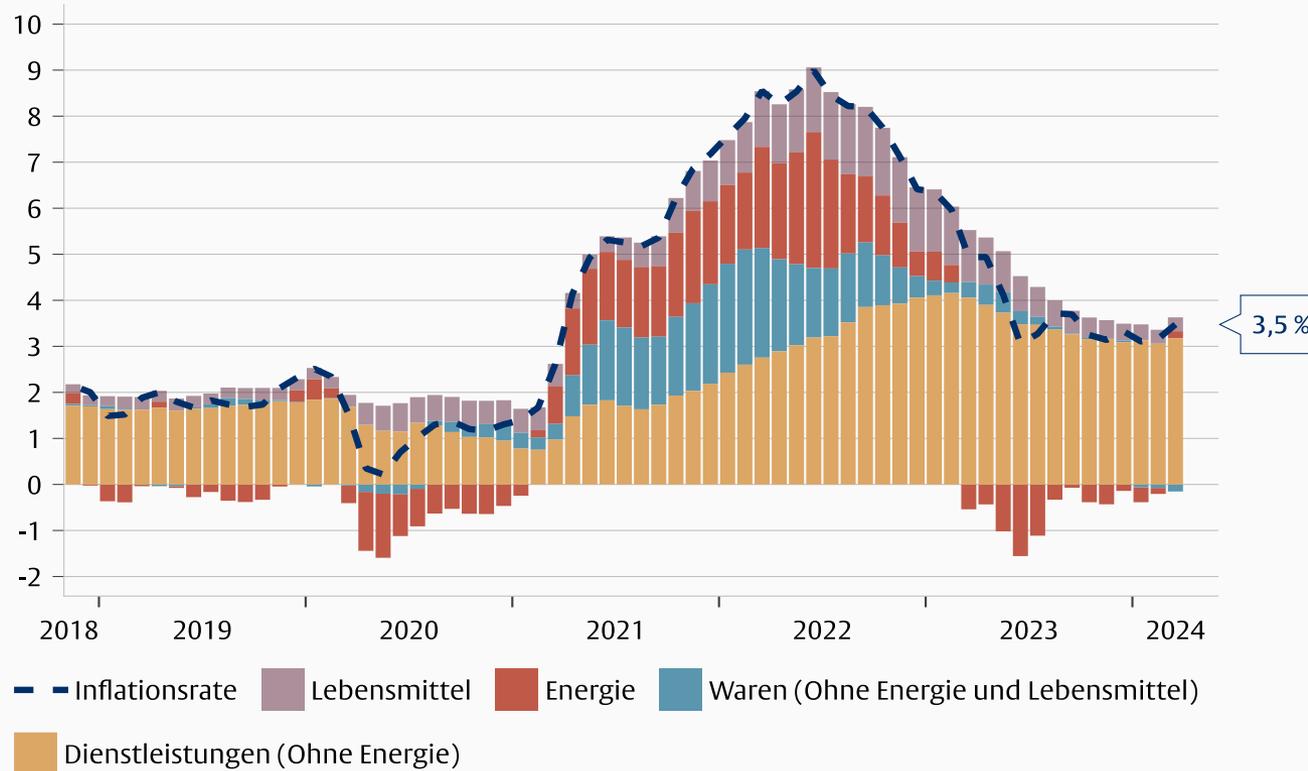
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS).  
Daten vom 11.04.2024

Im März stieg der **Verbraucherpreisindex CPI** erneut stärker als erwartet. Die **Kerninflation** blieb bei 3,8 %. Im **Dienstleistungssektor** hielt der **Inflationsdruck** mit 5,3 % Zuwachs J-ü-J an. Die monatliche Veränderung war deutlich über den Werten der März-Monate der vergangenen 10 Jahre.



# Inflation in den USA

USA, Beitrag zur Inflationsrate: Dienstleistungen vs Waren

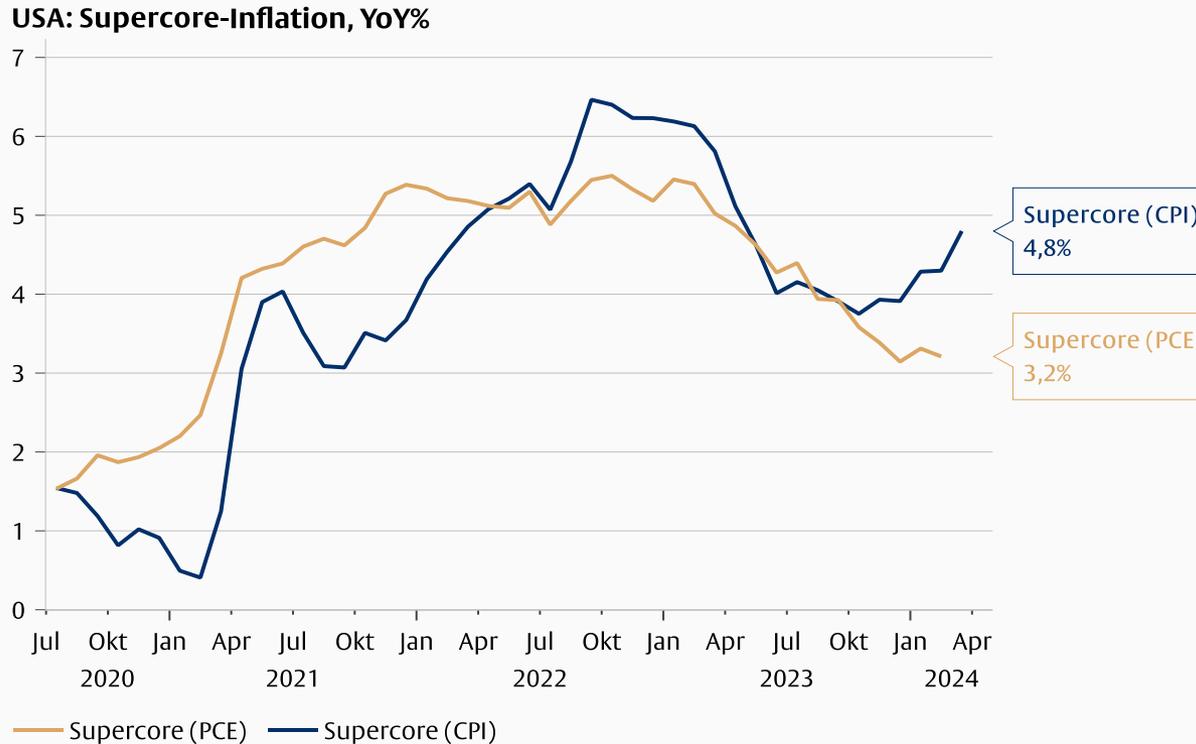


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS). Daten vom 11.04.2024.

Die Teuerung der **Dienstleistungen** hat weiterhin am stärksten zur Inflation in den USA beigetragen. Der Beitrag von **Energiepreisen** stieg im März wieder an.



# Supercore-Inflation steigt in den USA

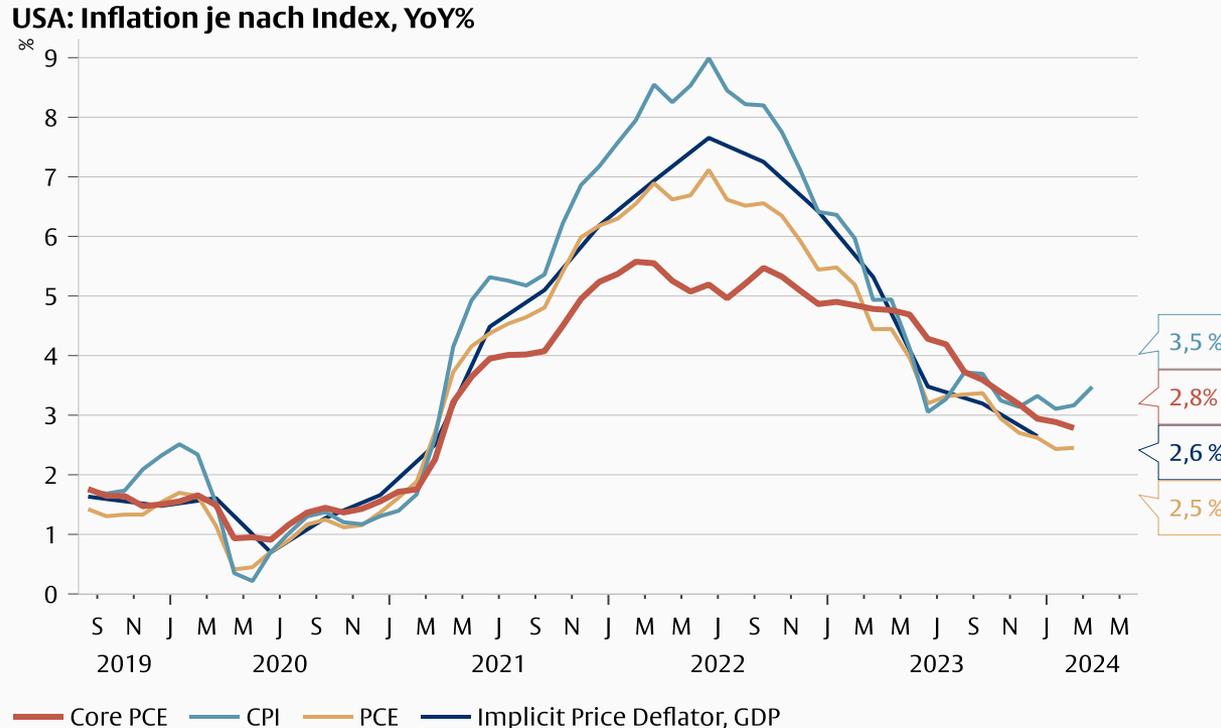


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS). Daten vom 11.04.2024.

**Supercore** wird definiert als der Dienstleistungspreisindex ohne **Energie** und **Wohnkosten**. Basierend auf dem **CPI-Index**, stieg die Jahresrate der **Supercore-Inflation** im März stark auf 4,8 %. Dies zeigt, dass der Inflationsdruck in den Dienstleistungen auch ohne Wohnkosten bestehen bleibt.



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

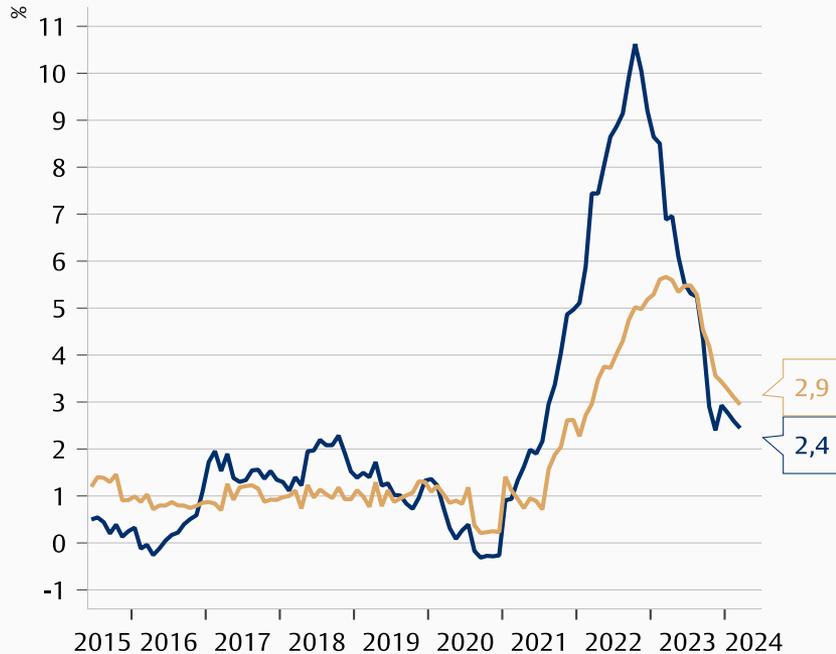


Die Inflation wird über verschiedene Indizes ermittelt. Der **CPI** erfasst Verbraucherpreise, der **PCE-Index** die Ausgaben von Haushalten und der **BIP-Deflator** die Preise aller heimisch produzierten Wirtschaftsgüter. Alle drei Indizes erreichten Mitte 2022 einen Höhepunkt. Im Februar 2023 lag die Inflationsrate, des von der Fed favorisierten Kern-PCE-Index bei 2,8%.



# Inflation in der Eurozone

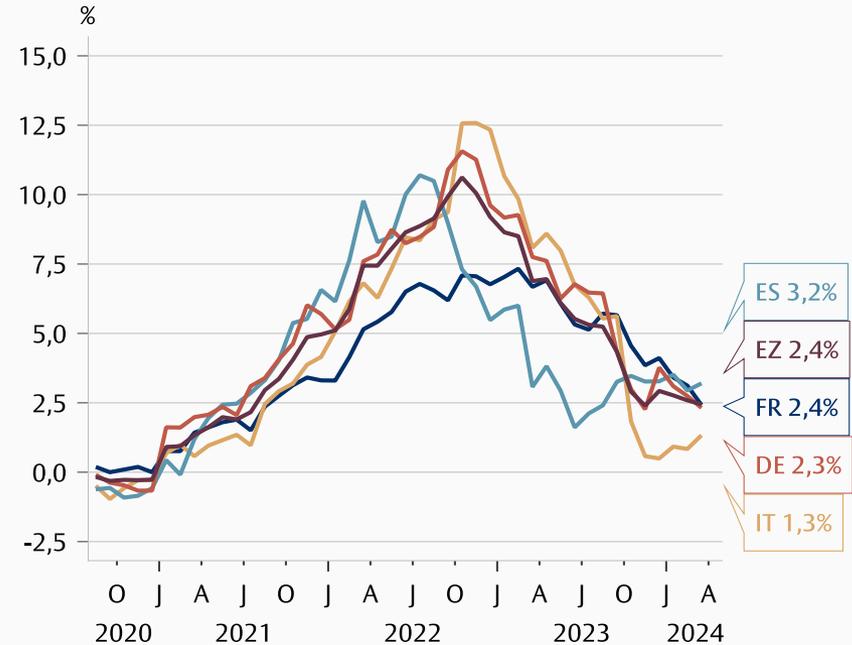
## Inflation und Kerninflation in der Eurozone



— Eurozone, Kern-Inflation — Eurozone, Inflation

Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Eurostat. Daten vom 11.04.2024.

## Inflation in der Eurozone (HVPI, YoY%)



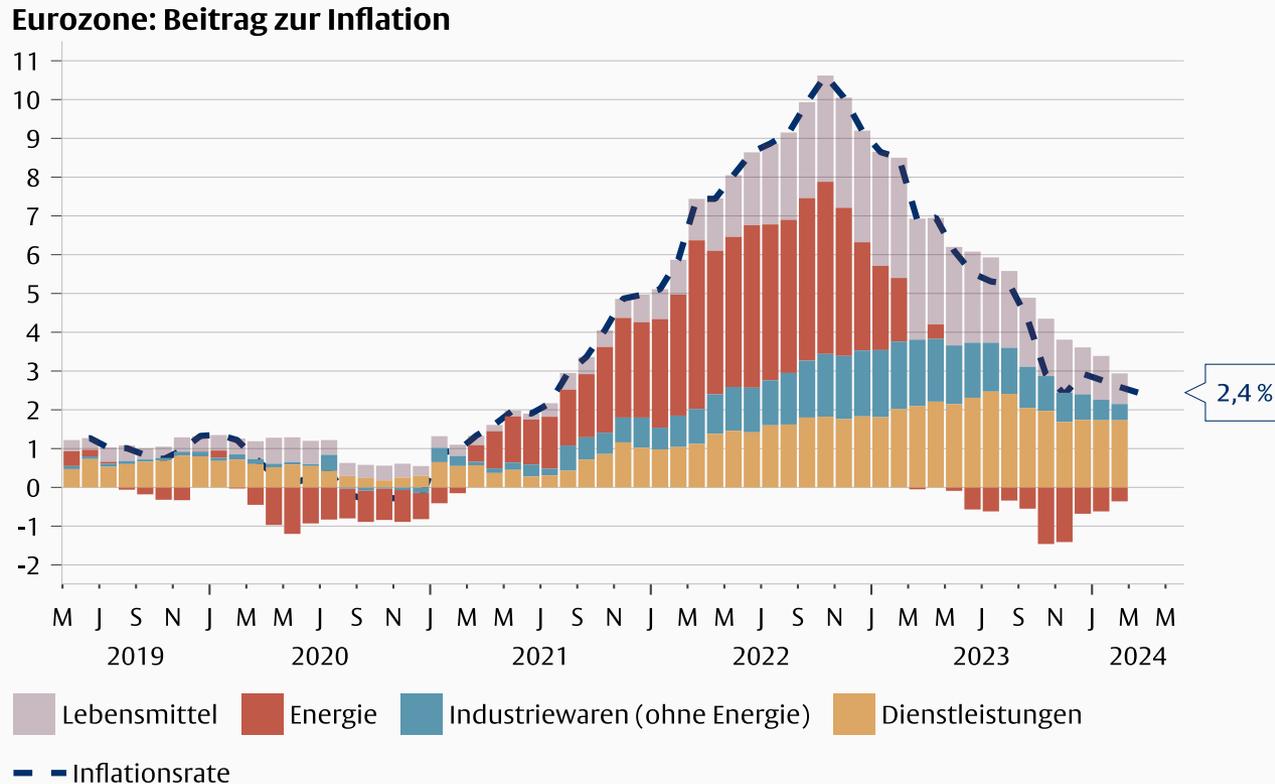
— FR — IT — ES — DE — EZ

Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, nationale statistische Ämter. Daten vom 11.04.2024.

Im März stieg der **harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI)** der Eurozone im Vergleich zum Vorjahr um **2,4 %**. Der **Kern-HVPI** stieg um **2,9 %**. Innerhalb der Eurozone variieren die Inflationsraten erheblich. Unter den größten Ländern war der schnellste Preisanstieg in **Spanien** mit **3,2 %**. Italien hat mit **1,3 %** die niedrigste Inflation.



# Inflation in der Eurozone



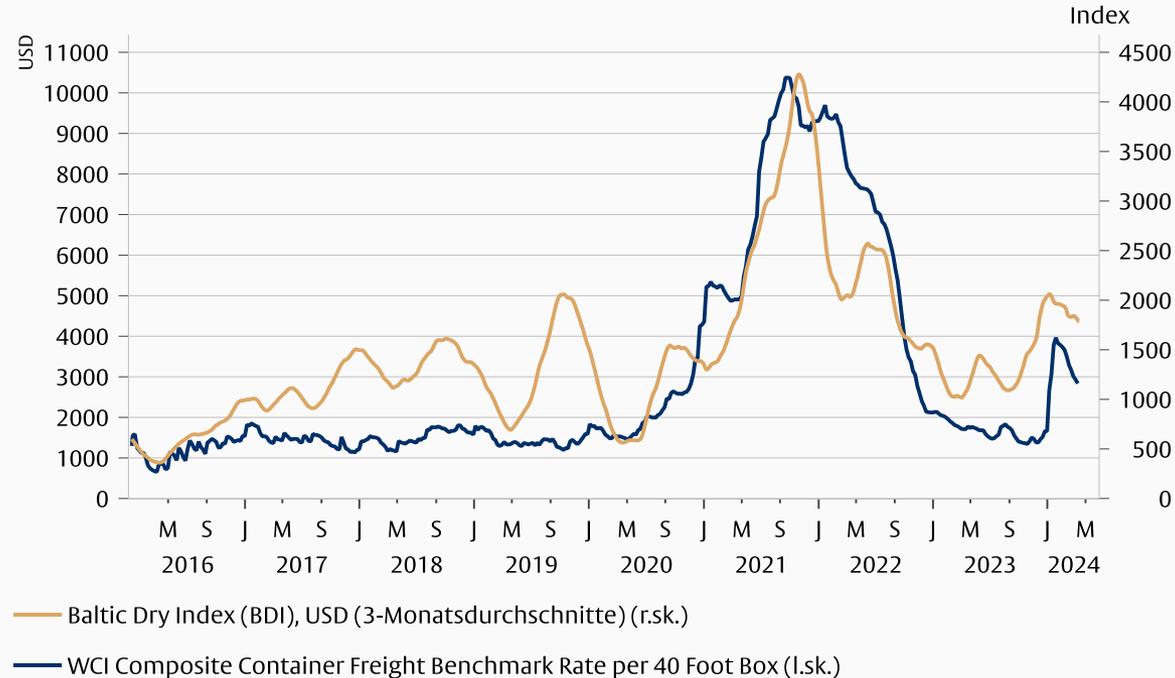
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Eurostat. Daten vom 11.04.2024.

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



# Die Seefrachtkosten steigen an

## Seefrachtkosten



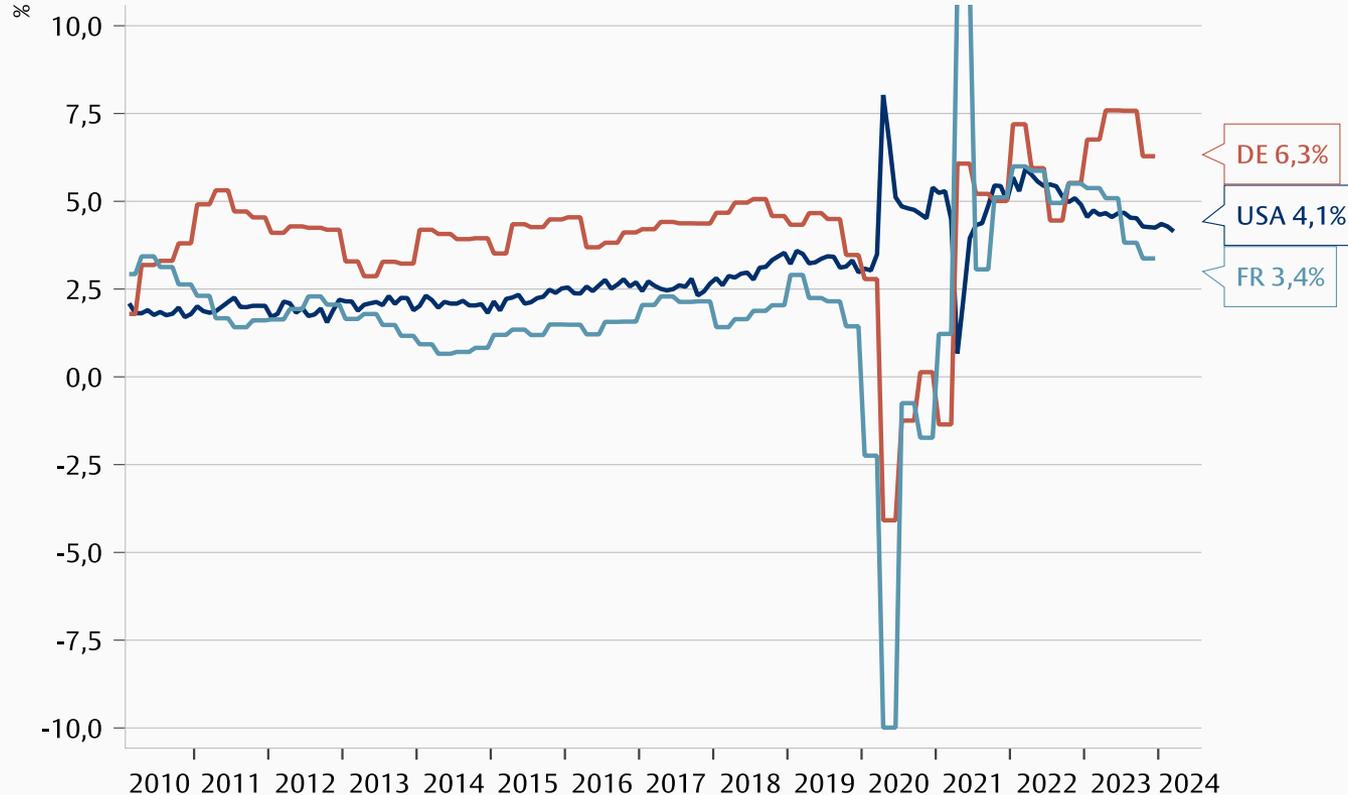
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Drewry Shipping Consultants Ltd, Baltic Exchange. Daten vom 11.04.2024.

Seit die **Angriffe auf Frachtschiffe im Roten Meer** eskaliert sind, steigen die **Seefrachtkosten** erneut an. Der **World Container Index**, der die Frachtraten für 40-Fuß-Container abbildet, und der **Baltic Dry Index**, der die globalen Verschiffungskosten für trockene Schüttgüter wie **Kohle** oder **Kupfer** zusammenfasst, sind Ende **2023** stark angestiegen.



# USA: Die Nominallöhne steigen weiter

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

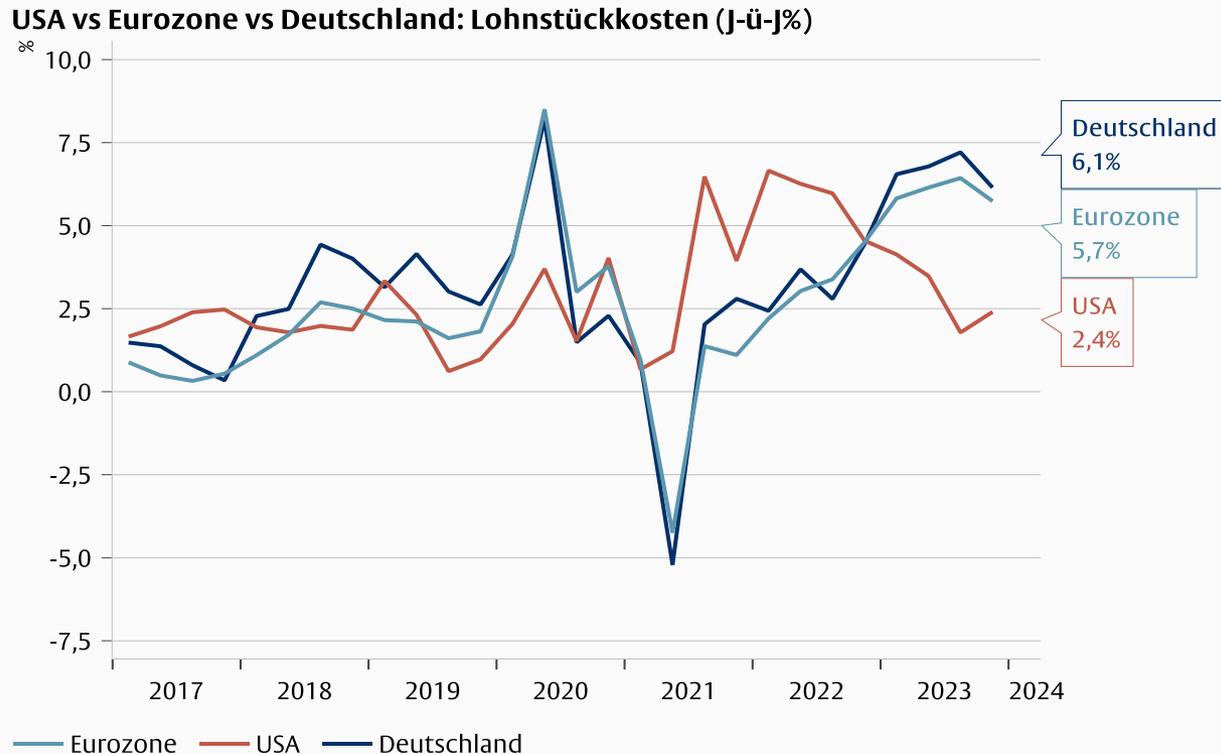


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, BLS, DESTATIS, INSEE Daten vom 11.04.2024.

Im **Februar** stiegen die durchschnittlichen **Stundenlöhne** in den USA um 4,3 %. Im Dezember betrug das **Lohnwachstum** 6,3 % in Deutschland und 3,4 % in Frankreich. In den drei Ländern bleibt das Lohnwachstum deutlich über dem Vorpandemieniveau.



# Lohnstückkosten höher in der EZ als in den USA



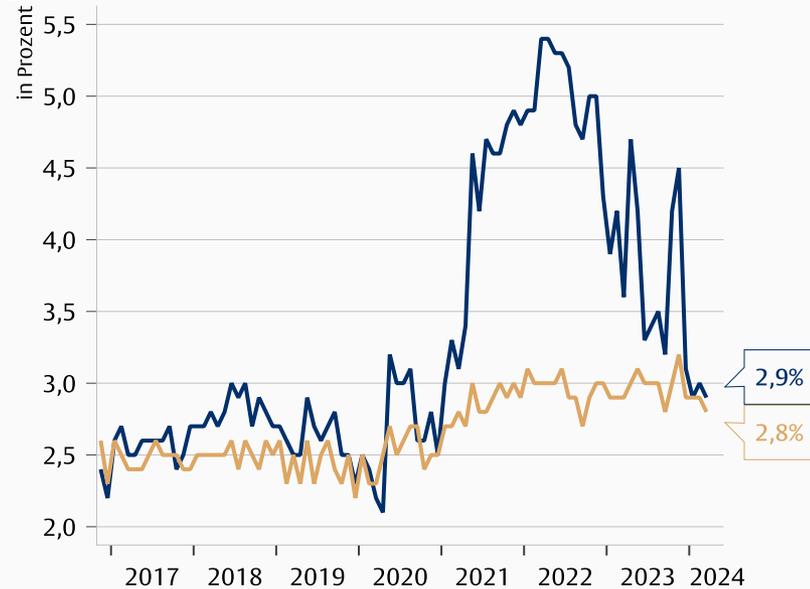
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, DESTATIS, BLS, ECB, ONS Daten vom 11.04.2024.

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



# 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 11.04.2024

Eurozone: Inflationserwartung der Konsumenten (Median)



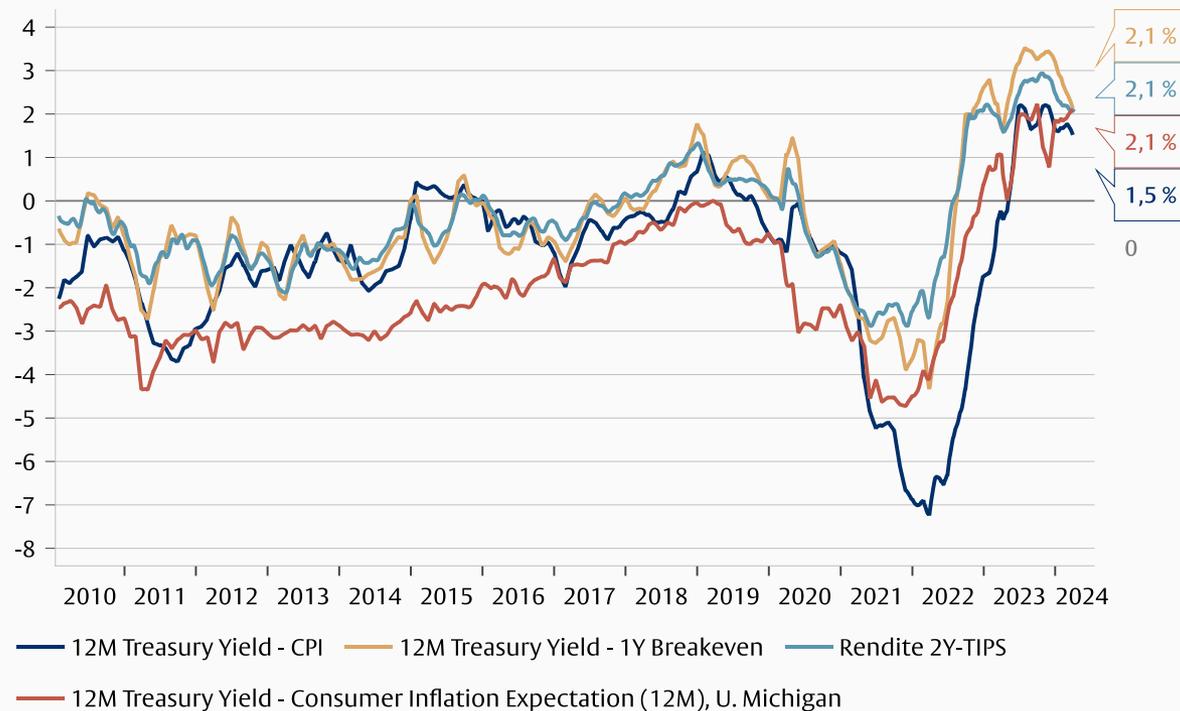
— in einem Jahr — in drei Jahren

Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, ECB (European Central Bank).  
Daten vom 11.04.2024

Im März gingen in den USA die **Inflationserwartungen der Konsumenten** für die kommenden fünf Jahre auf **2,8 % leicht zurück**. Für die nächsten zwölf Monate wird eine Inflationsrate von **2,9 %** erwartet, wobei diese Erwartungen in den letzten Monaten sehr stark **fluktuiert haben**. In der Eurozone blieben die Inflationserwartungen für das kommende Jahr bei **3,1 %** und für die nächsten drei Jahre bei **2,5 %**.



# USA: Wo ist der Realzins?



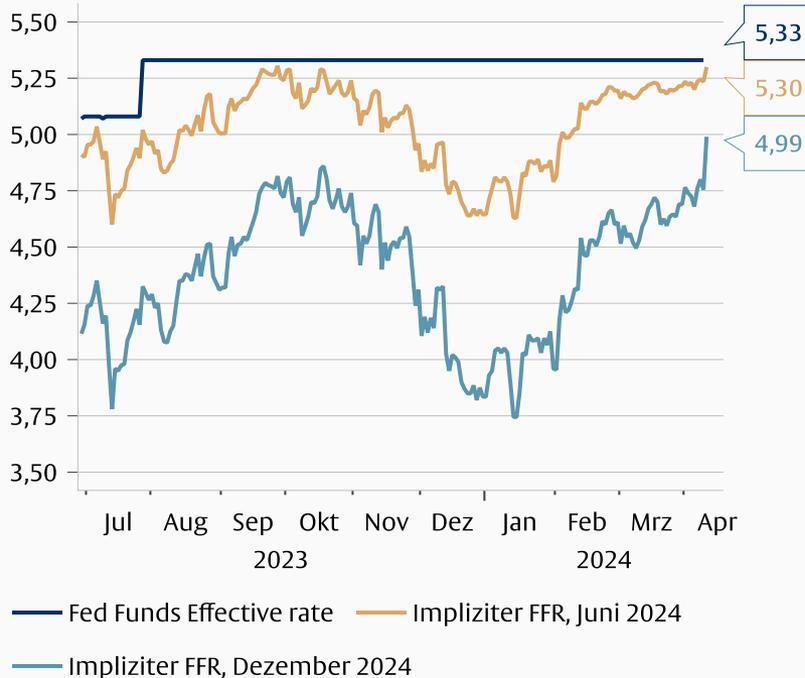
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Federal Reserve, U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS), U.S. Department of Treasury, University of Michigan. Daten vom 11.04.2024.

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 **1,5 % und 2,1 %**. 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 %**.



# Zinssenkungen für die zweite Hälfte 2024 eingepreist

Fed Leitzins: Implizit in Dezember 2023 vs heute



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, CME Group, Federal Reserve Bank of New York, Federal Reserve, U.S. Department of Treasury. Daten vom 11.04.2024.

EZB: erwarteter Zins im Dezember 2023 vs Einlagefazilität



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Intercontinental Exchange (ICE), ECB (European Central Bank). Daten vom 11.04.2024.

Derzeit werden auf den **Futures-Märkten**, insbesondere für die zweite Hälfte **2024**, **Zinssenkungen** erwartet, allerdings mit hoher **Volatilität**. Für Juni (**gelb**) wird heute (April 2024) in den USA keinen Zinsschritt mehr und in der Eurozone einen Zinsschritt erwartet. Für Dezember (**blau**) 2024 wird sowohl in den **USA** als auch in der **Eurozone** ein deutlich höherer **Leitzins** als vor drei Monaten 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.

