Flossbach von Storch
RESEARCH INSTITUTE

Konjunkturbericht

Pablo Duarte

Juli 2025

Einleitung

Die **US-Wirtschaft** wuchs schneller als China und die Eurozone. Der US-Arbeitsmarkt und der private Konsum blieben stabil, allerdings mit Abschwächungszeichen. Der **Handel** zwischen **China** und den **USA** brach ein, einige Lieferungen dürften allerdings über **Drittstaaten** stattgefunden haben.

In **China** schrumpfte das verarbeitende Gewerbe weiter. Die **Gesamtexporte** stiegen um 5,8 % und die Gesamtimporte nur um 1 %.

Die **Inflationsrate** in den USA stieg im Juni stärker als erwartet, insbesondere wegen höherer Energiepreise. Die Kerninflation (ohne Energie und Lebensmittel) legte wie erwartet leicht zu. Ein deutlicher **Zoll-Effekt** blieb bislang aus. Der Inflationsdruck konzentriert sich weiterhin auf den **Dienstleistungssektor**.

An den Futures-Märkten sind für die **USA** bis Jahresende Zinssenkungen um 25 bis **50 Basispunkte** eingepreist, für die **Eurozone** um 25 Basispunkte.

Vorsichtiger US-Konsum?

Quelle: Generiert durch ChatGPT

Inhalt

Realwirtschaft 5

Wirtschaftswachstum: USA, Euroraum, China 6

Außenhandel 8

USA: Arbeitsmarkt & privater Konsum 13

China 22

Preise 29

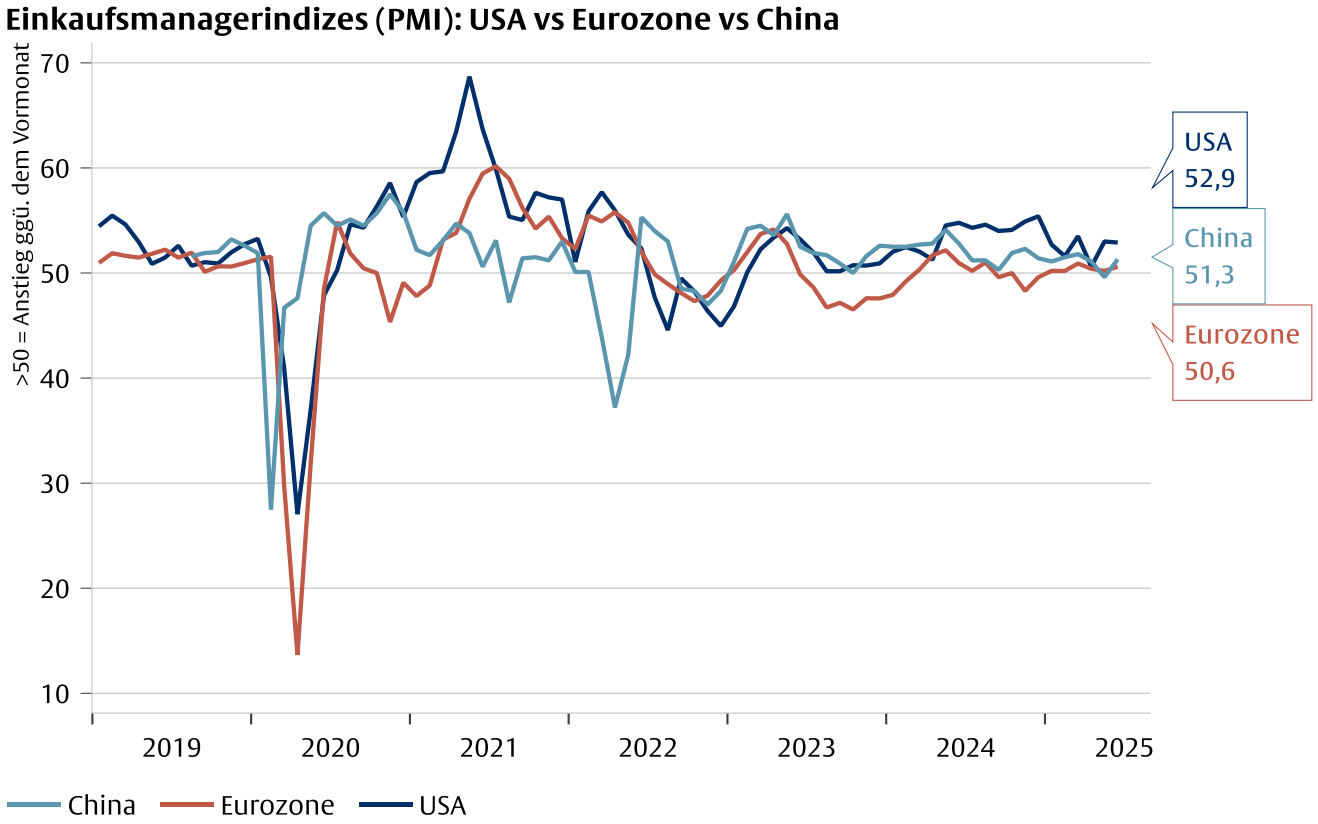
USA 30

Euroraum 36

Zinserwartungen 40

REALWIRTSCHAFT

Starkes US-Wachstum

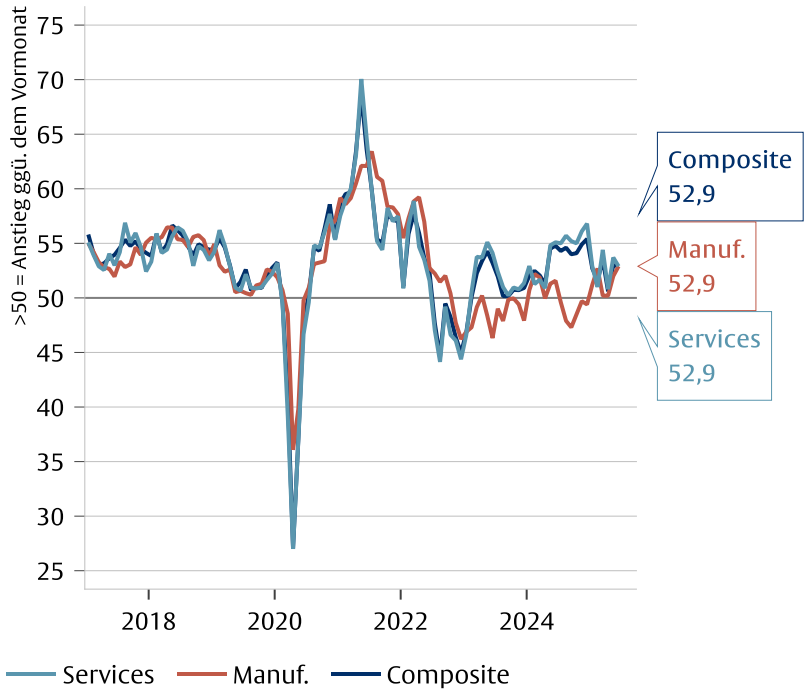


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, S&P Global. Daten vom 06.2025.

Im Juni waren die Wachstumsperspektiven der **US-Wirtschaft** weiterhin besser als in China und der Eurozone. Der **Einkaufsmanagerindex** (**PMI**), ein **Frühindikator** für das **Wirtschaftswachstum** lag mit 52,9 Punkten klar über der Wachstumsschwelle von 50. Auch in China (51,3) und der Eurozone (50,6) deuteten die PMIs auf ein leichtes Wachstum hin.

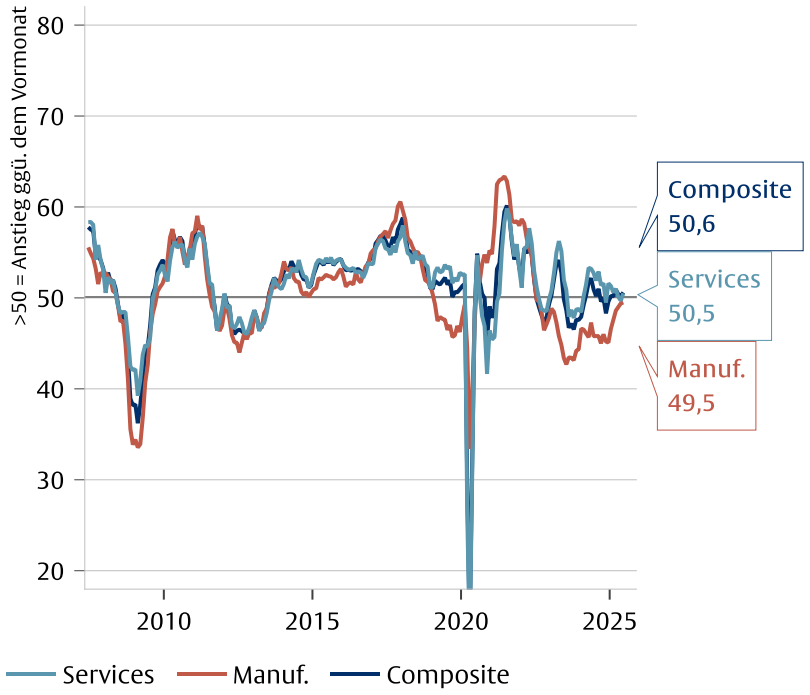
Schrumpfende Industrie in der Eurozone

USA: Sektorale Einkaufsmanagerindizes (PMIs)



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, S&P Global Daten vom 06.2025.

Eurozone: Sektorale Einkaufsmanagerindizes (PMIs)

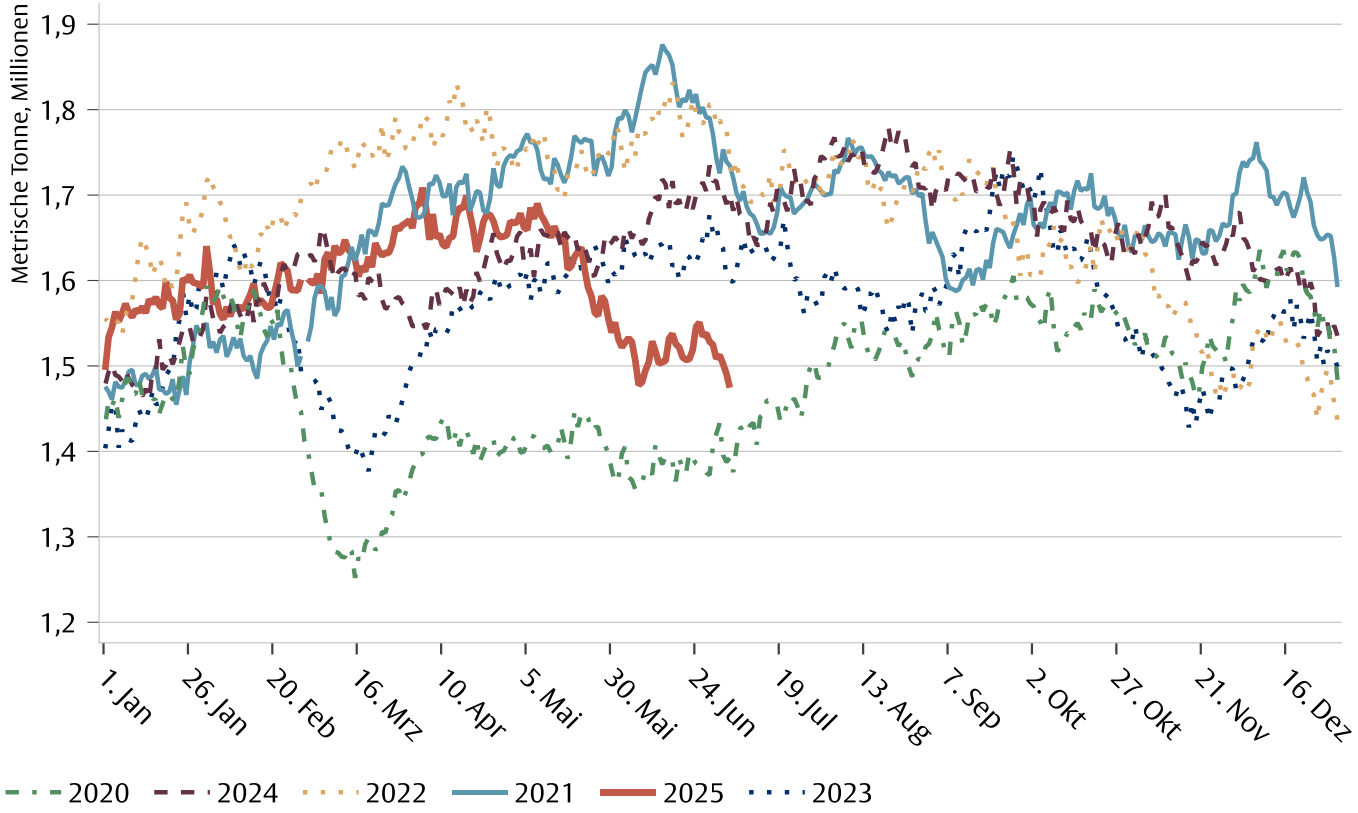


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, S&P Global Daten vom 06.2025.

In den USA wuchsen **Industrie und Dienstleistungen** zuletzt gleich stark. In der **Eurozone** legte nur der Dienstleistungssektor leicht zu, während das verarbeitende Gewerbe seit 2022 weiter **schrumpft**.

„Frontloading“ an US-Häfen ist vorbei

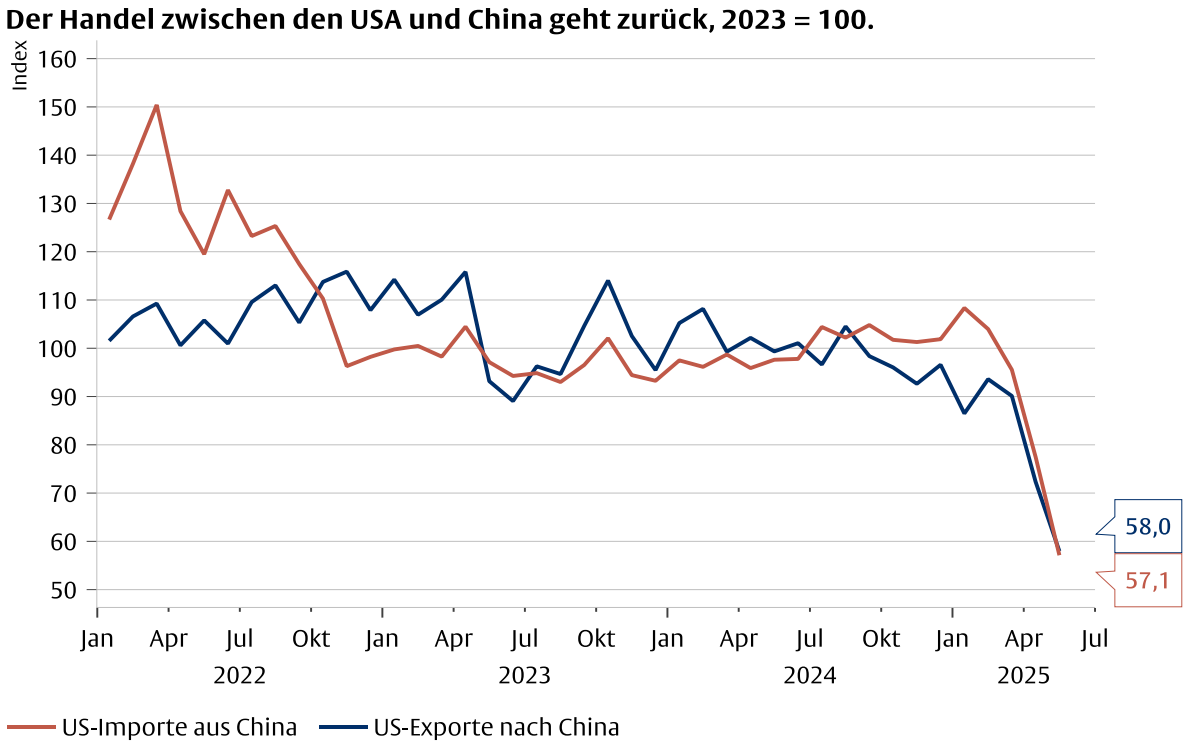
Einfuhren in die 40 wichtigsten US-Häfen



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond. Daten vom 04.07.2025.

Das **Frontloading** dürfte abgeschlossen sein. Die **US-Importe** stiegen bis Anfang April **ähnlich stark wie 2021**, gehen seither aber **zurück**. Aktuell liegt das Volumen **unter dem Niveau** der letzten zwei Jahre – nur **2020** war zur gleichen Zeit noch schwächer.

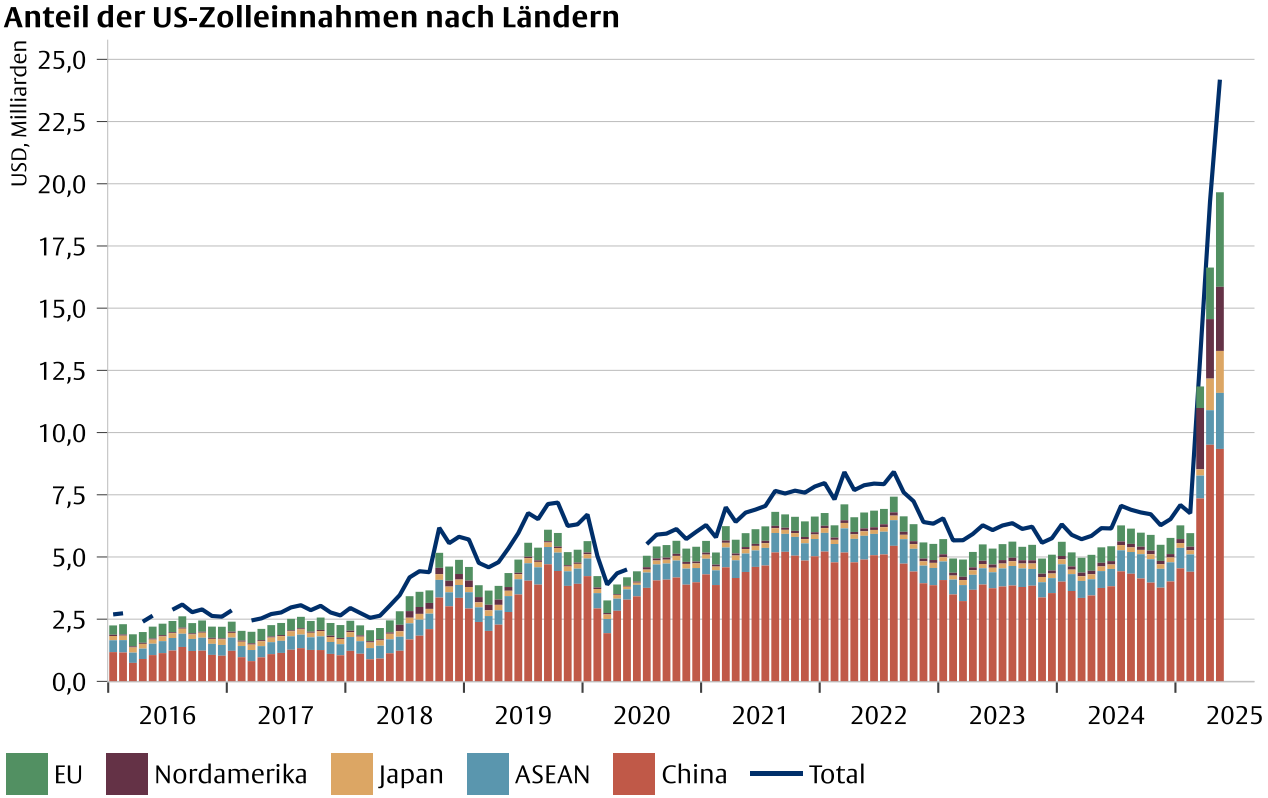
China-USA: Exporte und Importe gehen Hand in Hand



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, USCB. Daten vom 05.2025.

Der **Handel zwischen den USA und China** ist eingebrochen. Sowohl **Importe** aus China als auch **Exporte** nach China lagen im Juni rund **40 % unter dem Vorjahr**. Die Vorstellung, weniger zu importieren und gleichzeitig mehr zu exportieren, ist **unrealistisch. Exporte und Importe** gehen im Welthandel Hand in Hand.

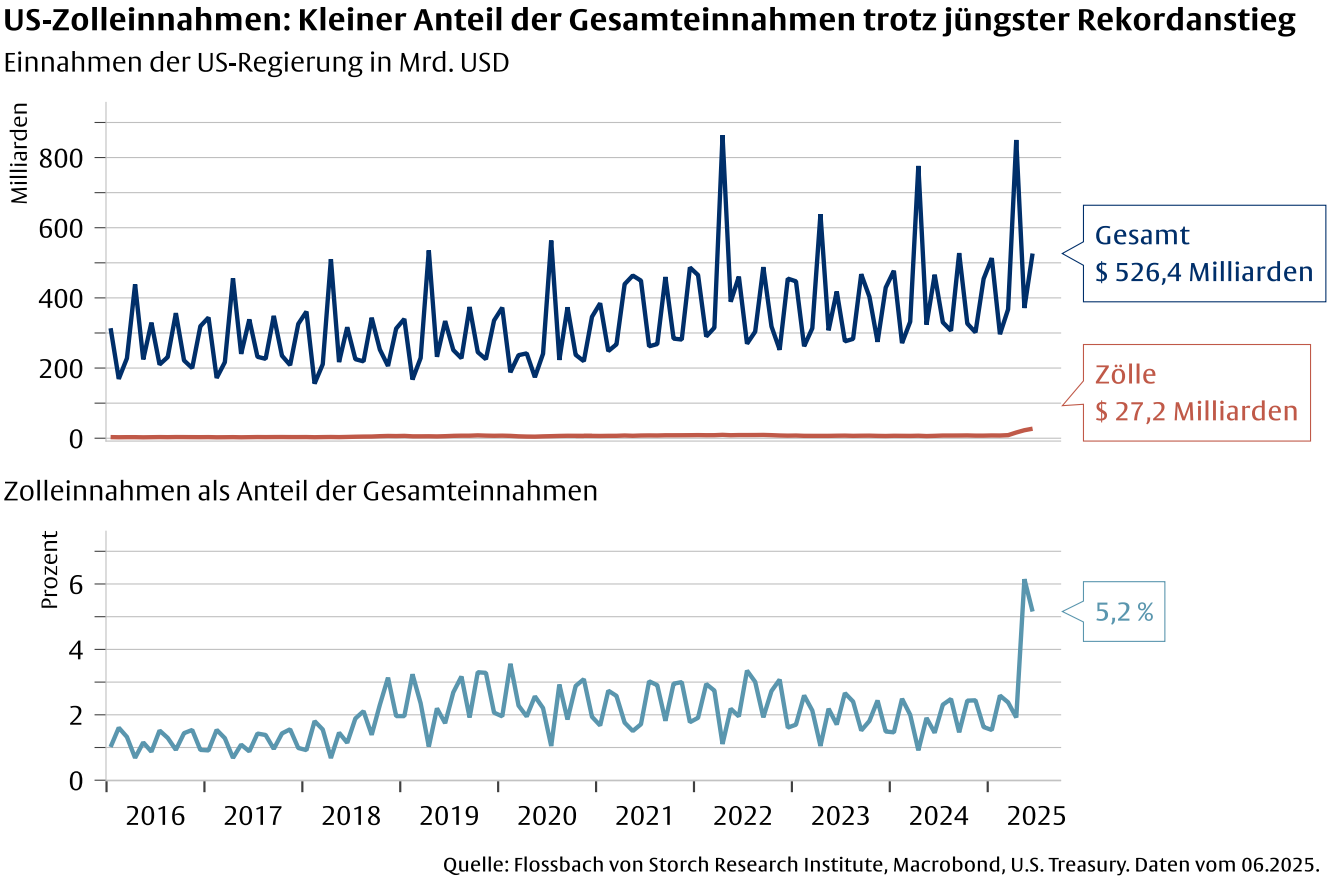
Die meisten US-Zolleinnahmen kommen aus China …



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, USCB. Daten vom 05.2025.

Die **US-Zolleinnahmen** stammen seit Trumps erster Amtszeit vor allem aus **Importen aus China**. Seit dem Frühjahr 2025 haben sie sich **mehr als verdreifacht**. Auch die **Zolleinnahmen aus der EU und Nordamerika** sind seit März **deutlich gestiegen**.

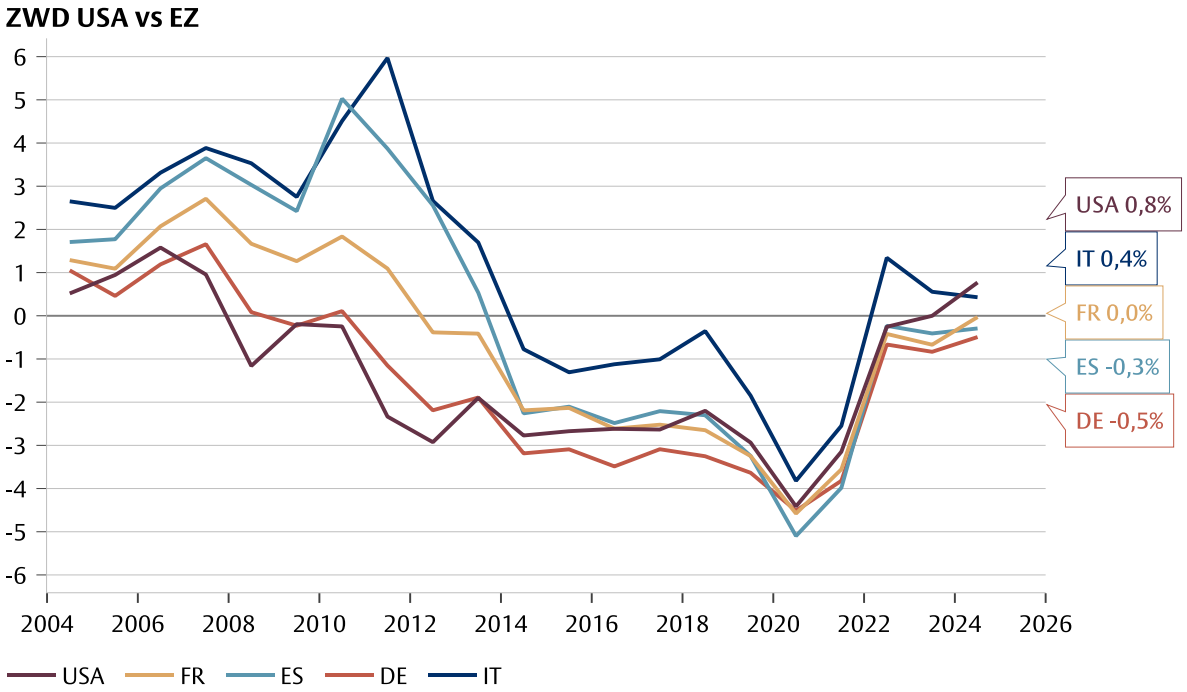
… und bleiben für den US-Haushalt insignifikant



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Treasury. Daten vom 06.2025.

Trotz des **Rekordanstiegs** bleiben die **US-Zolleinnahmen** eine **Randgröße**. Zwar sind die absoluten Einnahmen zuletzt **deutlich gestiegen**, ihr Anteil an den **gesamten Staatseinnahmen** liegt jedoch bei nur **knapp 6 Prozent**.

USA: Schulden wachsen schneller als das BIP



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Macrobond, OECD, U.S. Treasury. Daten vom 2024. Notiz: Das Zins-Wachstums-Differenzial (ZWD) ist definiert als die Differenz zwischen der Rendite zehnjähriger Staatsanleihen und dem potenziellen BIP-Wachstum, also dem Wachstum des Bruttoinlandsprodukts unter voller Ausnutzung der Produktionsfaktoren und ohne Inflationsdruck.

Wirtschaftswachstum ist entscheidend für die **Tragfähigkeit von Staatsschulden**. Liegt der **Zins** über dem BIP-Wachstum, wird die Rückzahlung schwieriger. Aktuell weisen die USA und Italien ein leicht positives **Zins-Wachstums-Differenzial** (**ZWD**) auf, gemessen an den Renditen zehnjähriger Staatsanleihen und der von der OECD geschätzten Veränderung des Produktionspotentials.

USA: Privater Konsum & Arbeitsmarkt

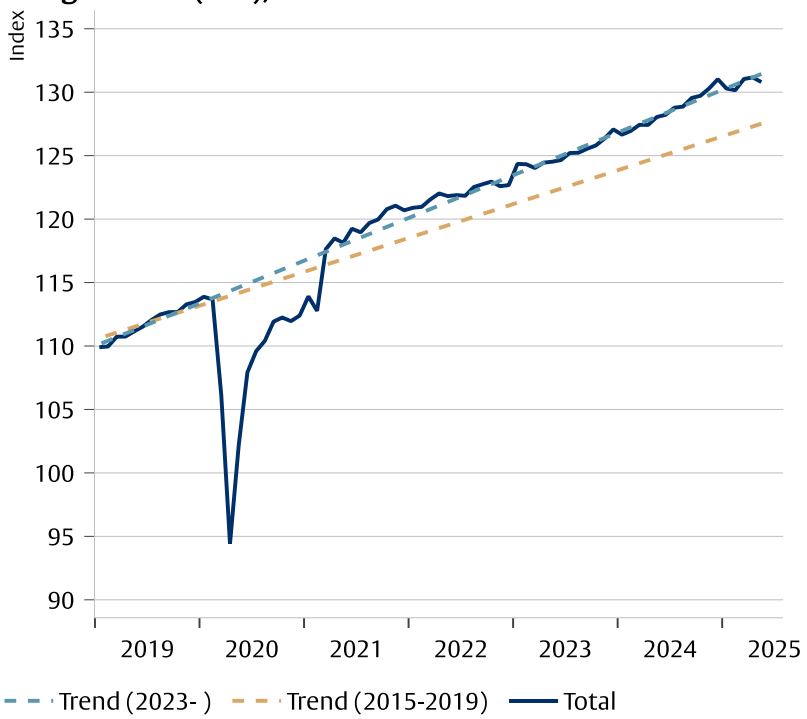
Die Einzelhandelsverkäufe steigen weiter

Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Redbook Research Inc. Daten vom 2025 W28.

Der wöchentliche „Johnson Redbook Retail Sales“-Index fasst die **Verkäufe** von **Warenhäusern** und **Einzelhandelsgeschäften** in den USA zusammen. Der Index liegt weiter über dem für **1996 bis 2019** berechneten **Durchschnitt** und zeigt **starke US-Einzelhandelsumsätze** bis zum 06.07.2025.

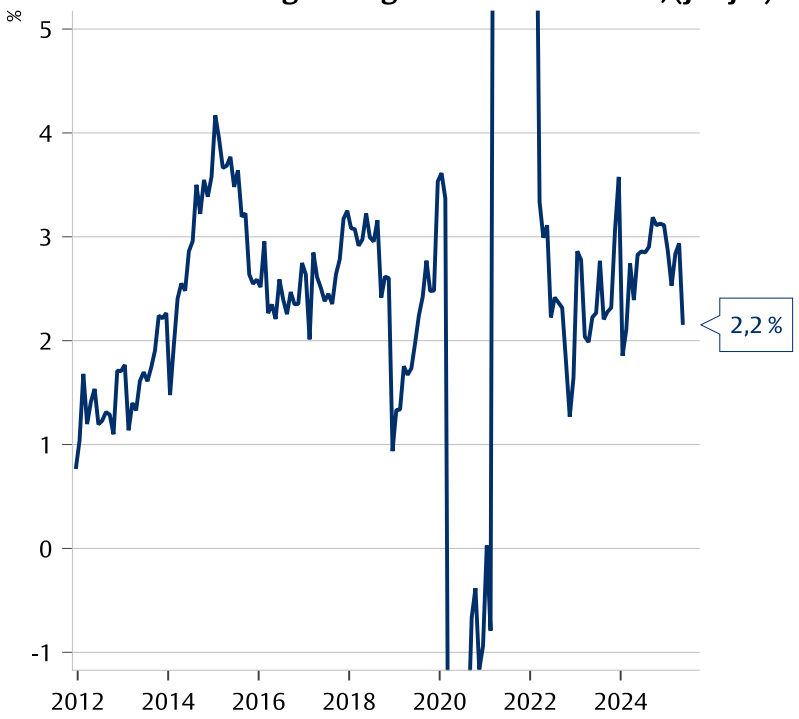
USA: Wird der private Konsum vorsichtiger?

Mengenindex (PCE), 01.2020 = 100



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, BEA. Daten vom 05.2025.

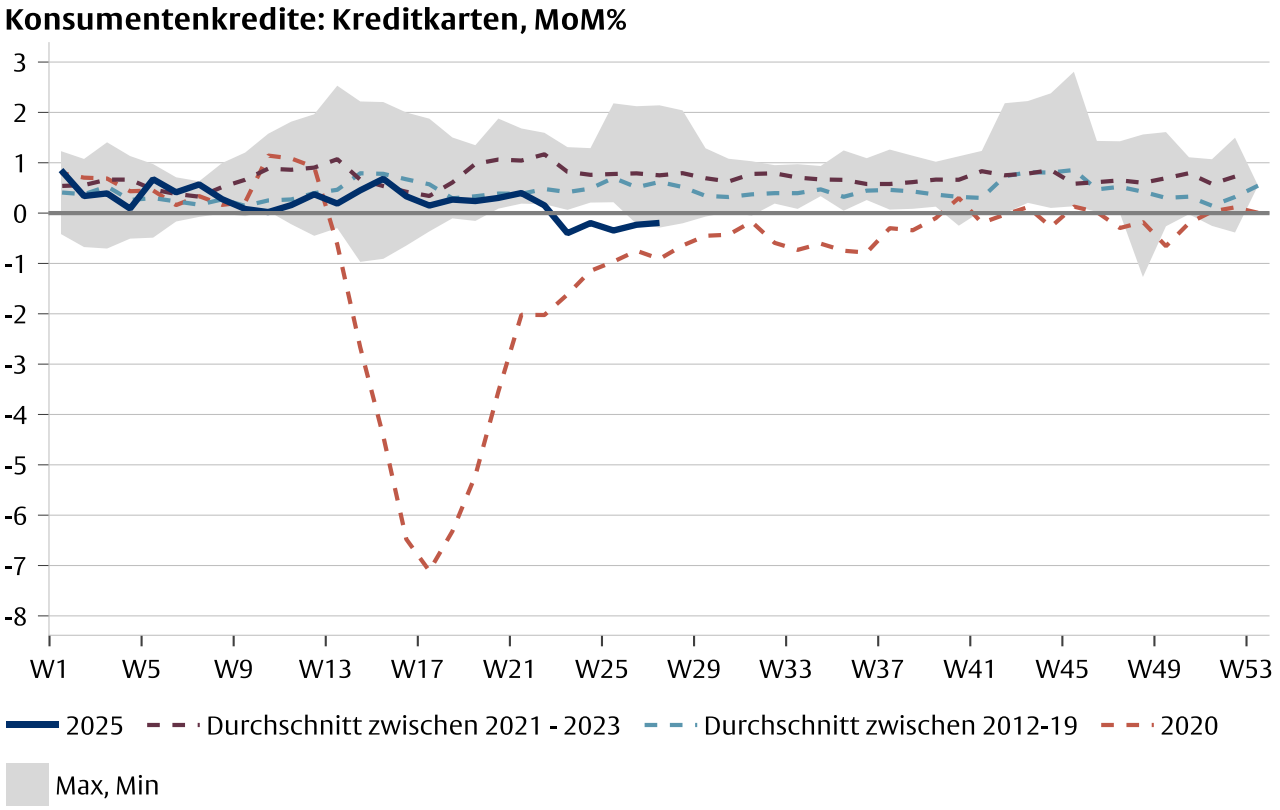
USA: PCE Preisbereinigte Ausgaben der Haushalte, (J-ü-J %)



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, BEA. Daten vom 05.2025.

Der **Konsum in den USA** bleibt **robust**, hat sich zuletzt aber **abgeschwächt**. Die preisbereinigten Haushaltsausgaben wuchsen seit 2023 stärker als in den Jahren 2015 bis 2019. Zuletzt wurde dieser Pfad nicht mehr gehalten, der **Juni-Wert** schwächte sich ab. Im Jahresvergleich stiegen die Ausgaben nur um **2,2 Prozent**, so langsam wie seit Anfang 2024 nicht mehr.

Kreditkartenkredite gehen zurück

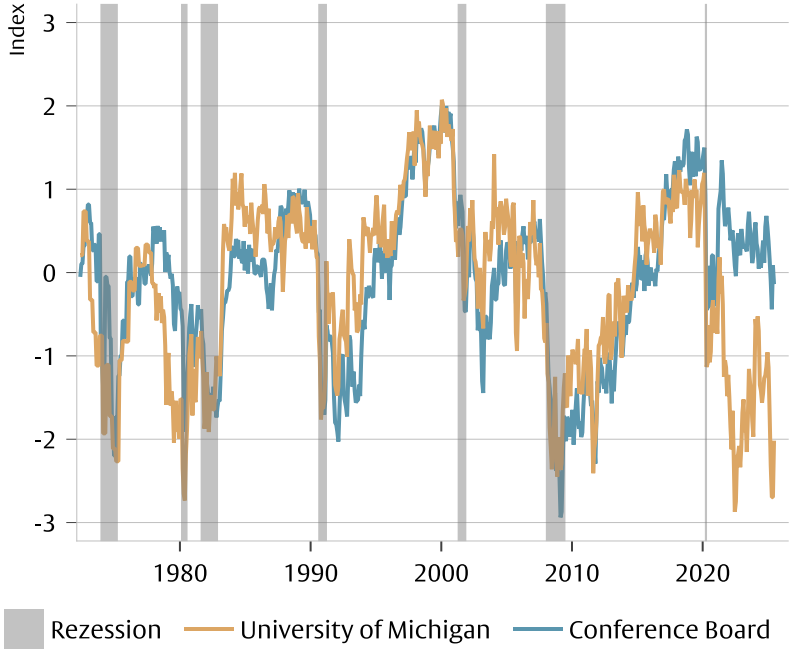


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Fed Daten vom 30.06.2025.

Die **Kreditkartenschulden** sind in den letzten Wochen **gesunken**. Die **monatliche Veränderung** fällt geringer aus als zur selben Saison in früheren Jahren.

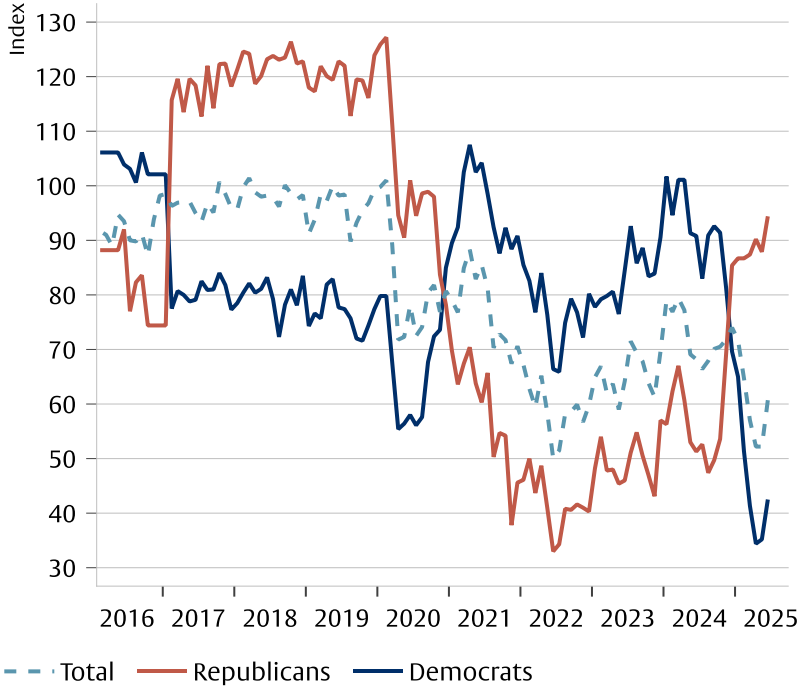
Trump sorgt für schlechte Stimmung

Standarisierte Konsumklima-Indizes: Conference Board vs. U. Michigan



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, TCB, University of Michigan, NBER. Daten vom 06.2025.

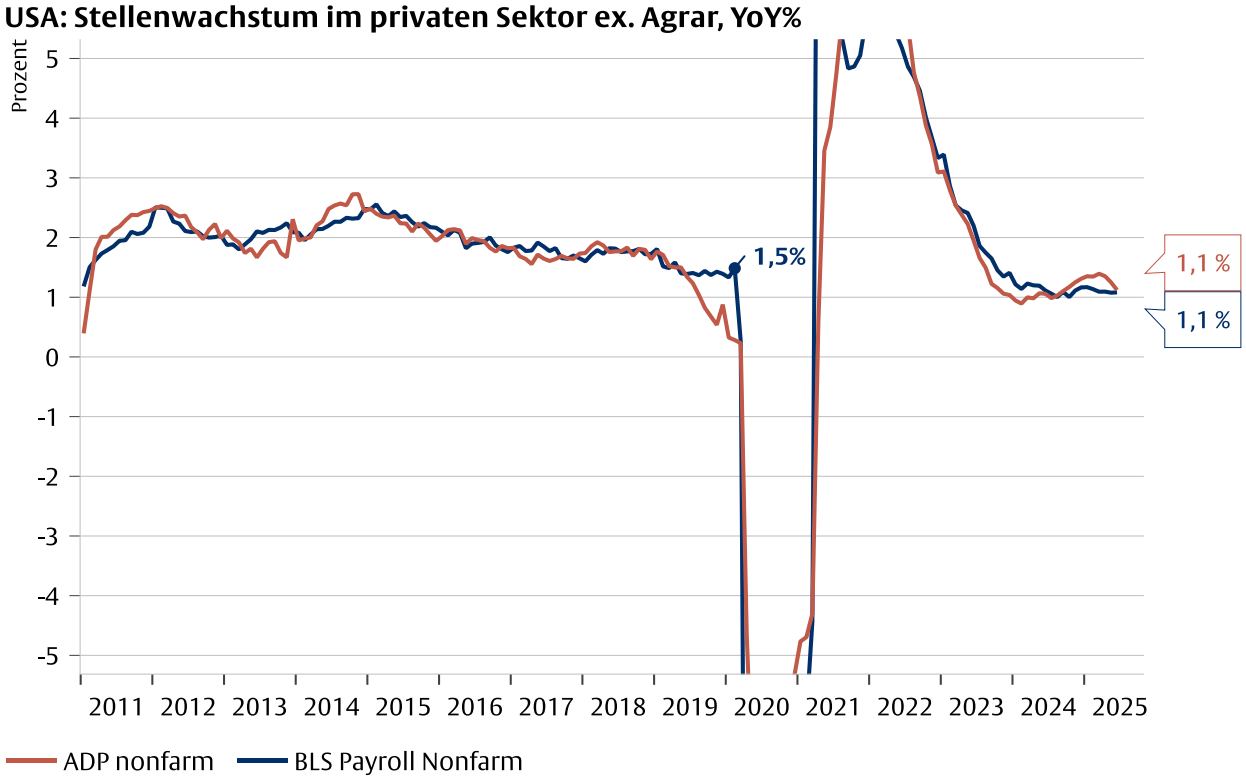
USA: Consumer Sentiment Index, U. Michigan



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, University of Michigan. Daten vom 06.2025.

Trumps **Zoll-Ankündigungen** haben die **Konsumentenstimmung** gedrückt. Der *Consumer Confidence Index* des **Conference Board** fiel auf das Niveau des Corona-Schocks. Der *Consumer Sentiment Index* der Universität Michigan erreichte im **Juni 2022** und **März 2025** Werte, wie sie sonst nur in **Rezessionen** vorkommen. Wie üblich sind Anhänger der Oppositionspartei deutlich pessimistischer – diesmal jedoch mit **außergewöhnlich starken Ausschlägen**.

Stellenwachstum bleibt stabil

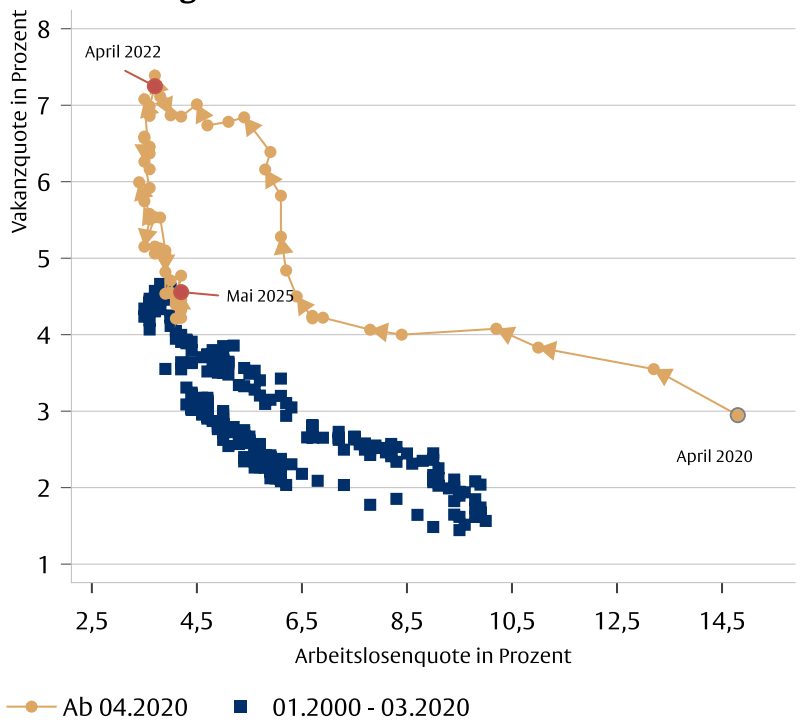


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, BLS, ADP Daten vom 06.2025.

Im Juni stieg die Zahl der **Stellen im privaten Sektor** (ohne Landwirtschaft) gegenüber dem Vorjahr um **1,1 Prozent**. Der **ADP-Bericht** bestätigt diesen Wert. Der **US-Arbeitsmarkt** bleibt stabil, doch das **Stellenwachstum** verläuft langsamer als in den Jahren zwischen Finanz- und Coronakrise.

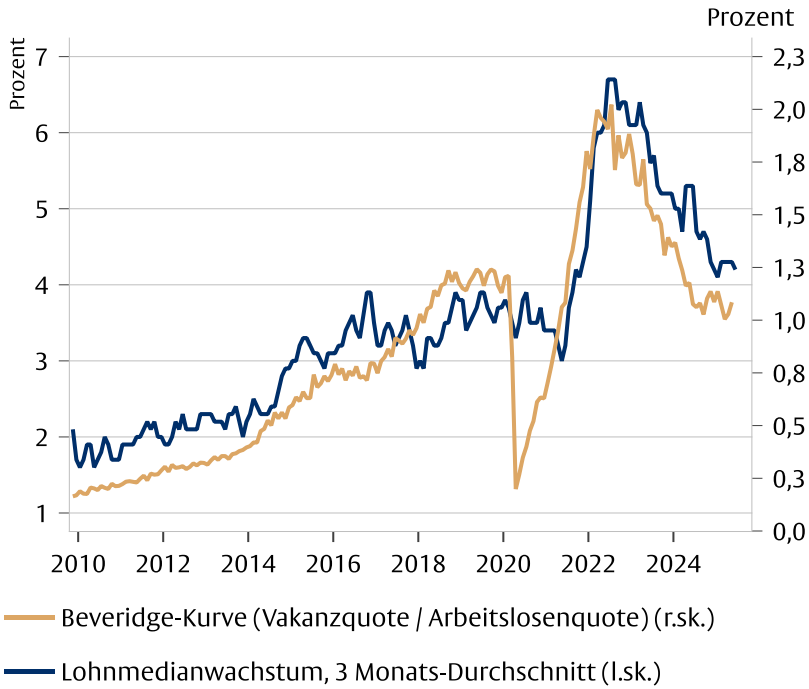
Der US-Arbeitsmarkt ist weniger angespannt

USA: Beveridge-Kurve



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, BLS Daten vom 05.2025.

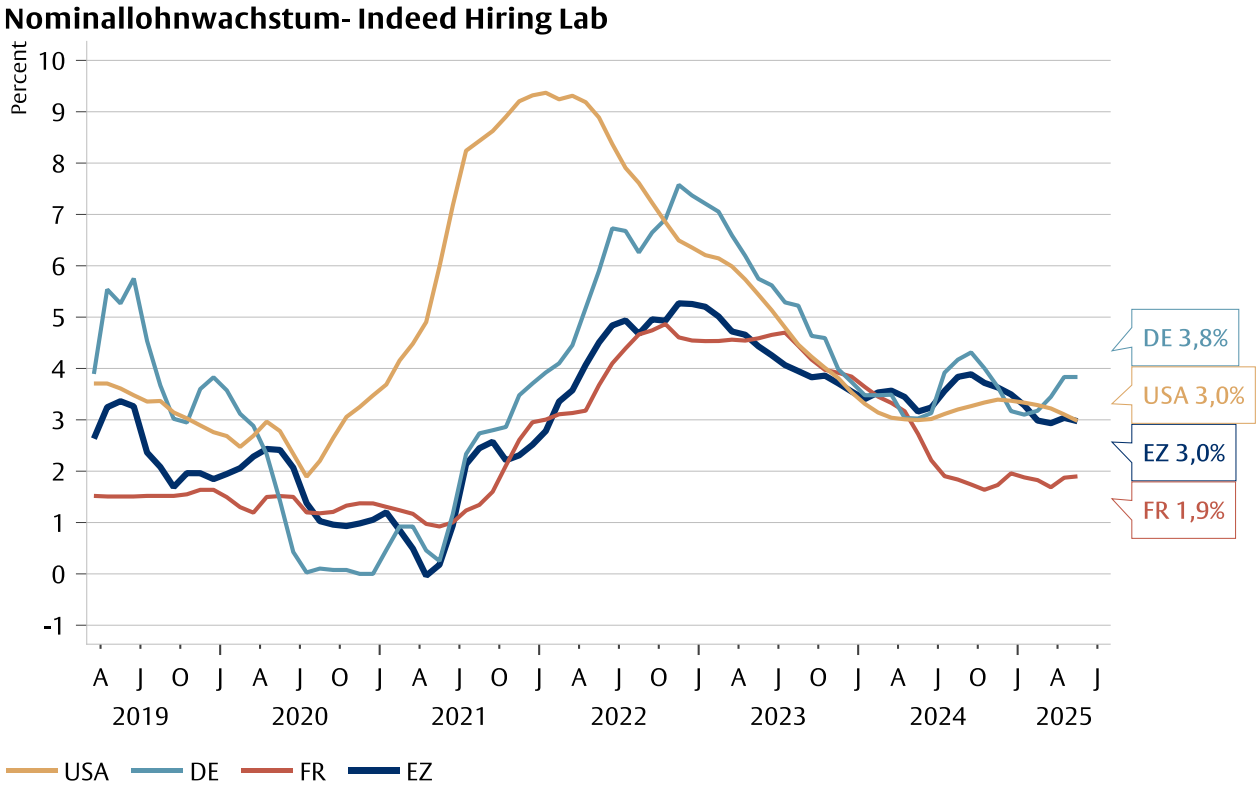
USA: Lohnwachstum und der Arbeitsmarkt



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Atlanta Fed, BLS Daten vom 06.2025.

Die **Beveridge-Kurve**, die die Beziehung zwischen der **Vakanzquote** – definiert als der Anteil offener Stellen an der Gesamtzahl von besetzten und offenen Stellen – und der **Arbeitslosenquote** abbildet, hat sich normalisiert: Seit 3 Jahren **fällt** die Vakanzquote, ohne dass die Arbeitslosenquote spürbar **steigt.** Das nominale **Lohnwachstum** verlangsamt sich ebenfalls seit zwei Jahren, ist aber mit 4,1 % immer noch **höher als vor der Pandemie**.

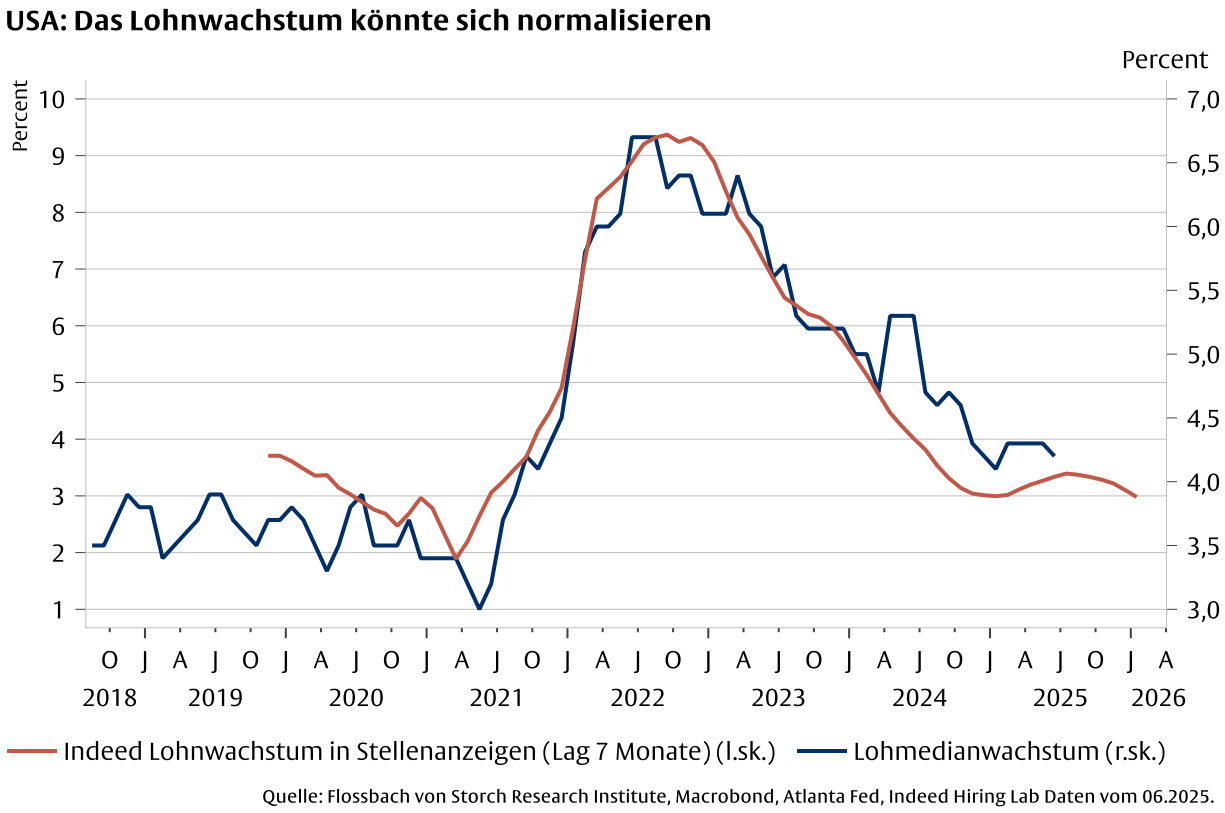
Die Nominallöhne steigen weiter



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Indeed Hiring Lab. Daten vom 05.2025.

Der **Wage Tracker** von **Indeed Hiring Lab** zeigt weiter steigende Nominallöhne. Im **Mai** lag die Veränderungsrate bei **3,0 %** in der Eurozone, **3,8 %** in **Deutschland**, **1,9 %** in **Frankreich** und **3 %** in den **USA**. Nur in Deutschland steigen die Löhne schneller als am Anfang des Jahres.

USA: Normalisierung des Lohnwachstums?



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Atlanta Fed, Indeed Hiring Lab Daten vom 06.2025.

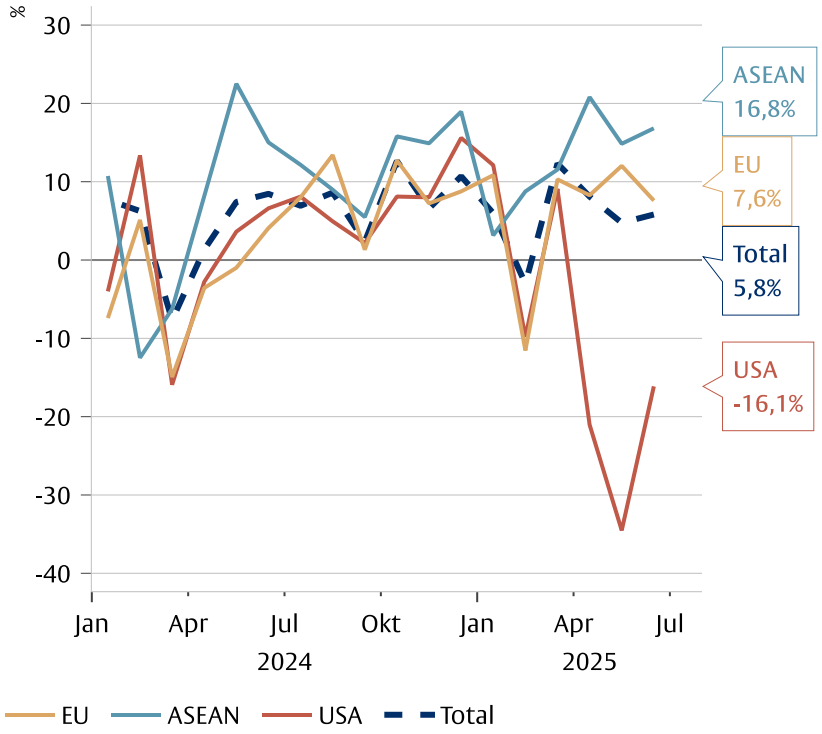
Das **Lohnwachstum** nach dem **Wage Tracker** von **Indeed Hiring Lab** scheint dem **Lohnmedianwachstum** der **USA** etwa sieben Monate vorauszulaufen. Wenn dies stimmt, könnte sich das Lohnwachstum auf dem aktuellen Niveau von über 4 % stabilisieren.

China

Quelle: Generiert durch ChatGPT

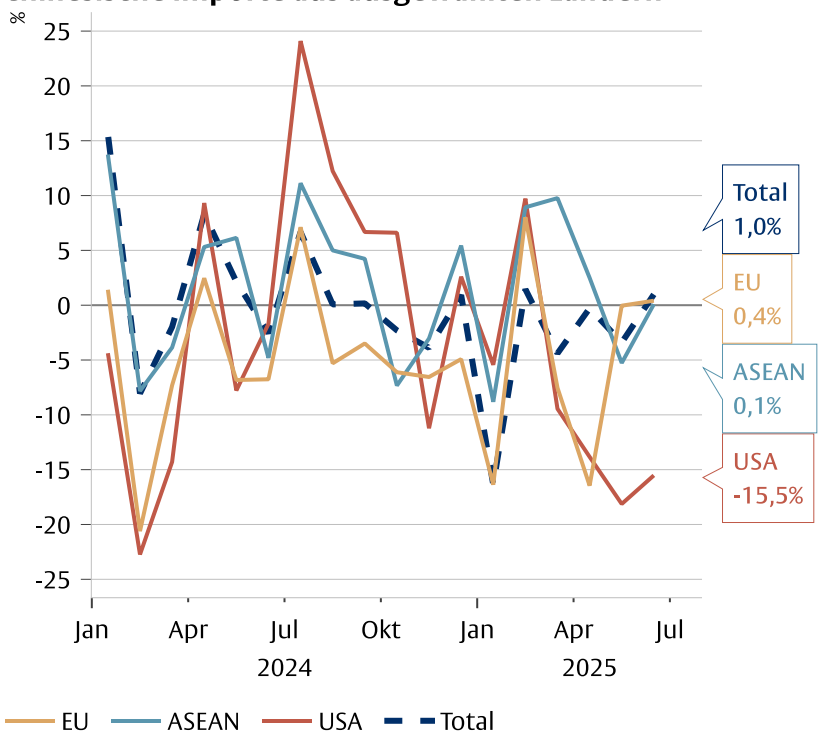
China: Exporte steigen mehr als die Importe

Chinesische Exporte nach Zielland, J-ü-J%



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, GAC. Daten vom 06.2025.

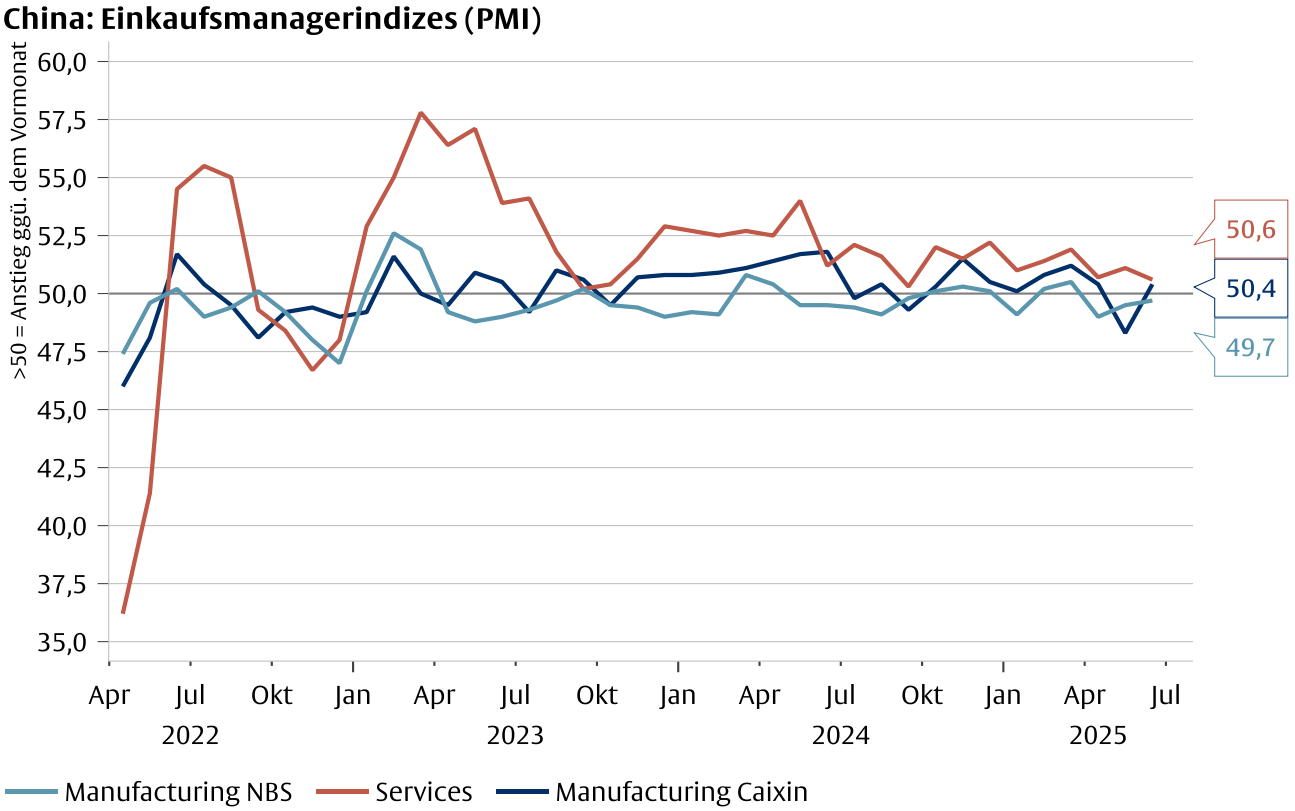
Chinesische Importe aus ausgewählten Ländern



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, GAC. Daten vom 06.2025.

Chinas Handel mit den USA ist stark **zurückgegangen**. Der Anstieg der Exporte in ASEAN-Staaten um fast 16,8 Prozent deutet darauf hin, dass ein Teil der **Lieferungen** in die USA über diese Länder **umgeleitet** wurde. Gleichzeitig stiegen Chinas Importe insgesamt um nur 1 %, was auf schwaches Wachstum und nachlassende Binnennachfrage hindeutet.

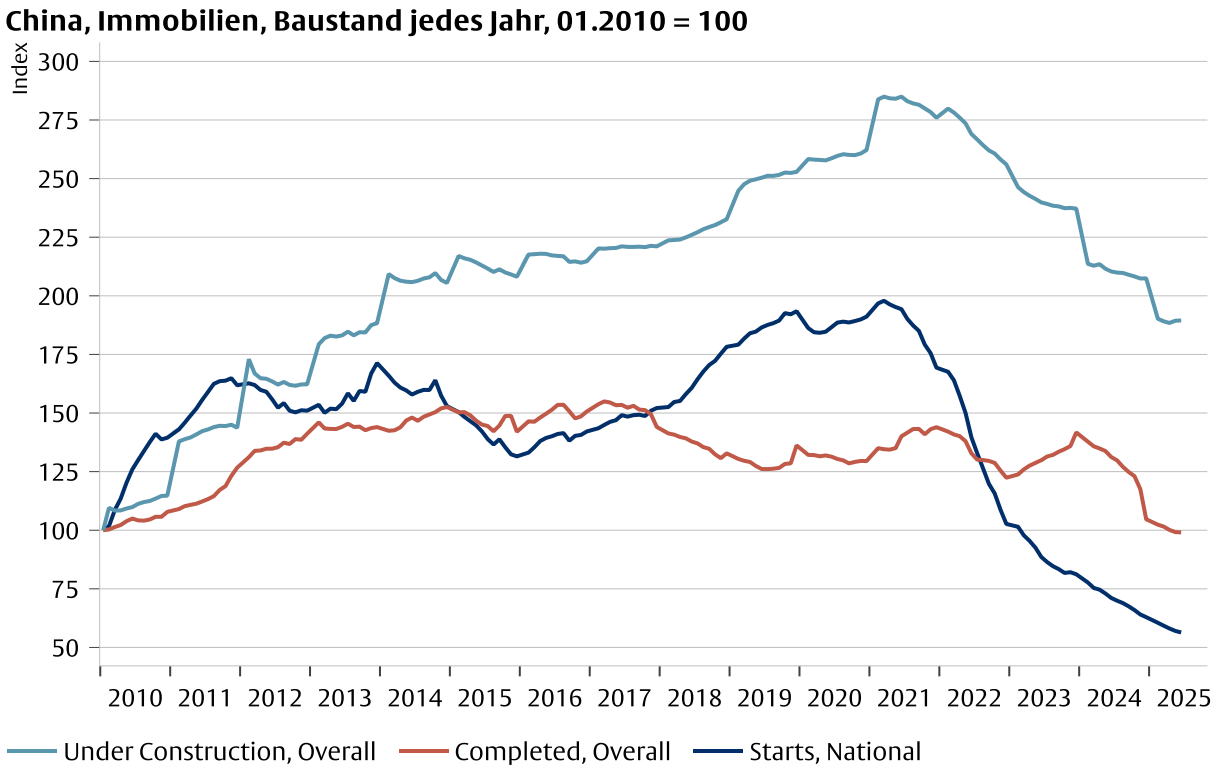
China: Das verarbeitende Gewerbe bleibt schwach



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, S&P Global, CFLP Daten vom 06.2025.

Der **PMI für das verarbeitende Gewerbe** bleibt schwach. Der private **Caixin-Index** notierte im Juni bei **49,7** und damit unter der Wachstumsschwelle. Der staatliche **NBS-Index** lag mit **50,4** nur knapp darüber. Im **Dienstleistungssektor** setzte sich die leicht positive Tendenz fort.

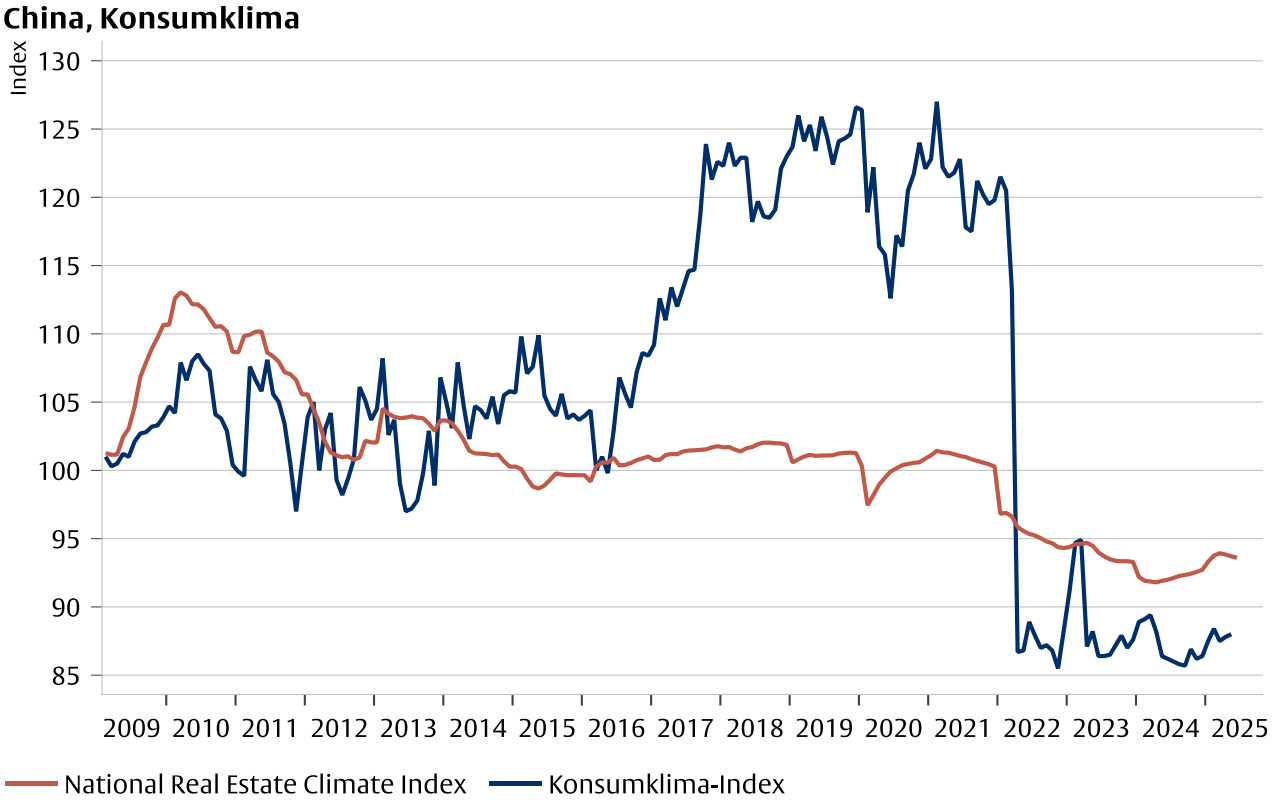
Die Bauaktivitäten erholen sich nicht …



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, NBS Daten vom 06.2025.

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

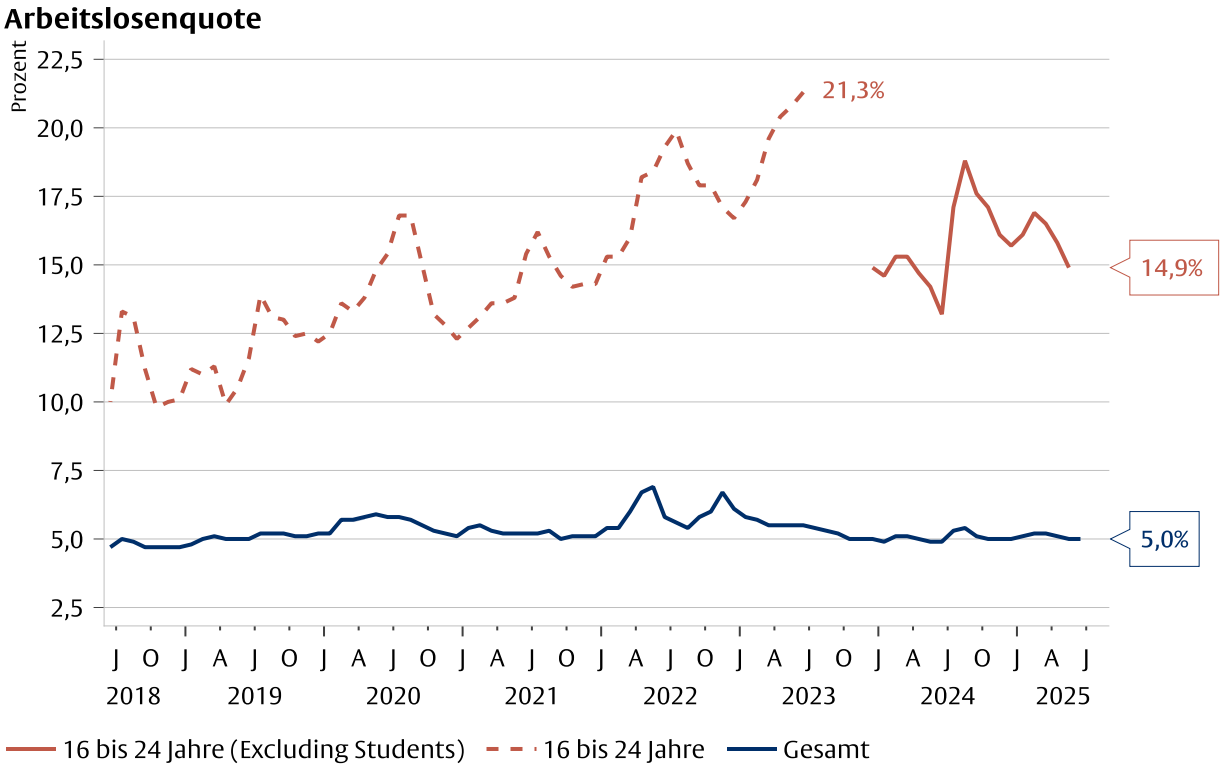
… und die Stimmung auch nicht



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, CEMAC, NBS, OECD Daten vom 05.2025.

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

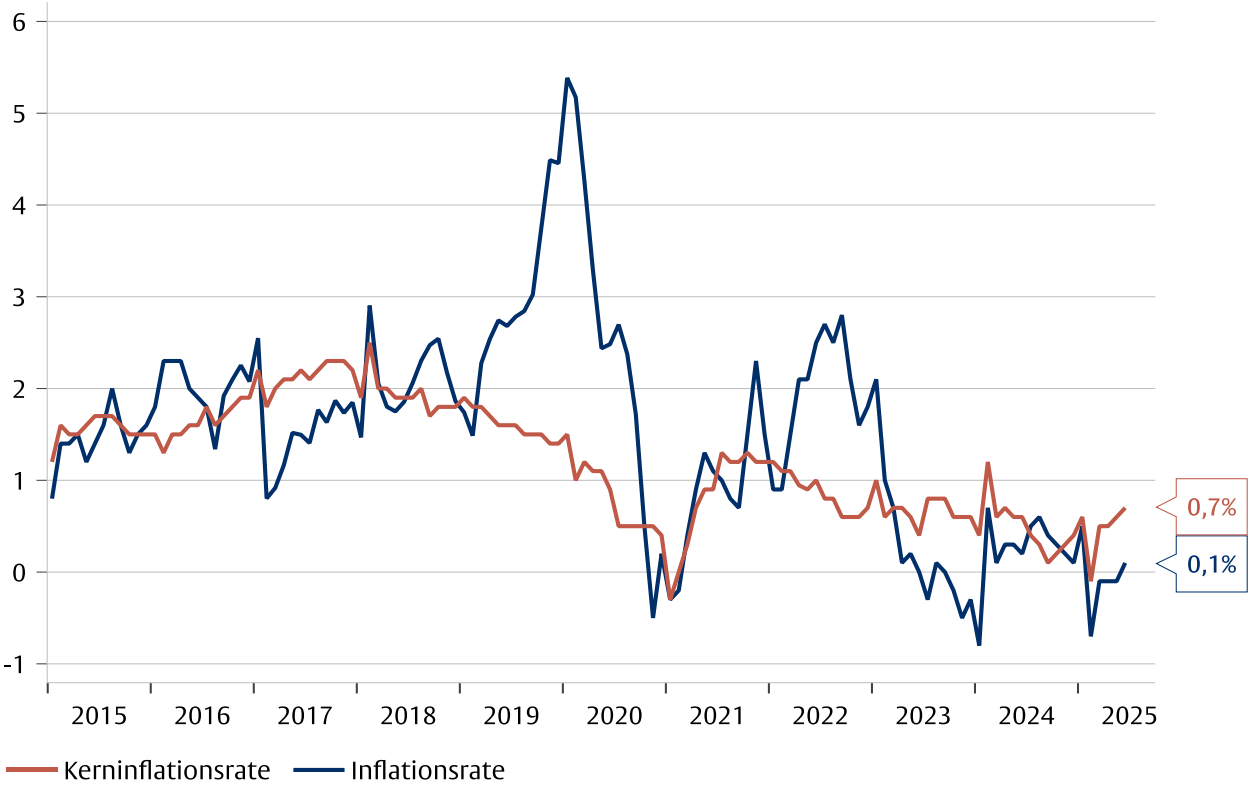
Sehr hohe Jugendarbeitslosigkeit



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, NBS. Daten vom 06.2025.

Die **Arbeitslosenquote** Chinas **bewegte** sich in den letzten Monaten bei 5 % **seitwärts**. Die **Jugendarbeitslosigkeit**, definiert als die Arbeitslosenquote unter den **16- bis 24-Jährigen**, erreichte vor einem Jahr **21,3 %.** Nach einer **Veröffentlichungspause** von sechs Monaten gibt es eine neue **Statistik „ohne Studenten“**. Diese sinkt allerdings seit zwei Monaten und lag im Mai bei **14,9 %.**

Deflationssorgen



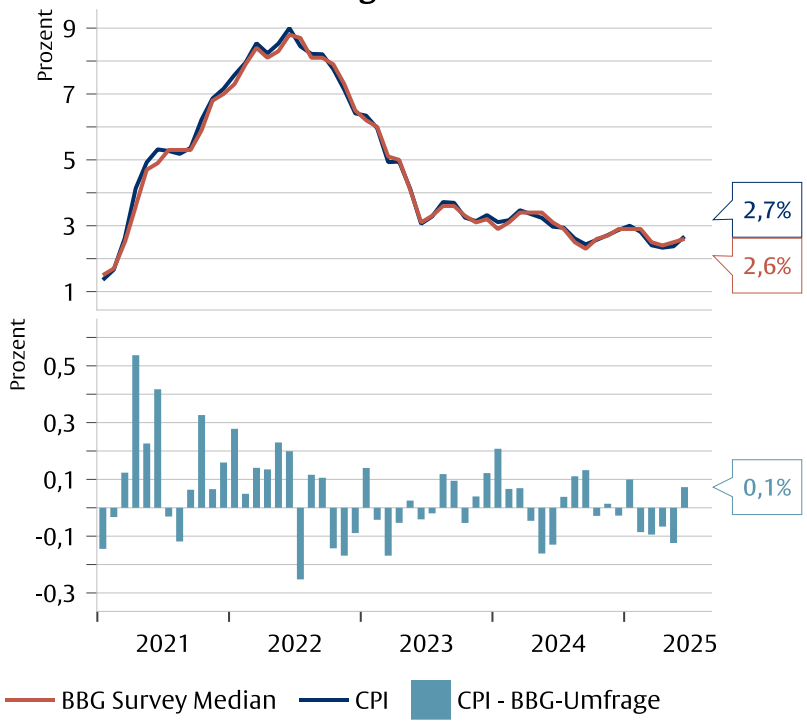
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, NBS. Daten vom 06.2025.

Die chinesische **Inflationsrate** liegt seit Mitte 2023 unter 1 Prozent. Im Juni betrug sie nur **0,1 Prozent**, die **Kerninflation** (ohne Lebensmittel und Energie) lag bei **0,7 Prozent**. Dies bestätigt die schwache Wirtschaftsleistung des Landes.

PREISE

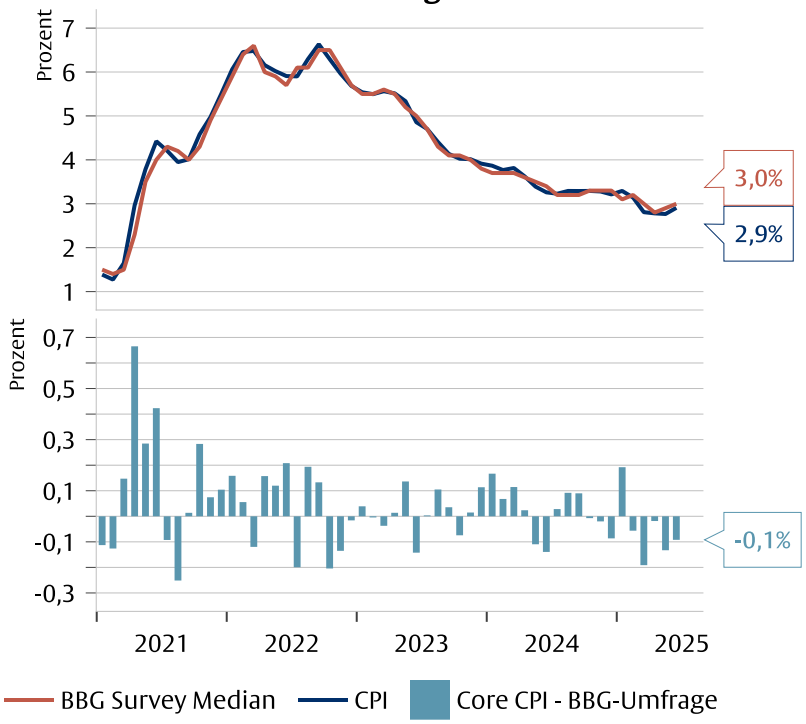
USA: Inflationsrate steigt weiter

USA Inflation vs. Erwartung



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, BLS Daten vom 06.2025.

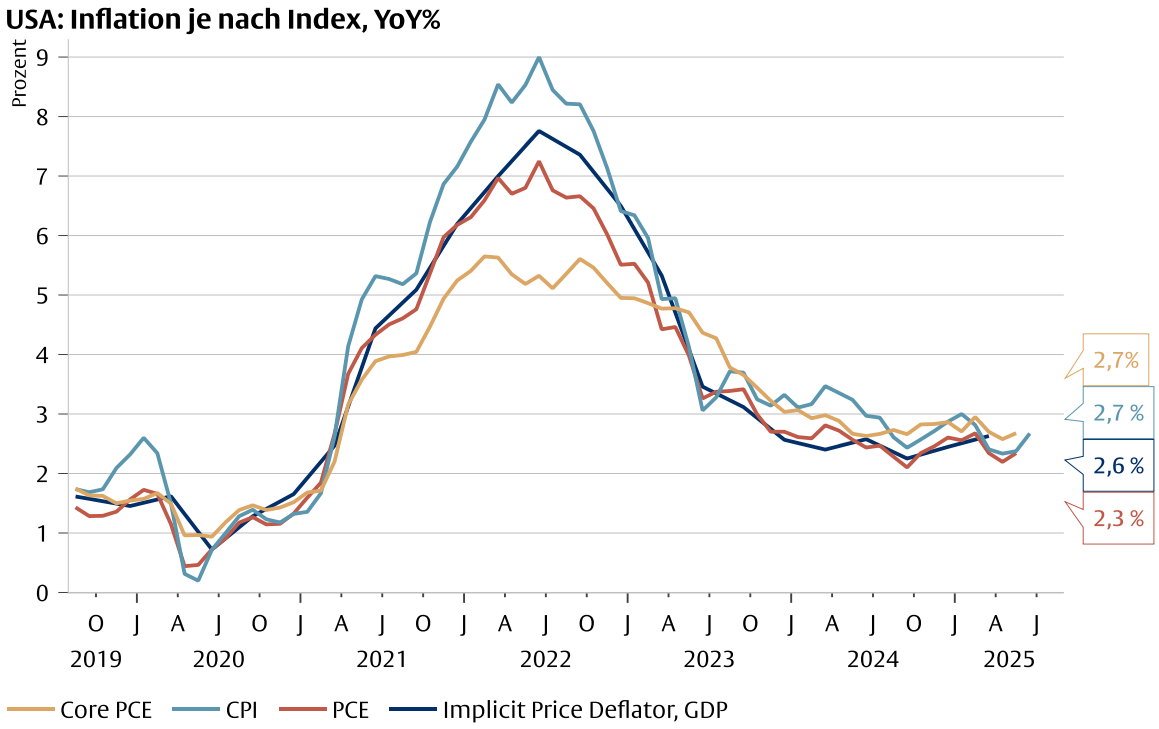
USA Kerninflation vs. Erwartung



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, BLS Daten vom 15.07.2025.

Im **Juni** stiegen die Preise schneller als im Vormonat. Der **Verbraucherpreisindex** (**CPI**) erhöhte sich stärker als erwartet um **2,7 %** im Vergleich zum Vorjahr. Die **Kerninflation** lag bei **2,9 %,** etwas niedriger als die **Medianerwartungen** der Teilnehmer einer monatlichen **Bloomberg-Umfrage**.

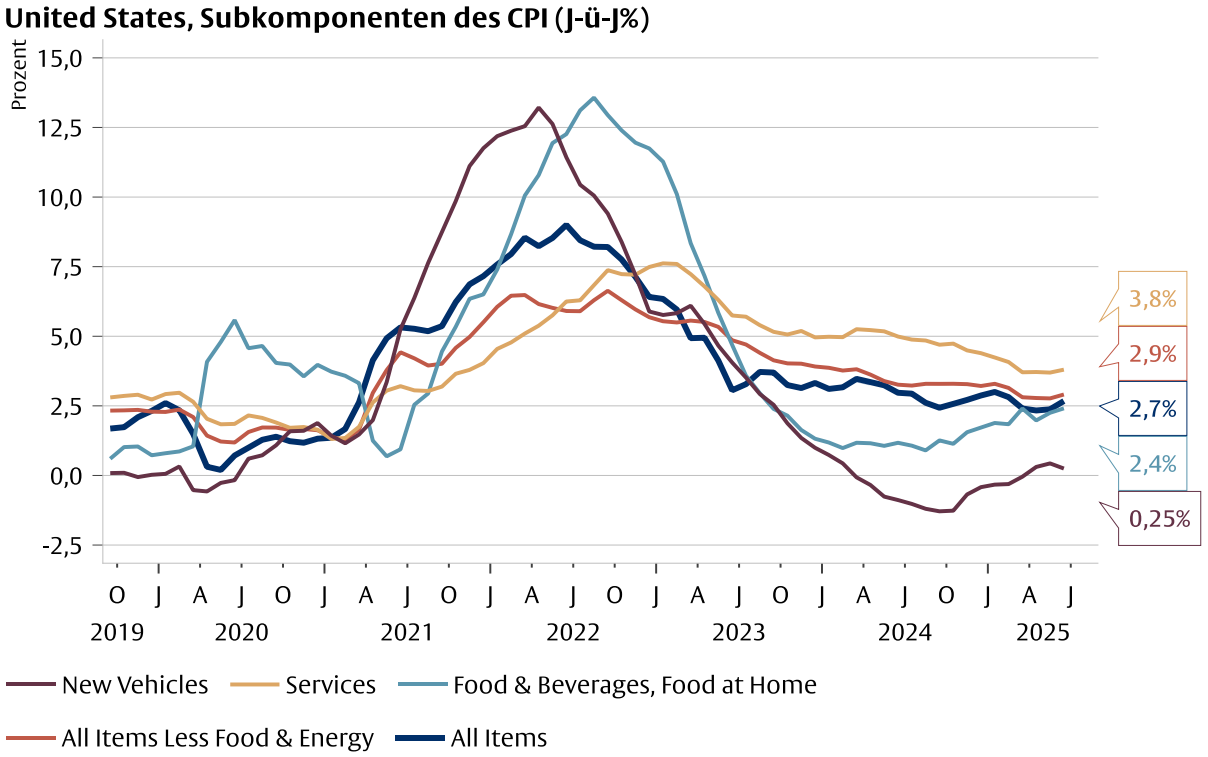
Inflation in den USA: CPI, PCE & BIP-Deflator



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, BEA, BLS. Daten vom 06.2025.

Die Inflation wird über verschiedene Indizes ermittelt. Der **CPI** erfasst Konsumentenpreise, der **PCE-Index** die Ausgaben der Haushalte und der **BIP-Deflator** die Preise aller im Inland produzierten Wirtschaftsgüter. Die Veränderungsraten aller drei Indizes erreichten Mitte 2022 einen **Höhepunkt**. Im Mi 2025 lag die Inflationsrate des von der Fed favorisierten Kern-PCE-Index (ohne Energie und Lebensmittel) bei **2,7 %**. Die Juni-Werte wurden noch nicht veröffentlicht.

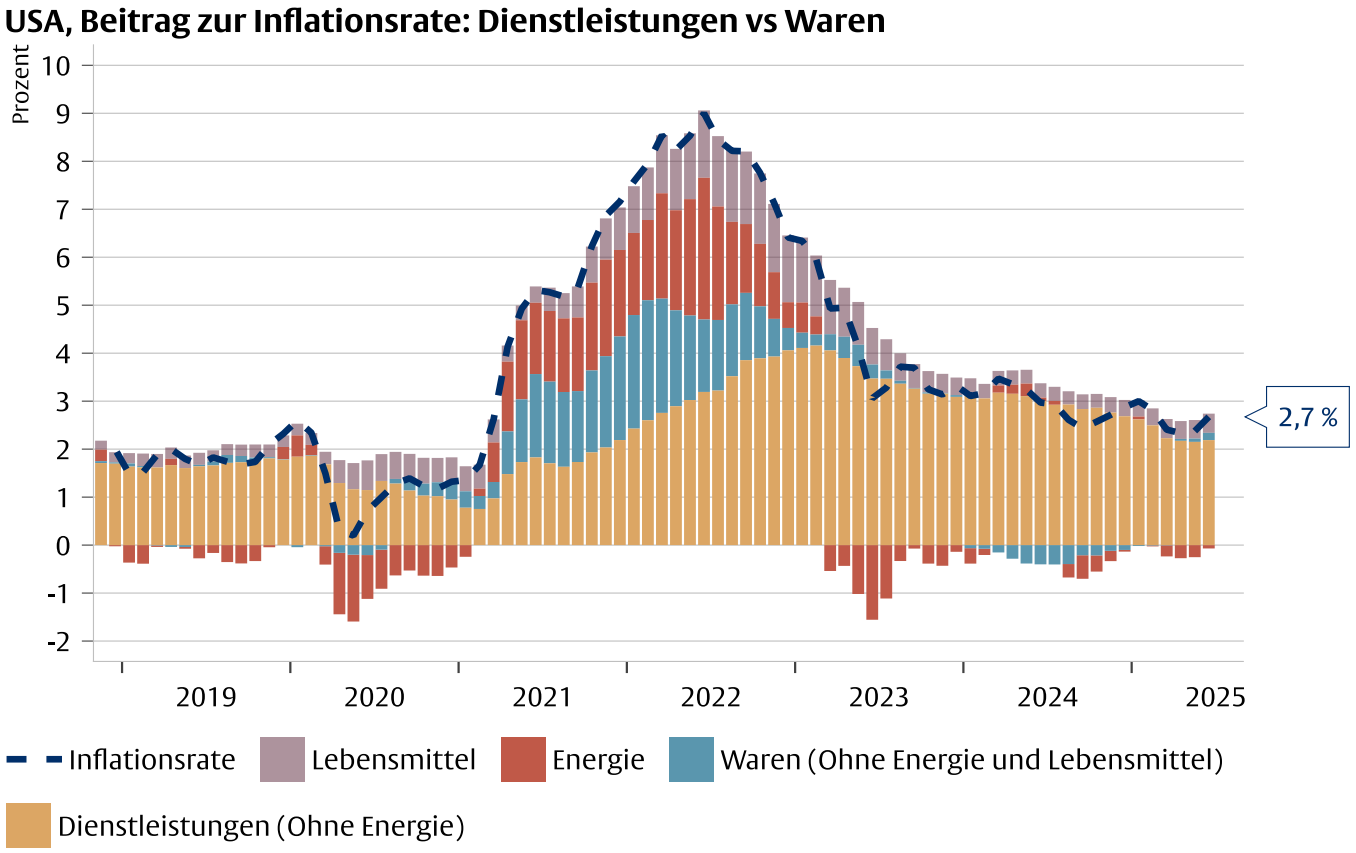
USA: Autos werden günstiger, Dienstleistungen teurer ...



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, BLS Daten vom 06.2025.

Im **Dienstleistungssektor** blieb der **Inflationsdruck** hoch. Im Juni 2025 stiegen die Preise gegenüber dem Vorjahr um **3,8 Prozent**. Auch die **Lebensmittelpreise** zogen wieder an, ihre jährliche Veränderungsrate lag bei **2,4 Prozent**. Die Preise für **Neufahrzeuge** gingen dagegen zurück, vermutlich infolge von **Frontloading** in der ersten Jahreshälfte.

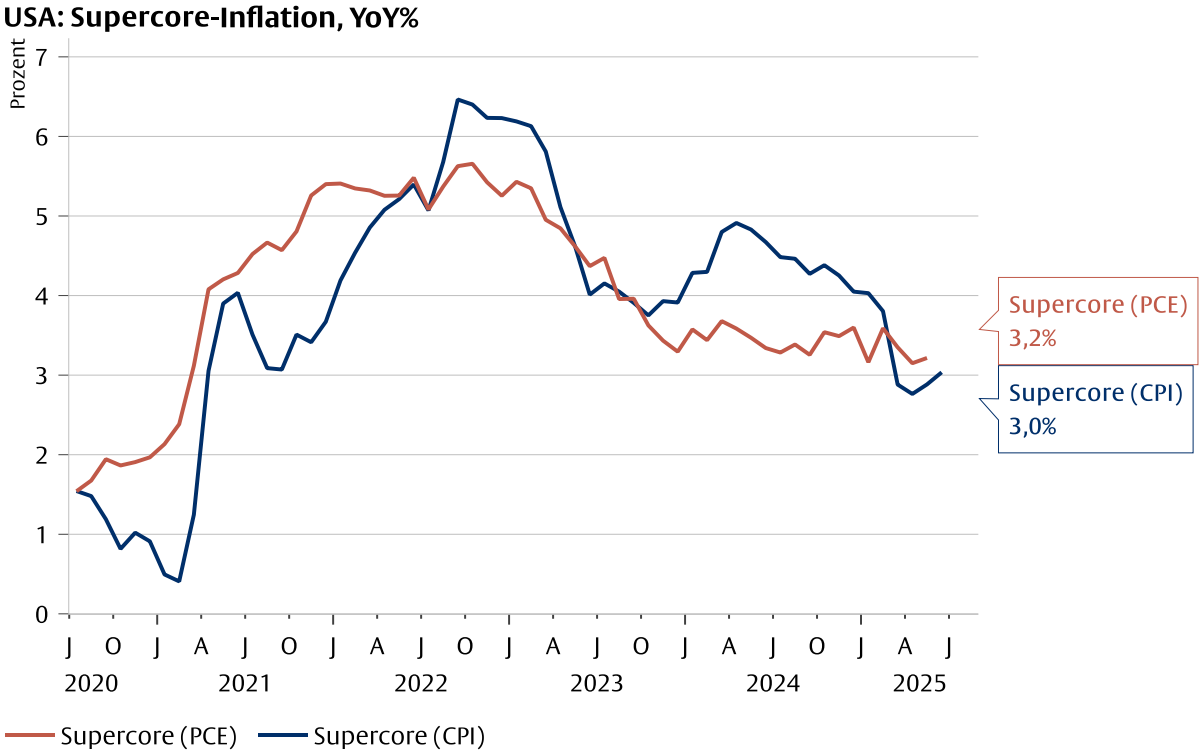
… und trugen weiterhin am stärksten zur Inflation bei



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS). Daten vom 06.2025.

Die **Teuerung** der **Dienstleistungen** trug weiterhin am stärksten zur **Inflation** in den **USA** bei. Der Beitrag der **Lebensmittelpreise** ist seit Anfang des Jahres weiter gestiegen. Der Inflationsbeitrag der Waren ohne Energie und Lebensmittel ist erneut leicht positiv.

USA: Supercore-Inflation lässt nach

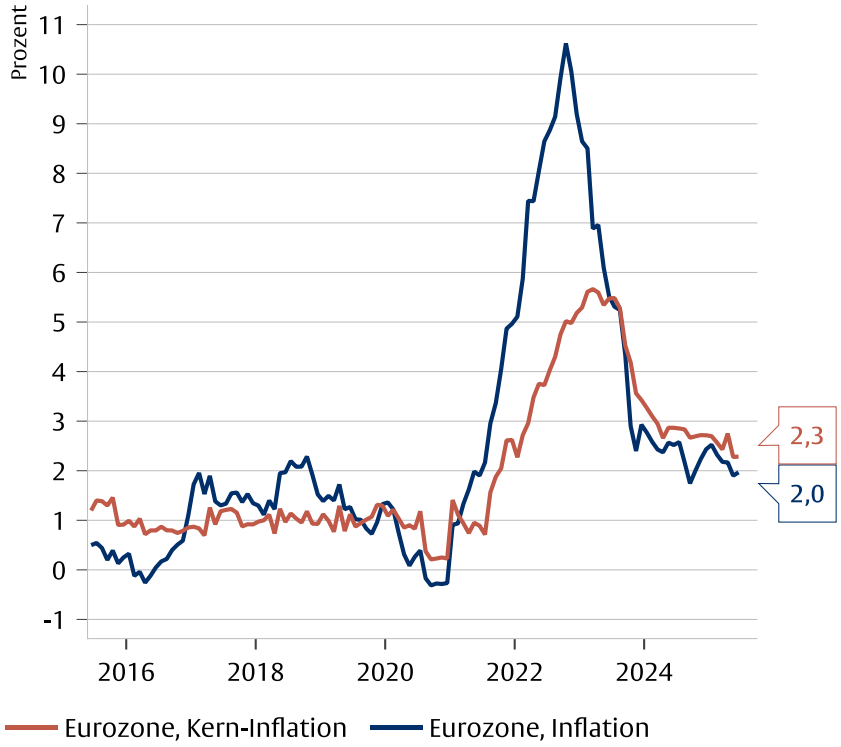


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, BLS Daten vom 06.2025.

Supercore wird als der **Dienstleistungspreisindex** ohne Energie- und Wohnkosten definiert. Auf der Grundlage des CPI-Index stieg die **Jahresrate** der Supercore-Inflation im Juni auf 3,0 %. Gemessen am PCE-Index lag die Supercore-Inflation im Mai bei 3,2 %. Dies zeigt, dass der **Inflationsdruck im Dienstleistungssektor** auch ohne Wohnkosten zwar nachlässt, aber weiterhin hoch bleibt.

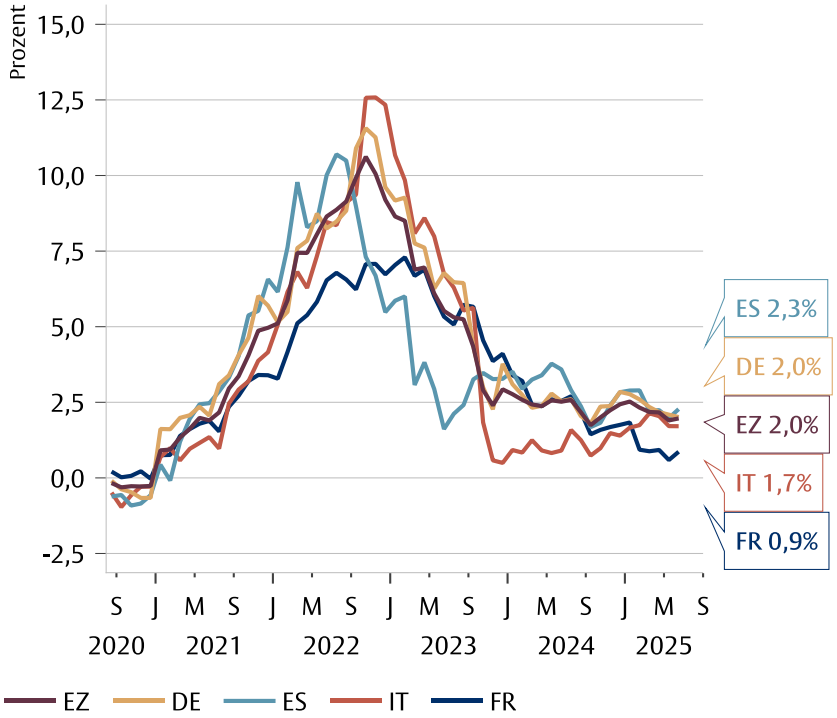
Die Inflation in der Eurozone erreicht das Ziel

Inflation und Kerninflation in der Eurozone



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Eurostat Daten vom 06.2025.

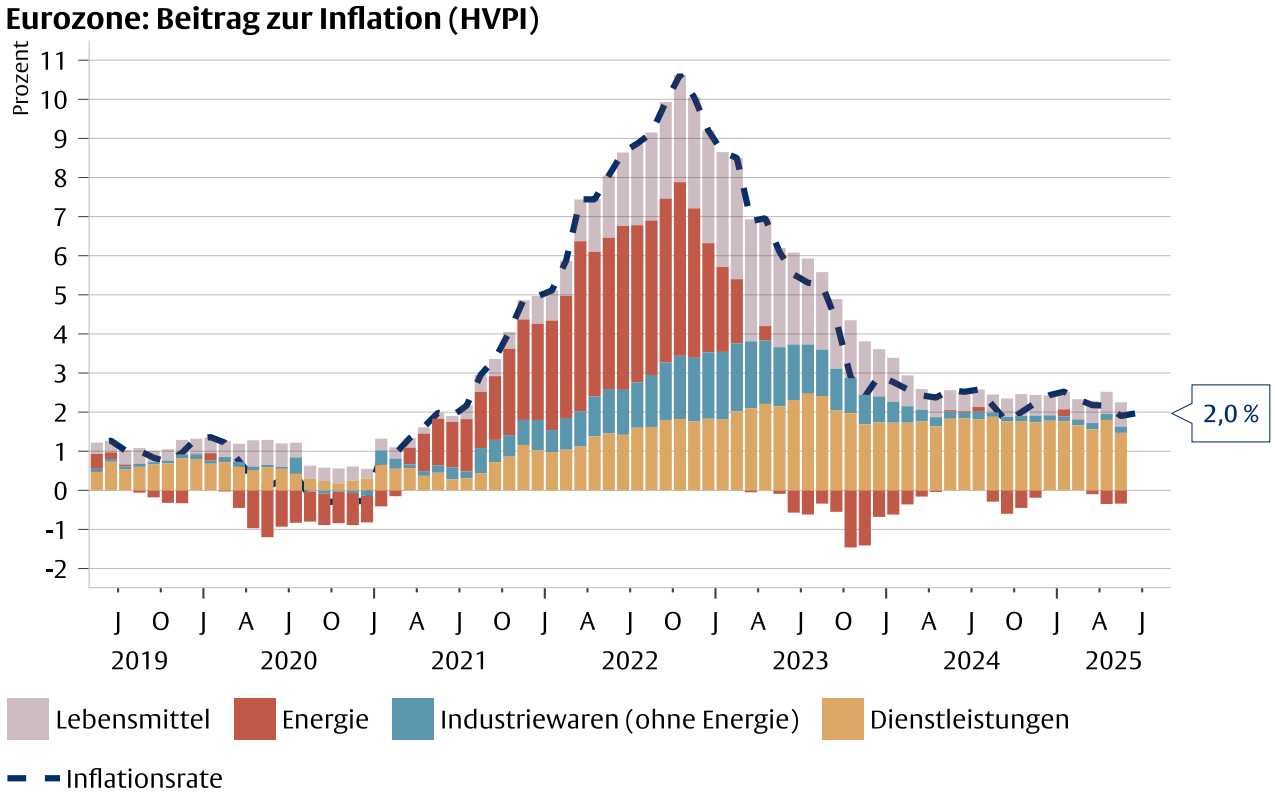
Inflation in der Eurozone (HVPI, YoY%)



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, INSEE, Istat, INE, DESTATIS, Eurostat Daten vom 06.2025.

Im Juni stieg der **harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI)** der Eurozone im Jahresvergleich um **2,0 Prozent**, der **Kernindex** lag bei **2,3 Prozent**. In **Frankreich (0,8 %)**, **Italien (1,7 %)** und **Spanien (2,2 %)** blieb die Inflation unter oder nahe der Zielmarke. **Deutschland** und die **Eurozone insgesamt** lagen jeweils bei **2,0 Prozent**.

Verteuerung von Dienstleistungen und Lebensmitteln

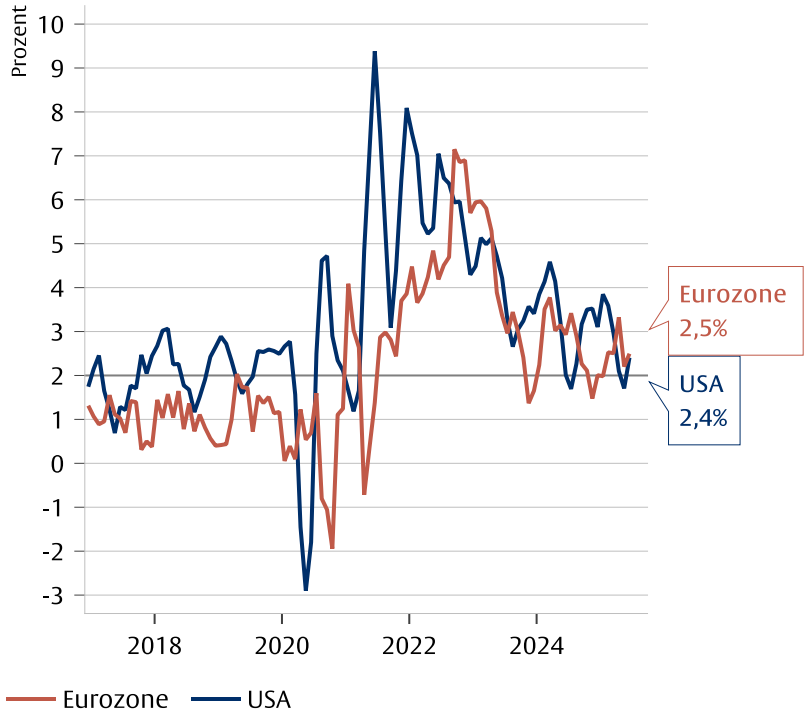


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Eurostat. Daten vom 06.2025.

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

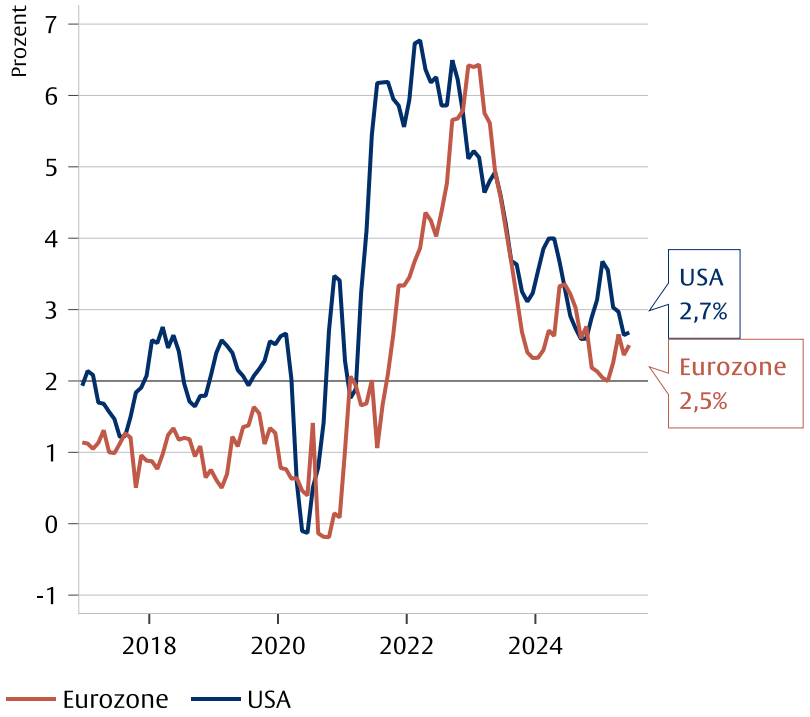
Der Inflationsdruck lässt nicht eindeutig nach

Kerninflation: 3 Monate, annualisiert



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, ECB, BLS Daten vom 06.2025.

Kerninflation: 6 Monate, annualisiert

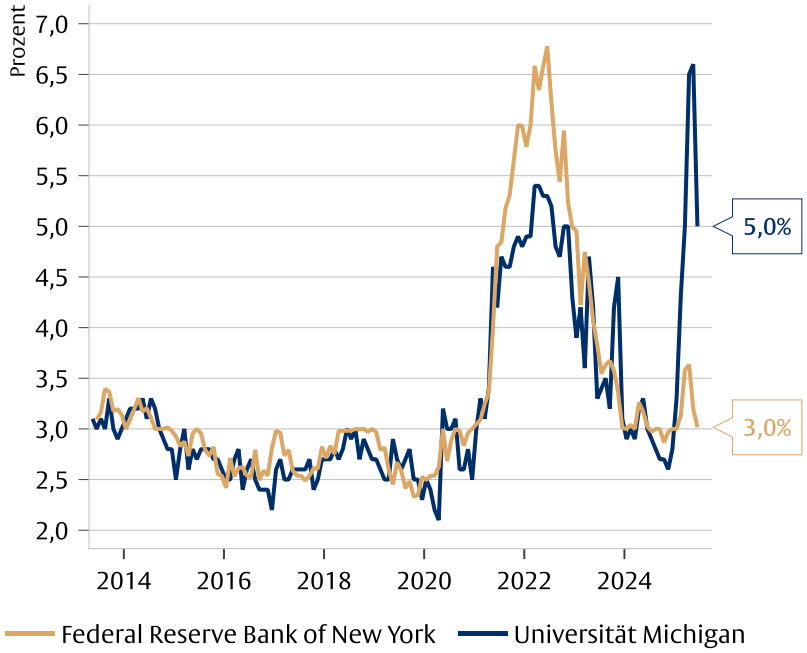


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, ECB, BLS Daten vom 06.2025.

Die **3-Monats-** und **6-Monats-annualisierten Kerninflationsraten** geben einen Einblick in den **kurzfristigen Inflationsdruck**. In der Eurozone liegen beide Raten bei 2,5 Prozent. In den USA Steigen beide Raten leicht im vergleich zum Vormonat. Der kurzfristige Inflationsdruck lässt nicht eindeutig nach.

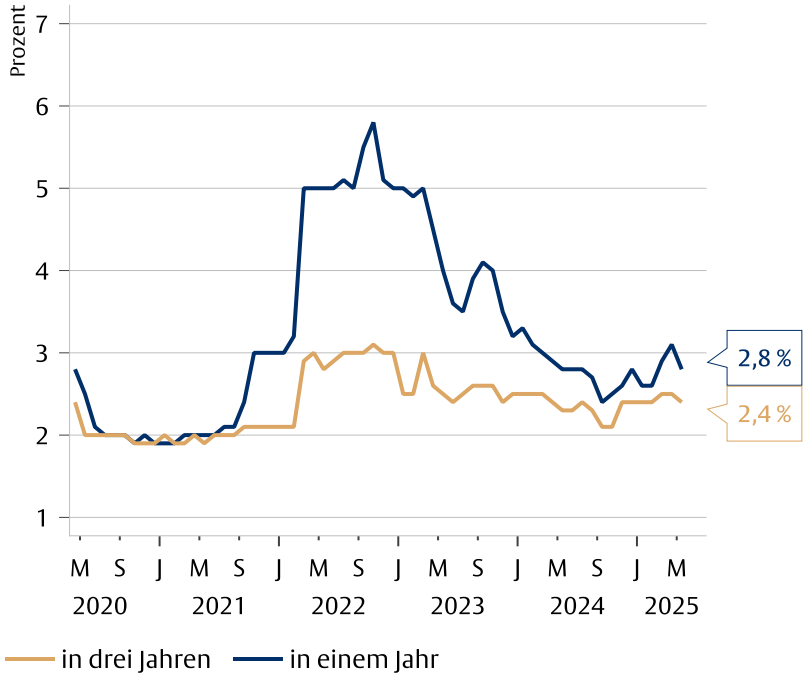
Volatile Inflationserwartungen der Konsumenten

USA: Inflationserwartungen der Konsumenten in einem Jahr



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, University of Michigan, New York Fed. Daten vom 06.2025.

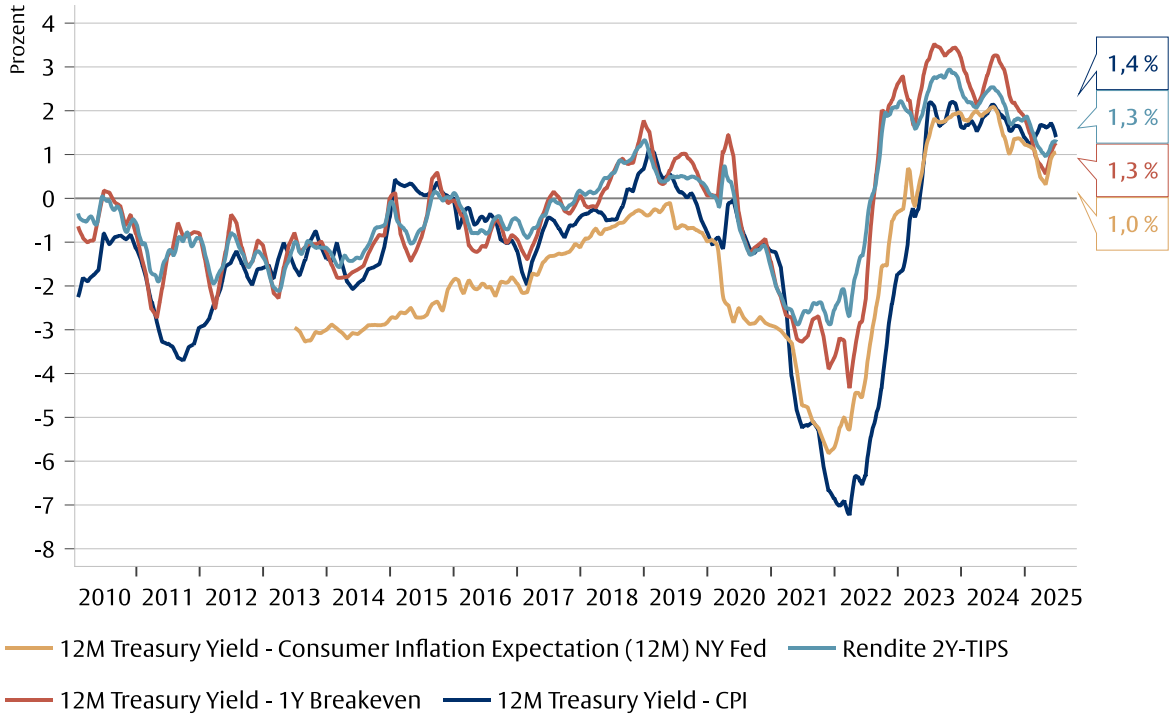
Eurozone: Inflationserwartung der Konsumenten (Median)



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, ECB. Daten vom 05.2025.

Im Juni 2025 lagen die **Inflationserwartungen** der US-Konsumenten für die nächsten zwölf Monate bei **5,0 Prozent** (Universität Michigan) und **3,0 Prozent** (New York Fed) – ein ungewöhnlich großer Unterschied. In der **Eurozone** erwarteten die Haushalte laut EZB im Median **2,8 Prozent** für das kommende Jahr und **2,4 Prozent** für die nächsten drei Jahre.

USA: Wo liegt der Realzins?

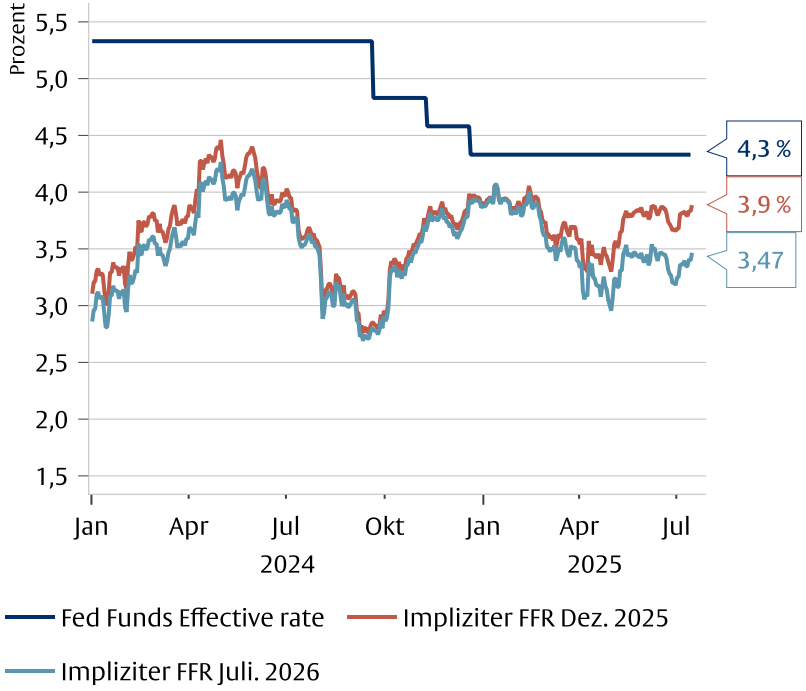


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Fed, BLS, U.S. Treasury, University of Michigan, New York Fed. Daten vom 30.06.2025.

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 **1,0 % und 1,7 %.** Alternativ, kann man die Rendite inflationsindizierter Staatsanleihen (TIPS in den USA) am Markt ablesen. Für eine Laufzeit von zwei Jahren ist der Realzins seit April 2022 positiv und liegt derzeit **bei 1,3 %.**

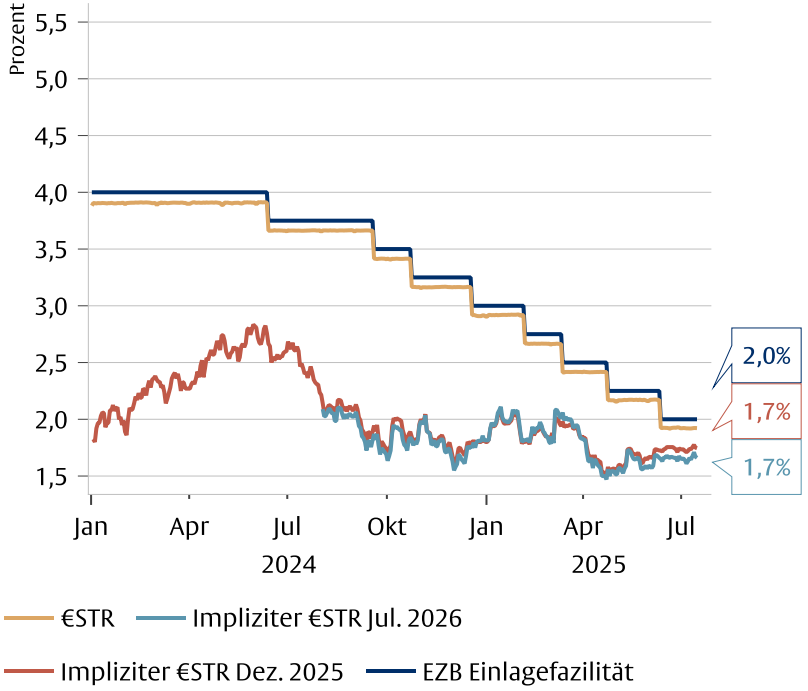
Volatile Zinserwartungen

Implizite vs aktuelle Fed Funds Rate



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, CME Group, New York Fed, Fed, U.S. Treasury. Daten vom 15.07.2025.

Implizite €STR vs Zinssatz für die Einlagefazilität der EZB



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, ECB, ICE. Daten vom 15.07.2025.

An den Futures-Märkten rechnet man in den USA bis Jahresende mit **Zinssenkungen** von 25 bis **50 Basispunkten** und weiteren **50 Basispunkten** bis Juli 2026. Im Euroraum sind lediglich 25 Basispunkte bis Jahresende eingepreist. Für 2026 werden keine weiteren Schritte erwartet. Das erwartete **Zinsniveau** zum Jahresende liegt im Euroraum deutlich unter dem der USA.

Rechtliche Hinweise

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen des Verfassers zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Ansicht und die Zukunftserwartung des Verfassers wider. Die Meinungen und Erwartungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen Dokumenten der Flossbach von Storch SE dargestellt werden. Die Beiträge werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. (Mit diesem Dokument wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet). Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen ist ausgeschlossen. **Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.**

Sämtliche Urheberrechte und sonstige Rechte, Titel und Ansprüche (einschließlich Copyrights, Marken, Patente und anderer Rechte an geistigem Eigentum sowie sonstiger Rechte) an, für und aus allen Informationen dieser Veröffentlichung unterliegen uneingeschränkt den jeweils gültigen Bestimmungen und den Besitzrechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Sie erlangen keine Rechte an dem Inhalt. Das Copyright für veröffentlichte, von der Flossbach von Storch SE selbst erstellte Inhalte bleibt allein bei der Flossbach von Storch SE. Eine Vervielfältigung oder Verwendung solcher Inhalte, ganz oder in Teilen, ist ohne schriftliche Zustimmung der Flossbach von Storch SE nicht gestattet.

Nachdrucke dieser Veröffentlichung sowie öffentliches Zugänglichmachen – insbesondere durch Aufnahme in fremde Internetauftritte – und Vervielfältigungen auf Datenträger aller Art bedürfen der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Flossbach von Storch SE.

© 2025 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.