

Flossbach von Storch  
RESEARCH INSTITUTE



# Konjunkturbericht

Pablo Duarte

Dezember 2025



# Einleitung

Die **Konjunkturlage** in den **USA** verbesserte sich weiter. Sowohl der private Konsum als auch der Arbeitsmarkt beenden das Jahr stabil. In der Eurozone scheint sich die Lage ebenfalls leicht **zu verbessern**. In **China** stagnierte das verarbeitende Gewerbe und die **Exporte** lagen über dem Vorjahresniveau.

Im November war die **Inflationsrate** in den **USA** mit 2,7 % niedriger als erwartet. Der **Inflationsdruck** konzentriert sich weiterhin auf den **Dienstleistungssektor**. **Die Lebensmittelpreise** steigen weiter, was die Wahlen in den USA beeinflussen dürfte.

An den Futures-Märkten sind bis Juli 2026 **Zinssenkungen** der Fed von mindestens 25 Basispunkten eingepreist. Für die zweite Jahreshälfte kommen weitere 25 Basispunkte hinzu. Für die **Eurozone** werden **keine** Zinssenkungen erwartet.



# Lebensmittel: weniger schnell teurer



Quelle: Generiert durch Gemini



# Inhalt

<u>Realwirtschaft</u>	<u>5</u>
<u>Wirtschaftswachstum: USA, Euroraum, China</u>	<u>6</u>
<u>Außenhandel</u>	<u>10</u>
<u>Finanzierungsbedingungen</u>	<u>15</u>
<u>USA: Arbeitsmarkt &amp; privater Konsum</u>	<u>18</u>
<u>China</u>	<u>34</u>
<u>Preise</u>	<u>41</u>
<u>USA</u>	<u>42</u>
<u>Euroraum</u>	<u>48</u>
<u>Zinserwartungen</u>	<u>54</u>

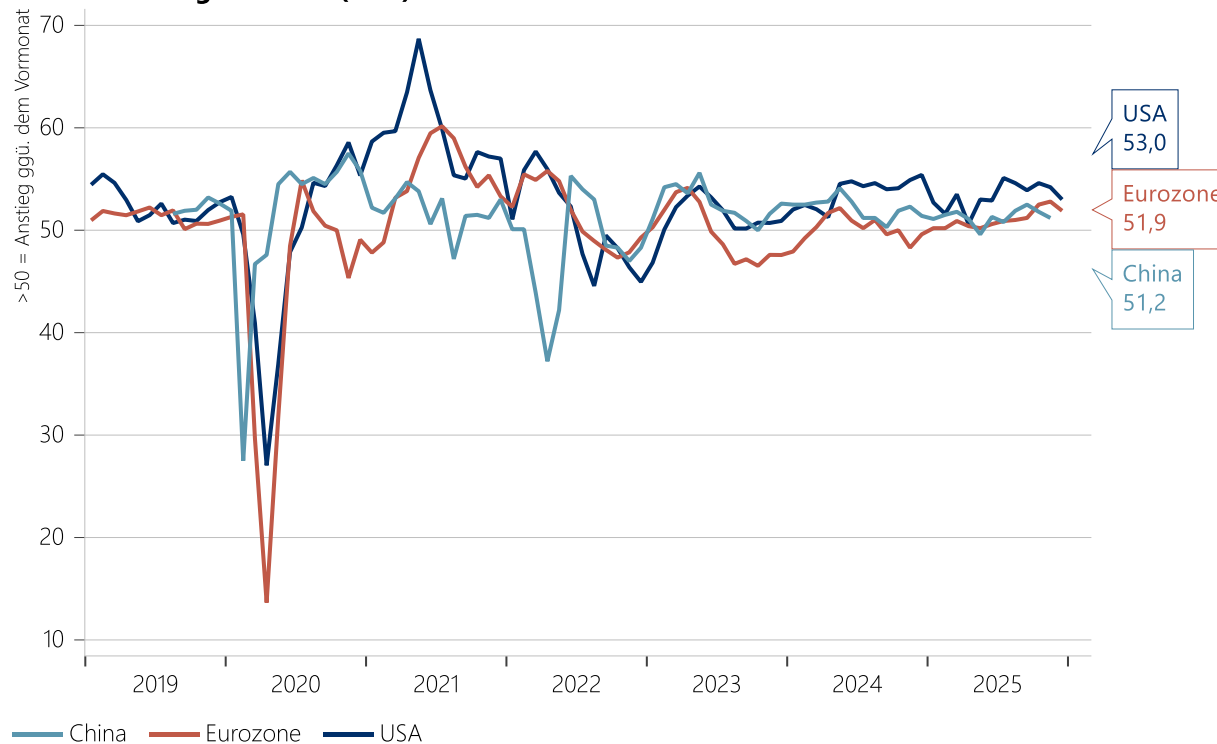


# REALWIRTSCHAFT



# Leichte Erholung der Eurozone

Einkaufsmanagerindizes (PMI): USA vs Eurozone vs China



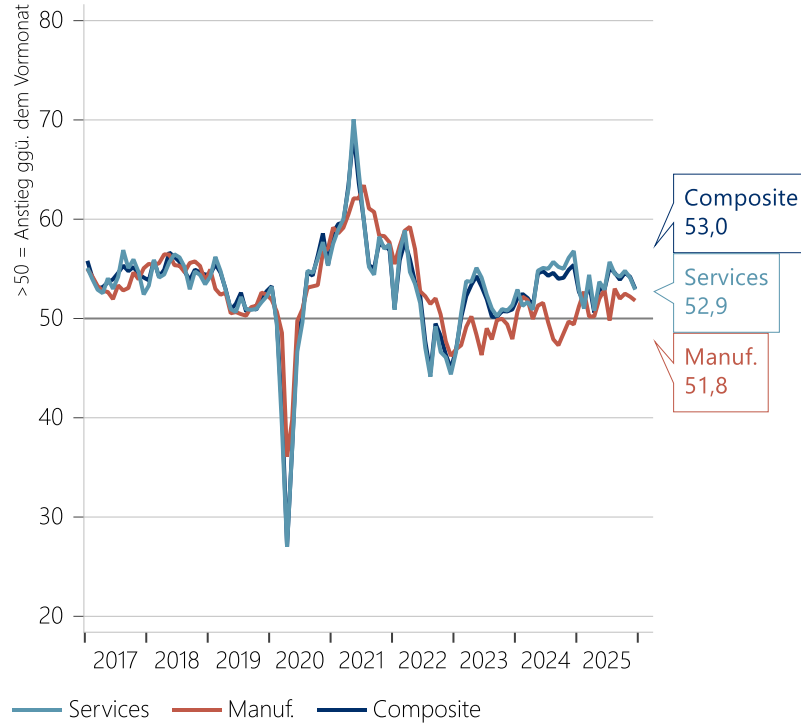
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, S&P Global. Daten vom 12.2025.

Im November hellte sich die **Geschäftslage** in der **Eurozone** weiter auf. Der **Einkaufsmanagerindex** (PMI) zeigt, wie Unternehmen die aktuelle **Geschäftslage** und die kurzfristige Geschäftsentwicklung einschätzen. Er liegt über 50, wenn mehr Unternehmen eine Verbesserung als eine Verschlechterung melden. In der Eurozone lag der PMI bei 52,8. In den USA blieb er mit 54,2 am höchsten, deutlich über dem Wert Chinas von 51,2.



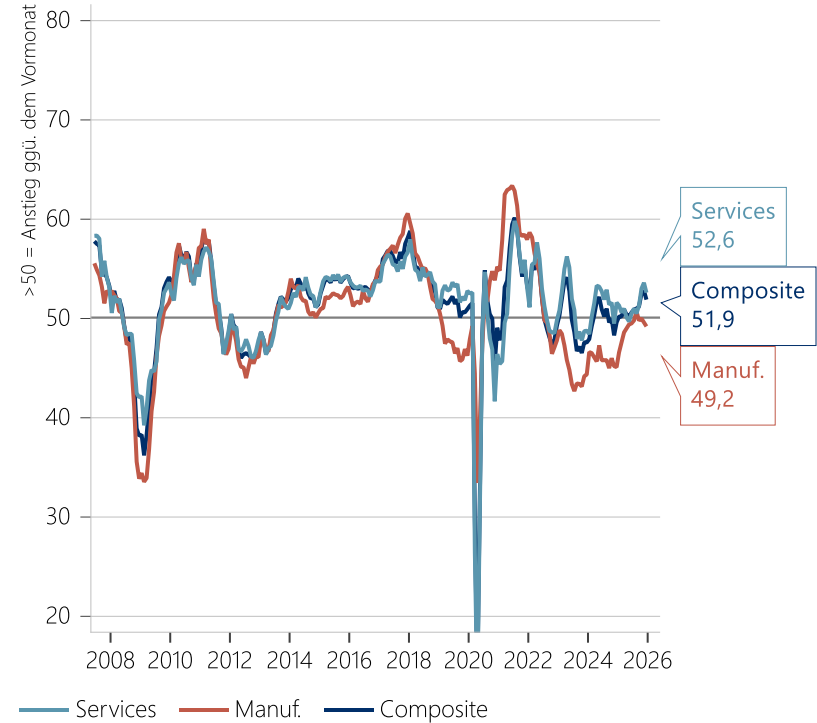
# Wachsender Dienstleistungssektor

**USA: Sektorale Einkaufsmanagerindizes (PMIs)**



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, S&P Global Daten vom 12.2025.

**Eurozone: Sektorale Einkaufsmanagerindizes (PMIs)**



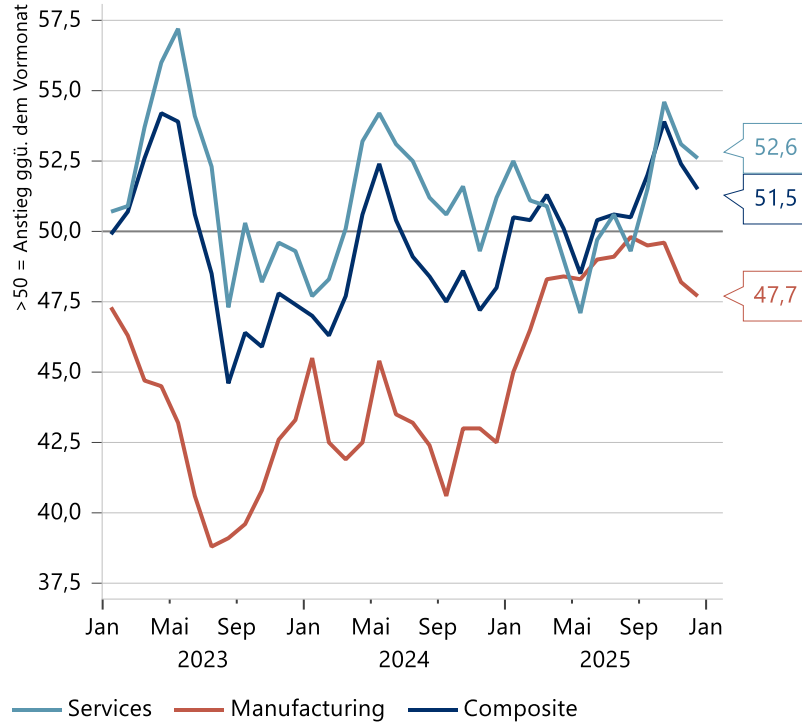
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, S&P Global Daten vom 12.2025.

Sowohl im Dienstleistungssektor als auch im verarbeitenden Gewerbe der USA hat sich das Bild erneut verbessert, auch wenn der PMI weiterhin sehr volatil ist. In der Eurozone lag der PMI des verarbeitenden Gewerbes im kontraktiven Bereich (unter 50), während der des Dienstleistungssektors auf 53,6 gestiegen ist.



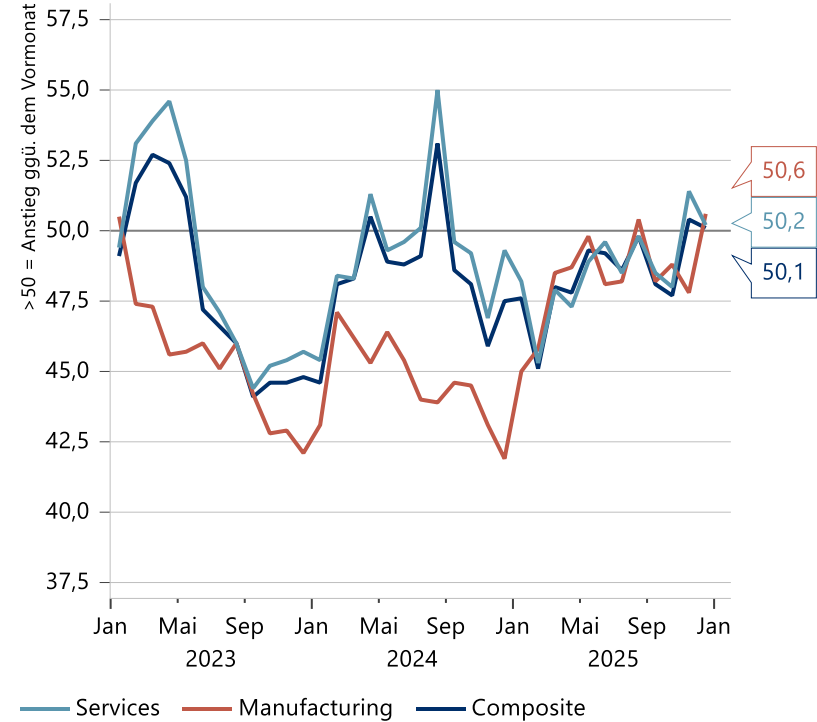
# Leichte Erholung in Frankreich

Deutschland: Sektorale Einkaufsmanagerindizes (PMI)



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, S&P Global. Daten vom 12.2025.

Frankreich: Sektorale Einkaufsmanagerindizes (PMI)



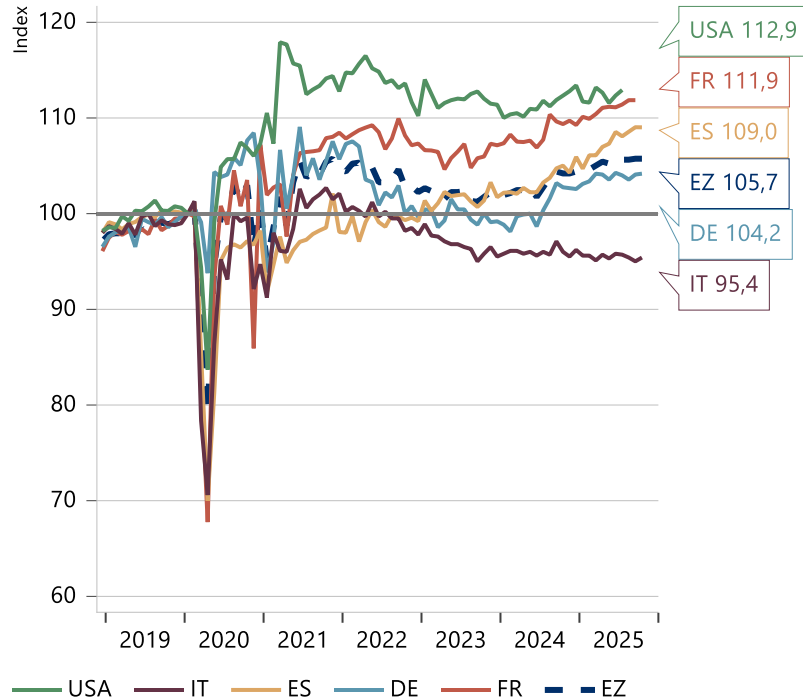
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, S&P Global. Daten vom 12.2025.

In der **Eurozone** wirkt vor allem **Frankreich** angespannt. Der **Dienstleistungs-PMI** erholte sich dort im November nur leicht aus dem kontraktiven Bereich. In **Deutschland** gab er etwas nach, blieb jedoch über der **Expansionsschwelle**. In beiden Ländern trübte sich die Lage im **verarbeitenden Gewerbe** weiter ein.

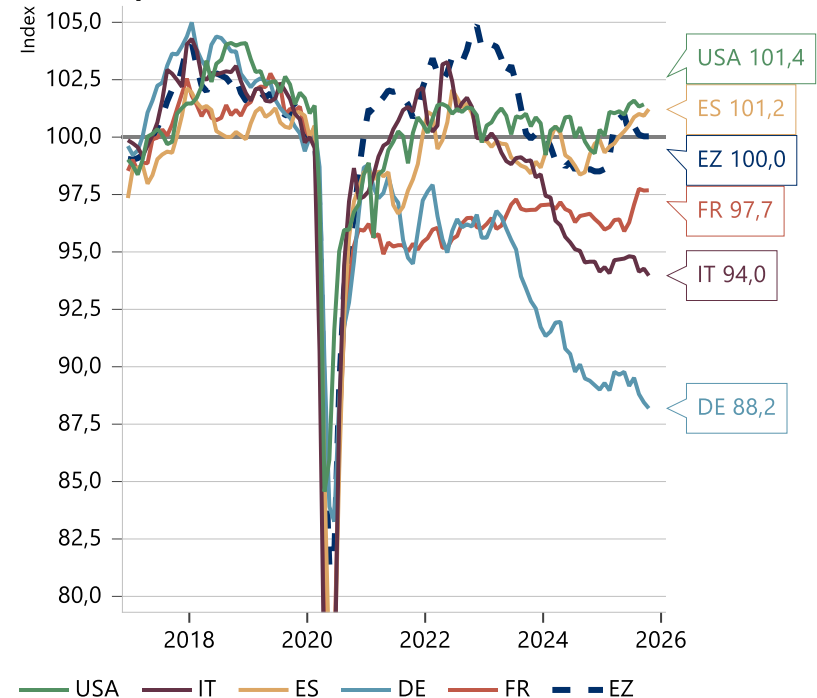


# Schwere Zeiten für die Industrie

Reale Einzelhandelsumsätze, 01.2020 = 100



Industrieproduktion, 01.2020 = 100

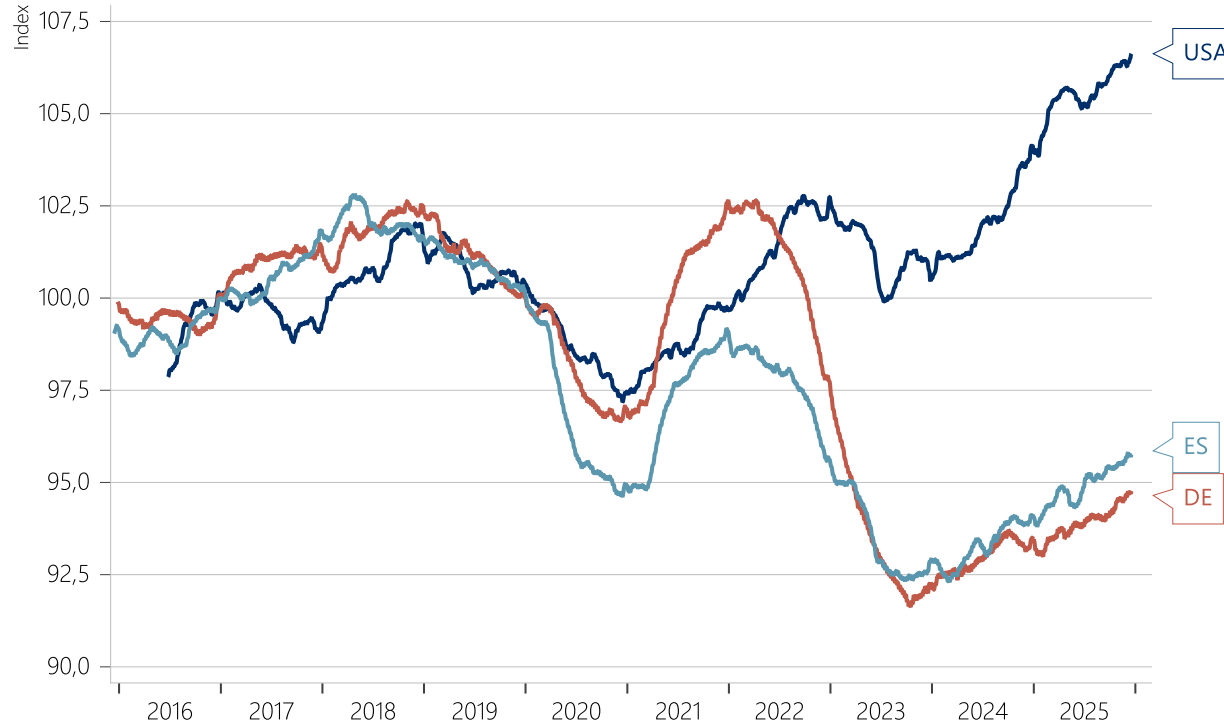


Im Vergleich zu Januar 2020 sind die **inflationsbereinigten Einzelhandelsumsätze** in den USA um 12,9 % und in der Eurozone um 5,7 % gestiegen. Die **Industrieproduktion** liegt in den USA um 1,4 % und in der Eurozone um 0,1 % über dem Vorkrisenniveau. In Italien, Frankreich und Deutschland ist sie hingegen gesunken, wobei der Rückgang in Deutschland am stärksten ausfällt.



# Starker Stromverbrauch in den USA

Stromverbrauch in MWh, 01.2017 = 100



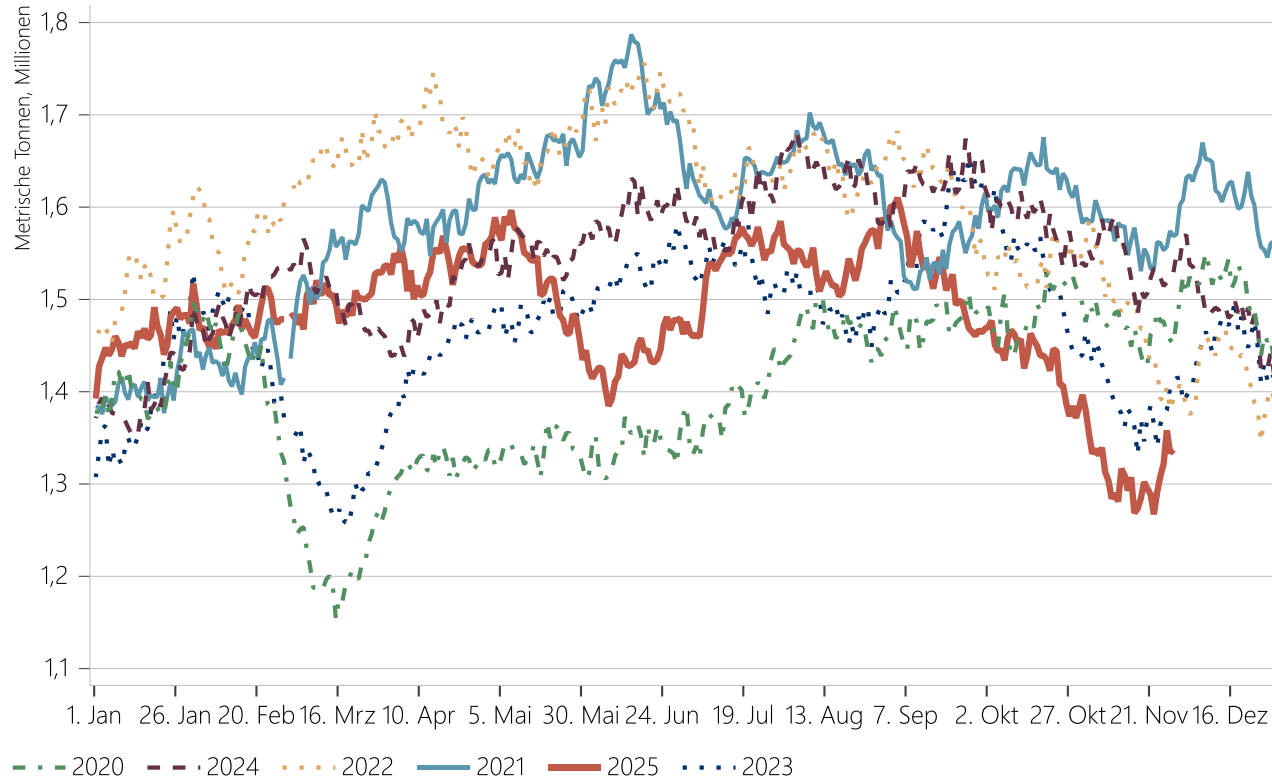
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, ENTSO-E (Electricity Data), EIA. Daten vom 17.12.2025. Notiz: Rollierende Jahresdurchschnitte täglicher Daten des Verbrauchs zwischen 3Uhr und 4Uhr.

Der **Stromverbrauch** – ein **Frühindikator der Industrieproduktion** – steigt in den **USA** weiter und liegt inzwischen so hoch wie seit acht Jahren nicht mehr. Die KI-Rechenzentren dürften die Stromnachfrage spürbar erhöhen. In Deutschland und Spanien liegt der Verbrauch sogar unter dem Niveau der Corona-Lockdowns 2020, wobei er seit 2024 in der Tendenz wieder zunimmt.



# Importe in US-Häfen gehen zurück

Einfuhren in die 40 wichtigsten US-Häfen



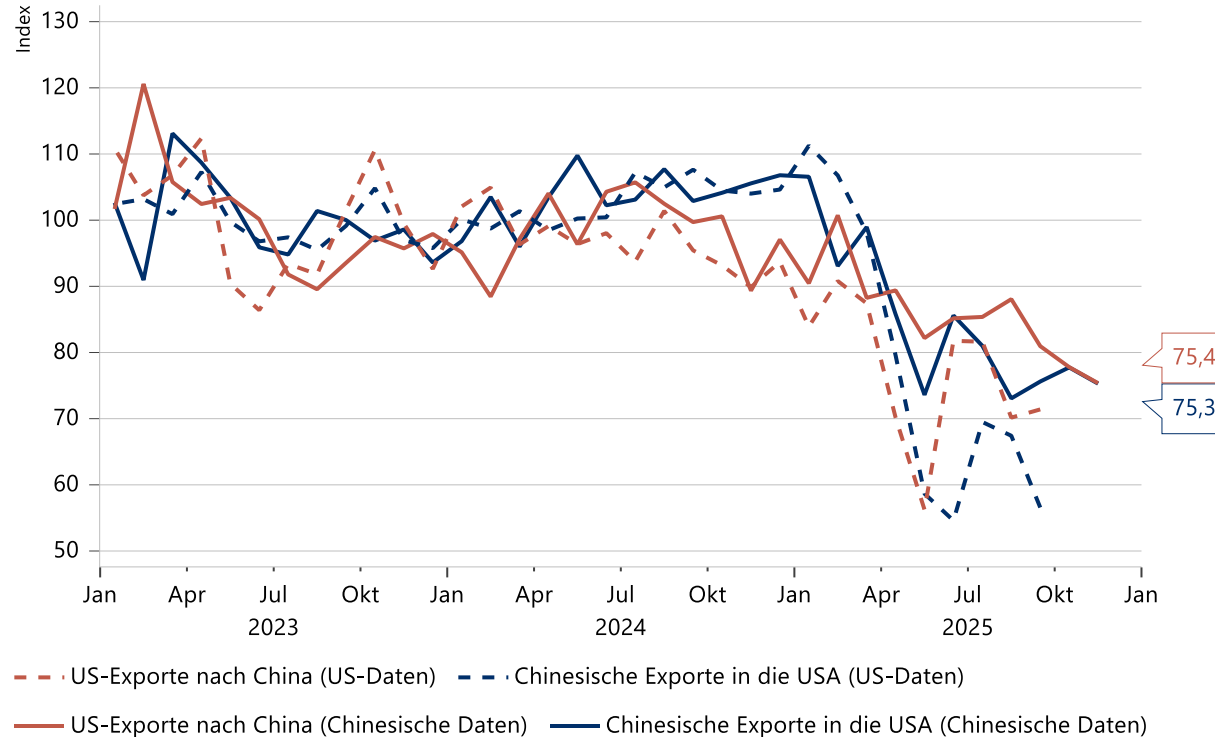
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond. Daten vom 28.11.2025.

In den letzten Wochen gab es **deutlich weniger Einfuhren in US-Häfen** als zur selben Zeit in den letzten fünf Jahren. Die **US-Importe** stiegen bis **Anfang April** ähnlich stark wie **2021** und gingen bis **Anfang Juni** zurück. Nach einer **Normalisierung** bis **Mitte August** gingen die **Einfuhren** erneut zurück und lagen zuletzt **sogar niedriger als im Pandemiejahr 2020**.



# China-USA: Handel schwächer seit Trump

Der Handel zwischen den USA und China: Daten aus China vs den USA, 2023 = 100, USD



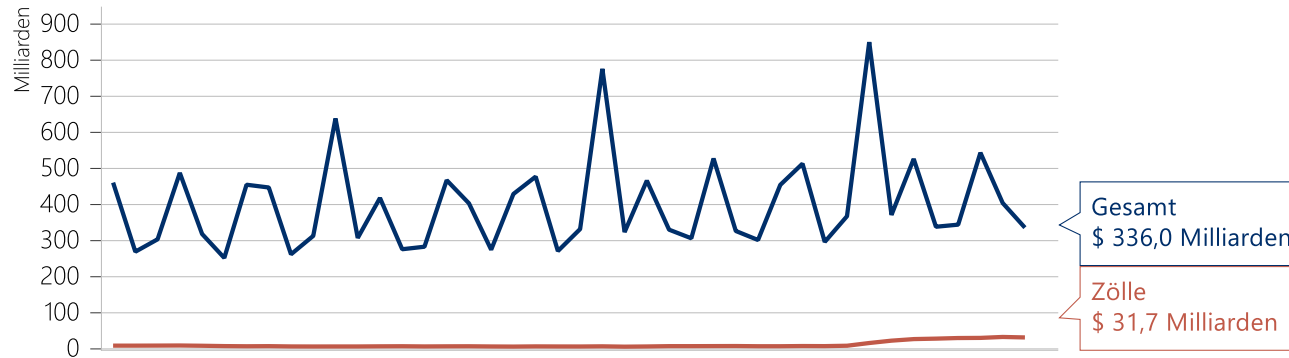
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, USCB, GAC. Daten vom 11.2025.

Der Handel zwischen China und den USA ist seit der Präsidentschaft Donald Trumps deutlich schwächer. Laut den **offiziellen Daten aus China** sind sowohl die **Exporte in die USA** als auch die Importe aus den USA fast **25 % niedriger** als im **Durchschnitt des Jahres 2023**. Die aktuellen US-Daten wurden aufgrund des **Government Shutdowns** noch nicht veröffentlicht.

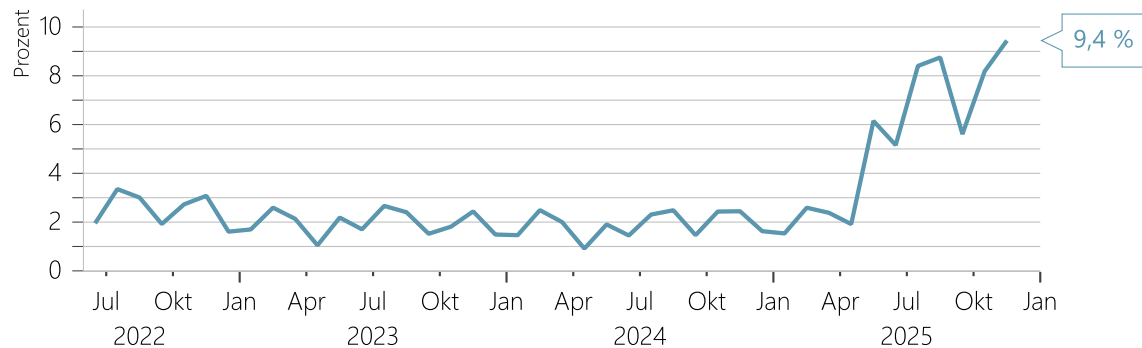


# Zölle: zunehmende Bedeutung für den US-Haushalt

Einnahmen der US-Regierung in Mrd. USD



Zolleinnahmen als Anteil der Gesamteinnahmen



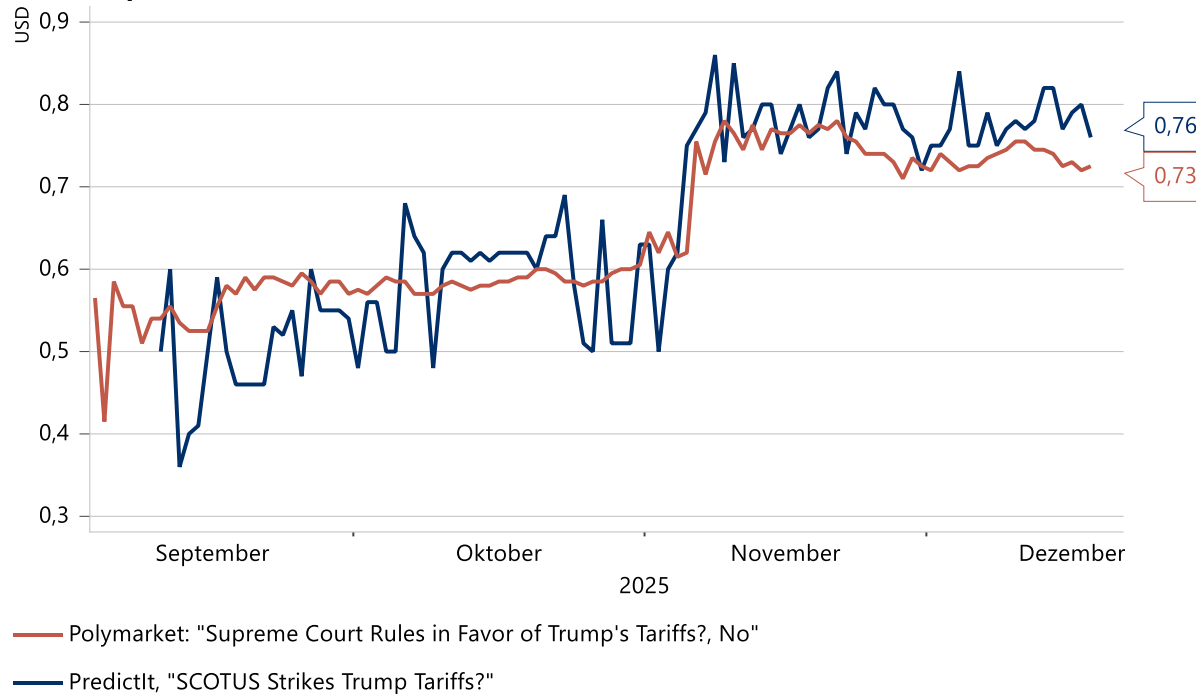
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Treasury. Daten vom 11.2025.

Im November betrugen die Zolleinnahmen der US-Regierung 31,7 Mrd. US-Dollar, was 9,4 % der Gesamteinnahmen des Monats entsprach. Anfang 2025 lagen sie noch bei knapp 2 % der Gesamteinnahmen.



# Supreme Court entscheidet über die Zölle

Marktpreis eines 1 USD-Auszahlungsvertrags bei Entscheidung des Supreme Court gegen die Trump-Zölle



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, PredictIt, Polymarket. Daten vom 18.12.2025.

Der **US-Supreme Court (SCOTUS)** wird zu einem noch **unbekannten Zeitpunkt** über die Legalität der **Zollpolitik** Donald Trumps entscheiden. **Prognosemärkte** preisen derzeit mit einer Wahrscheinlichkeit von 75 % - 77 % eine Entscheidung dagegen ein. Ein solches Urteil würde **Unsicherheit** über die zukünftige Zollpolitik schaffen und eine **Rückzahlung** der bisherigen Zolleinnahmen nach sich ziehen.



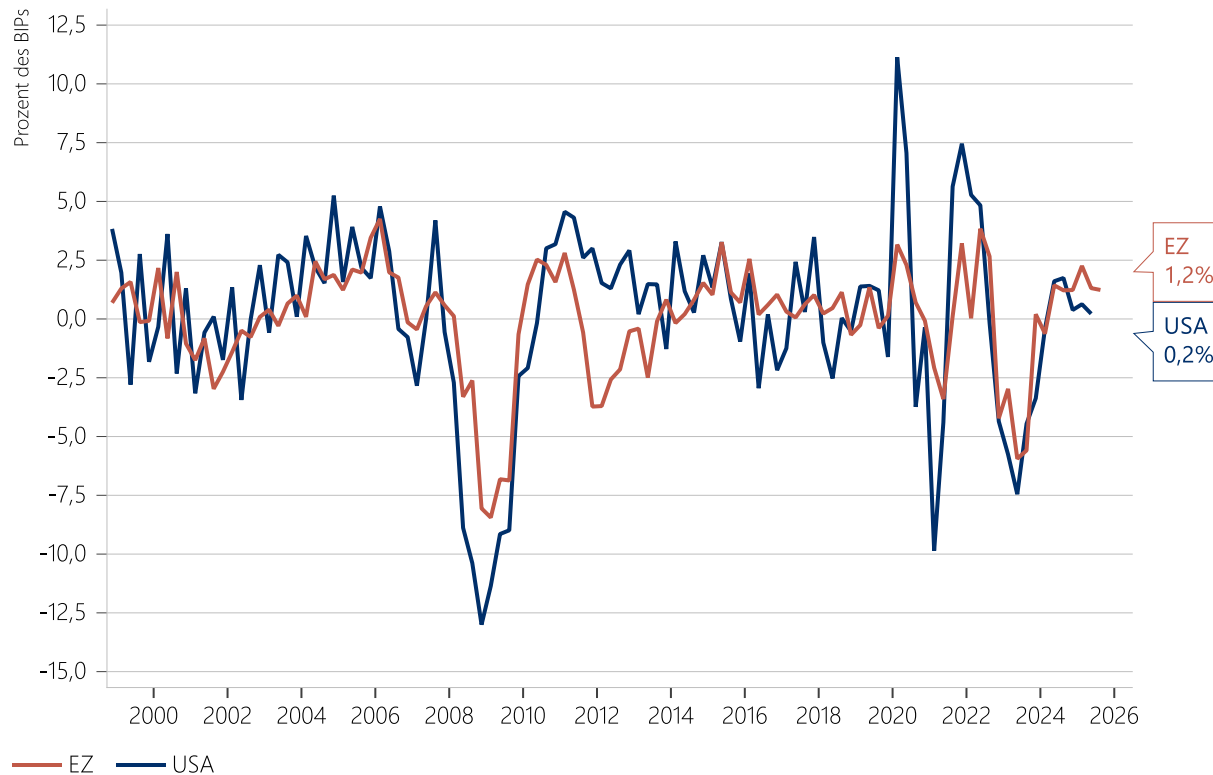
# Finanzierungsbedingungen



Quelle: Generiert durch ChatGPT



# Der Kreditimpuls bleibt positiv



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, . Daten vom 2025 Q2.

Der Kreditimpuls, die Veränderung des Kreditflusses zum privaten Nichtbankensektor in Prozent des BIP, korreliert eng mit der privaten Nachfrage. Nach einem deutlichen Rückgang zwischen 2022 und 2023 lag er 2025 in der Eurozone bei über 1 %. Das spricht für eine stärkere private Nachfrage Ende 2025 und Anfang 2026. In den USA fiel der Kreditimpuls bis zum zweiten Quartal 2025 auf 0,2 %.



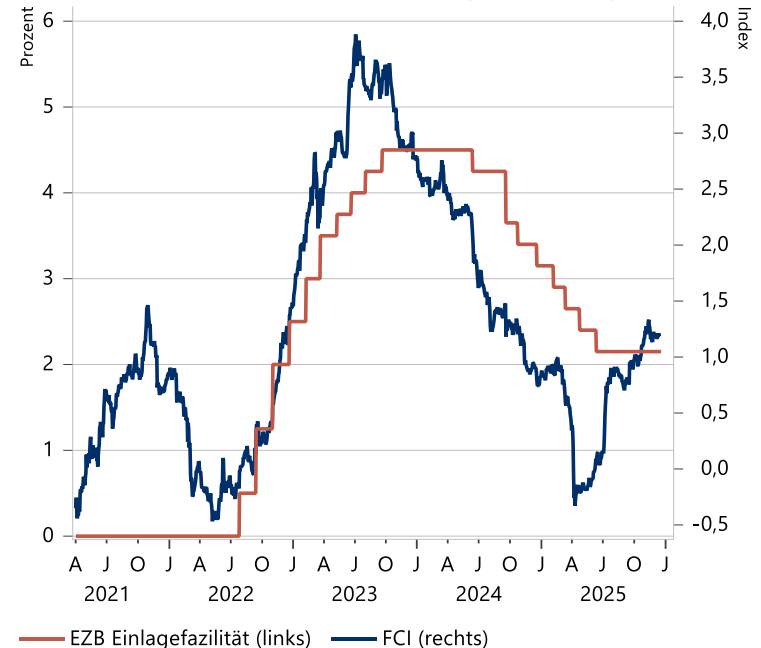
# USA: Die Finanzbedingungen werden restriktiver

USA: Financial Conditions Index (Macrobond)



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Fed, S&P Global, IMF, BIS, NBER, New York Fed. Daten vom 12.12.2025.

Eurozone: Financial Conditions Index (Macrobond)



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, ECB, STOXX, IMF, BIS, Macrobond. Daten vom 12.12.2025.

Der Macrobond Financial Conditions Index (FCI) gibt Aufschluss über die Bedingungen an Geld-, Anleihen- und Aktienmärkten; ein steigender FCI signalisiert lockerere Finanzierung. Seit 2023 haben sich diese Bedingungen in den USA und der Eurozone im Trend verschärft. In den USA engen sich die Finanzierungsbedingungen weiter ein, während die Fed nach langer Pause erneut den Leitzins senkte. Zuletzt lockerten sich die Finanzierungsbedingungen im Euroraum jedoch wieder, während die EZB ihren Einlagensatz bei 2 % beließ.



# USA: Privater Konsum und Arbeitsmarkt

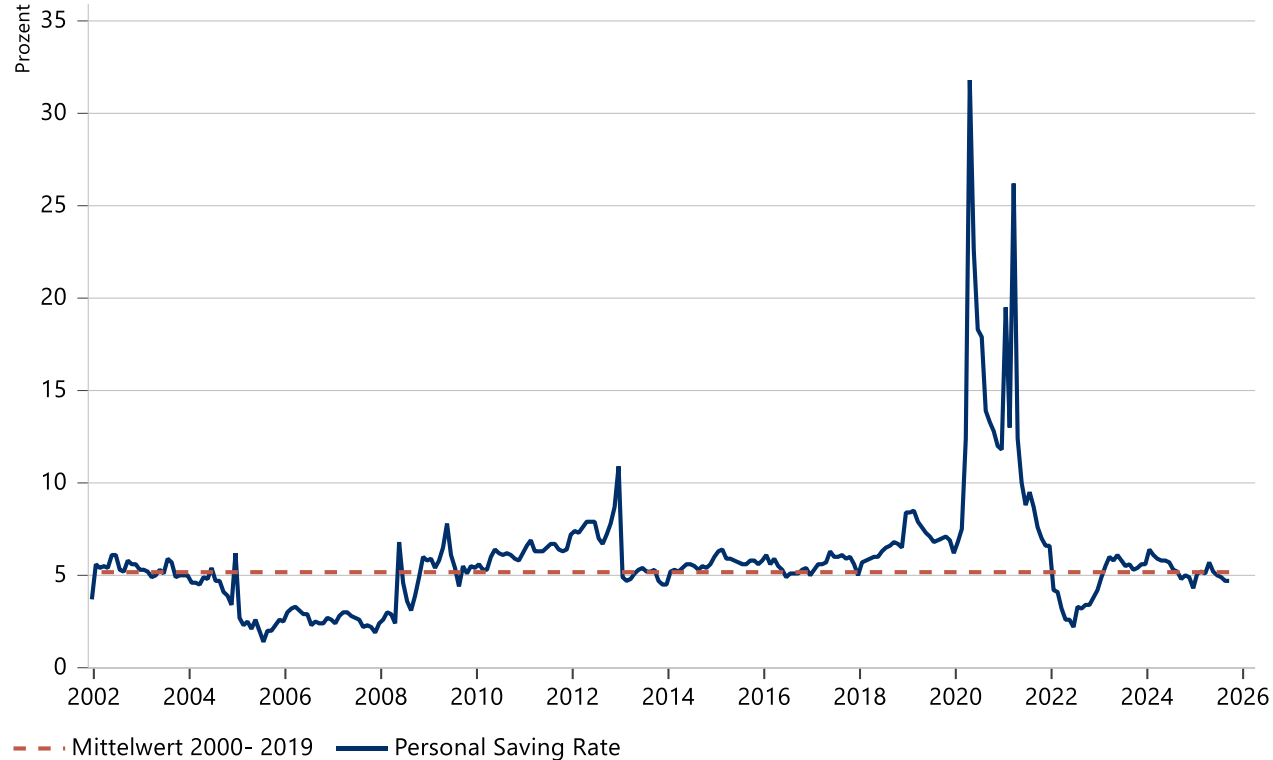


Quelle: Generiert durch ChatGPT



# USA: Die Sparquote bleibt

## USA: Sparquote der Haushalte



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, BEA, U.S. Treasury. Daten vom 09.2025.

Die **Sparquote** stieg von 7,2 % im Januar 2020 auf 32 % im April 2020 und lag im März 2021 bei 26 %. Seit 2023 fluktuiert sie um den langfristigen Durchschnitt von 5 %.



# Die Einzelhandelsverkäufe steigen weiter

USA: Johnson Redbook Einzelhandelsindex (J-ü-J %)



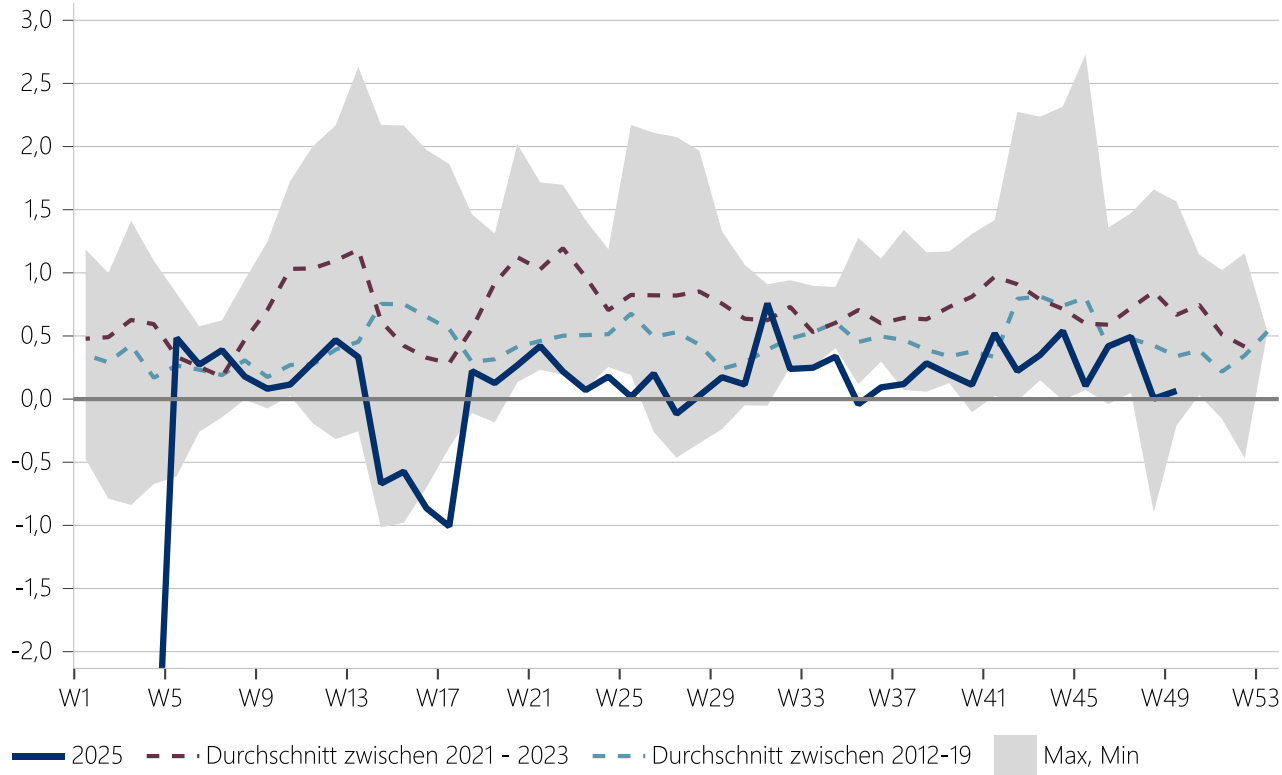
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Redbook Research Inc. Daten vom 2025 W50.

Der wöchentliche „Johnson Redbook Retail Sales“-Index erfasst die **Verkäufe** von **Warenhäusern** und **Einzelhandelsgeschäften** in den USA. Die Veränderung liegt weiter über dem ab 1997 berechneten **Durchschnitt** und zeigt **starke US-Einzelhandelsumsätze** bis zum 07.12.2025.



# Kreditkartenkredite steigen langsamer

Konsumentenkredite: Kreditkarten, MoM%

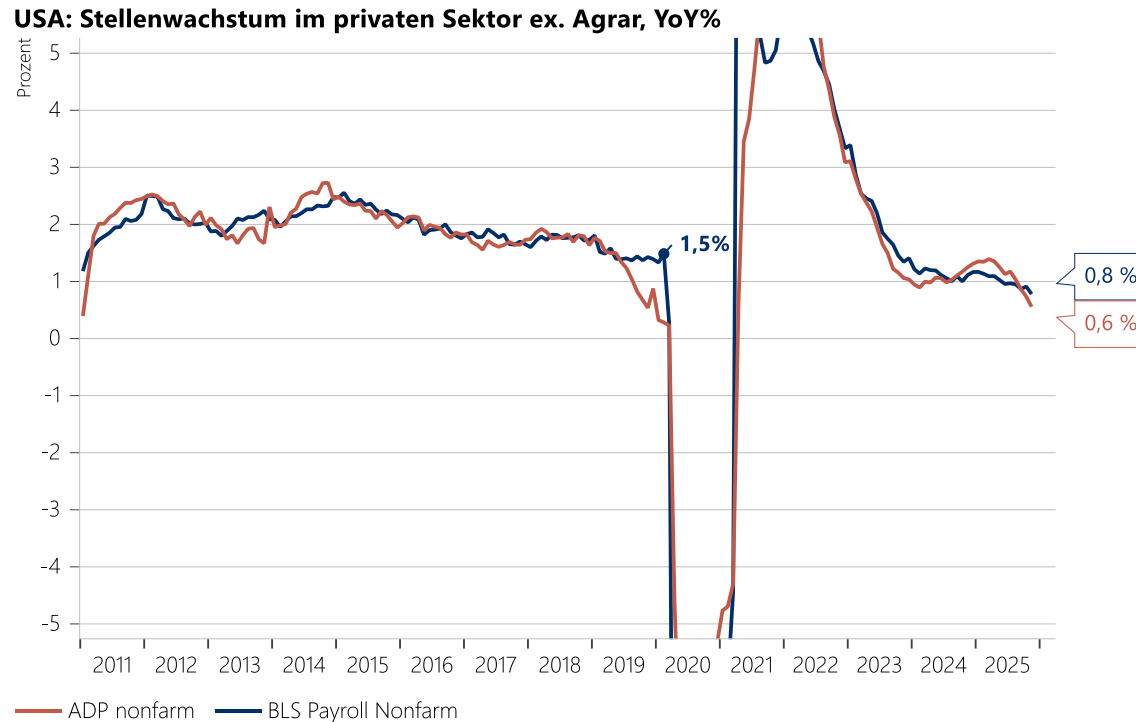


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Fed Daten vom 01.12.2025.

Die **Kreditkartenkredite** wuchsen 2025 **langsamer** als in den letzten Jahren. Die **monatliche Veränderung** liegt seit zwei Wochen allerdings **unter dem üblichen Saisonmuster** früherer Jahre und bleibt **volatil**. Im **September** wurden die Zahlen ab Januar 2025 nach unten korrigiert.



# Stellenwachstum geht zurück

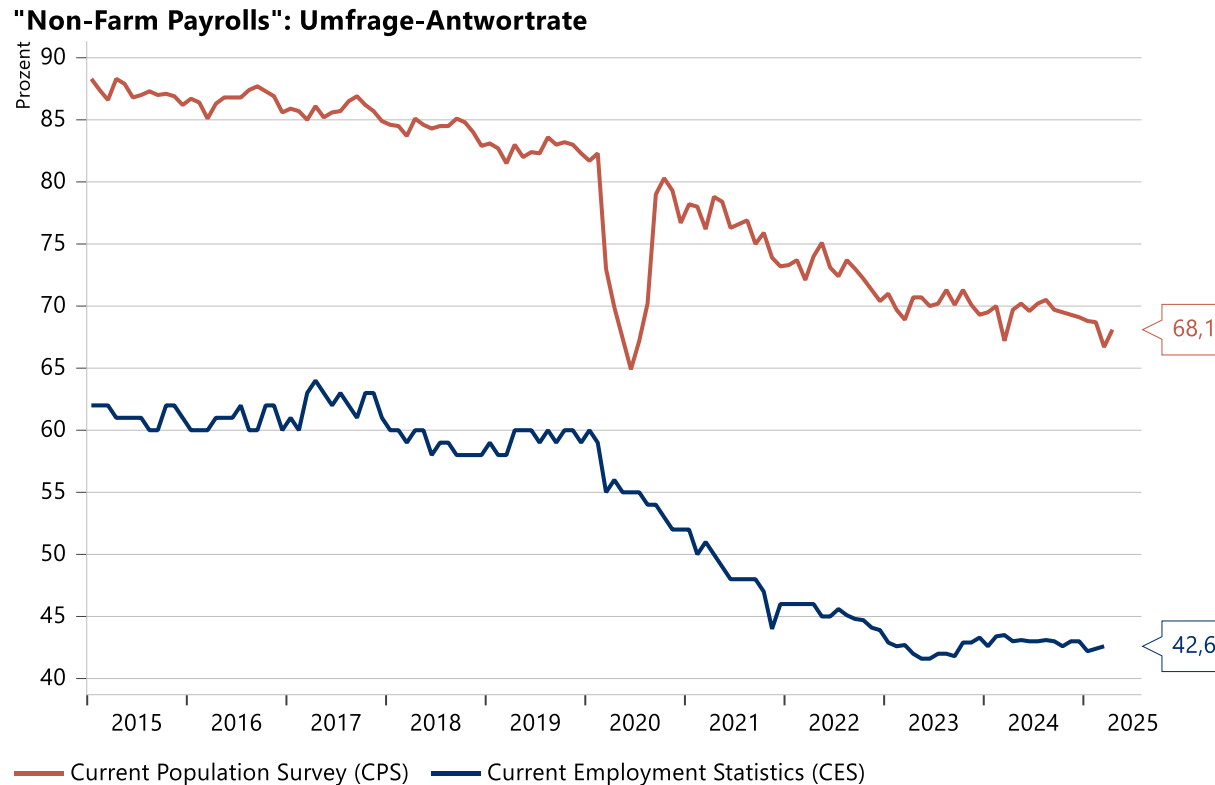


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, BLS, ADP Daten vom 11.2025.

Im November stieg die Zahl der **Stellen im privaten Sektor** ohne Landwirtschaft laut ADP-Bericht gegenüber dem Vorjahr um 0,6 %. Die offiziellen Zahlen wurden wegen des Government **Shutdowns verspätet** veröffentlicht und weisen ein jährliches Wachstum von 0,8 % aus, etwas höher als erwartet. Der US-Arbeitsmarkt bleibt stabil, doch das Stellenwachstum verläuft inzwischen langsamer als in den Jahren zwischen Finanz- und Coronakrise.



# Sinkende Antwortraten bei Arbeitsmarktumfragen



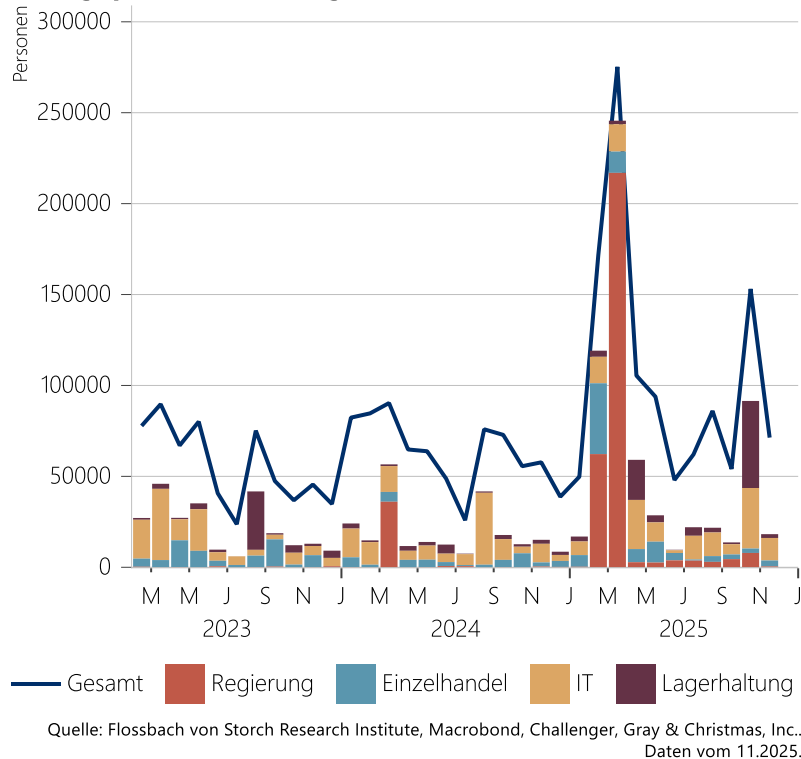
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, BLS. Daten vom 03.2025.

Die **US-Arbeitsmarktdaten** basieren auf einer **Haushalts-** und einer **Unternehmensumfrage**, wobei letztere traditionell eine **niedrigere Antwortrate** aufweist. Die Antwortraten beider Umfragen sind seit 2020 stark gesunken. Mit dem **Regierungsshutdown** entstehen **Lücken**, die gefüllt werden müssen. Ob die **Antwortbereitschaft** zusätzlich beeinträchtigt würde, bleibt offen.

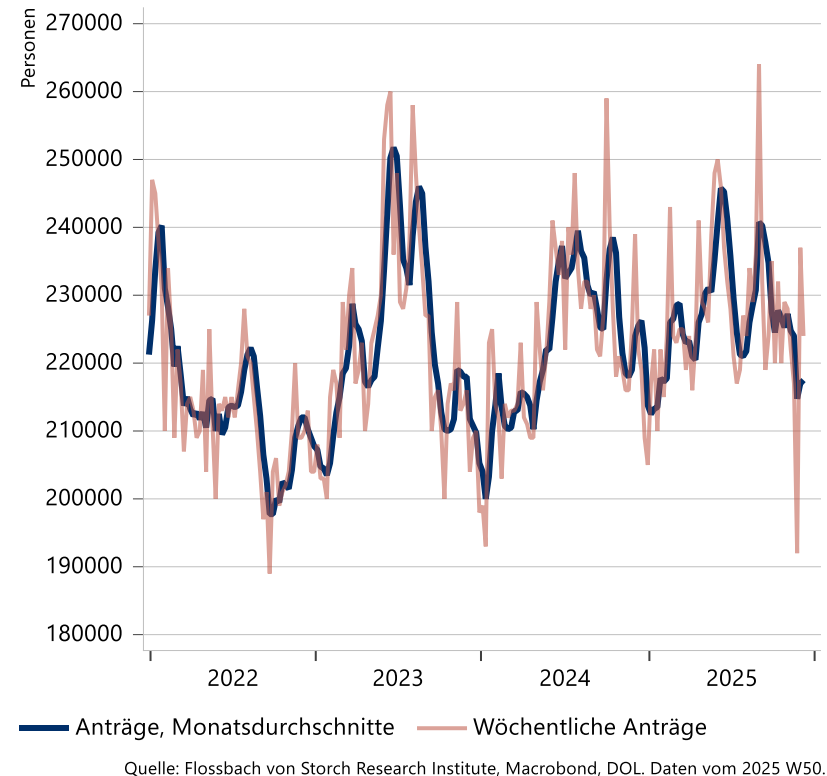


# USA: Entlassungen und Anträge im Rahmen

USA: geplante Entlassungen



US: wöchentliche "Jobless Claims"

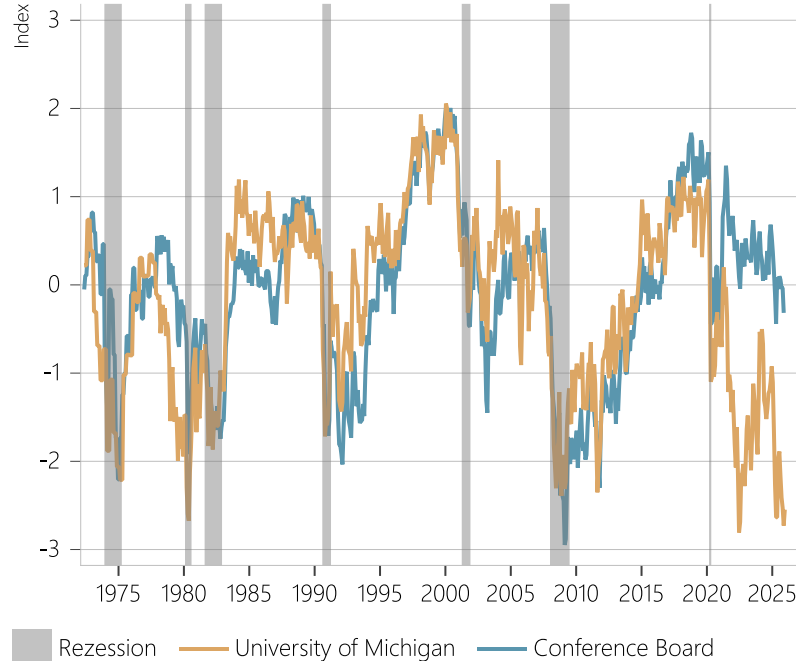


Die **geplanten Entlassungen** lagen im November bei 71.000 und damit deutlich unter dem Wert des Vormonats. Die **wöchentlichen** Erstanträge auf **Arbeitslosenhilfe** stiegen zuletzt auf 236.000, bewegen sich aber weiterhin im Rahmen der Entwicklung der vergangenen drei Jahre. Insgesamt bleiben die Anträge historisch niedrig. Zwischen 1990 und 2019 lag der Durchschnitt bei rund 350.000 pro Woche.



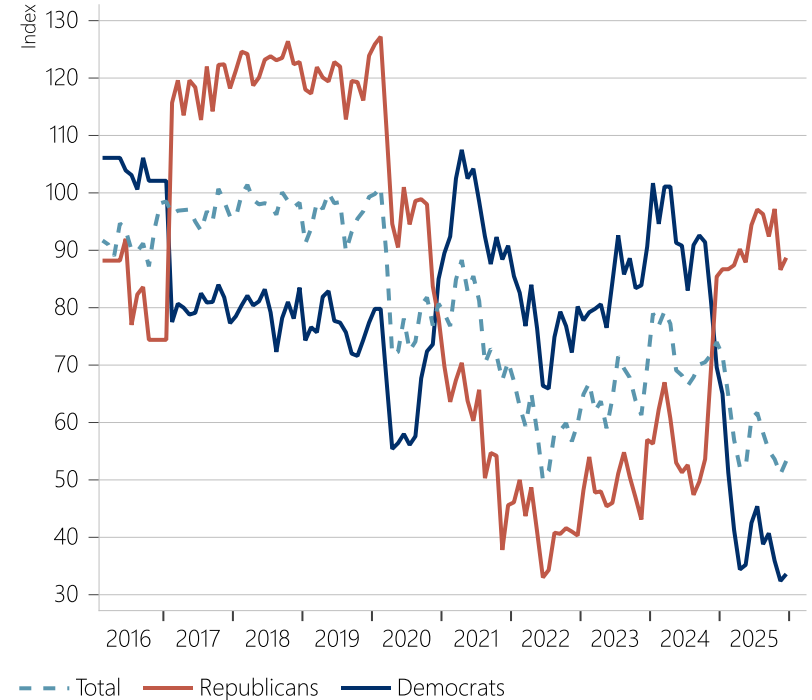
# Die Stimmung verschlechtert sich weiter

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



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, TCB, University of Michigan, NBER.  
Daten vom 11.2025.

USA: Consumer Sentiment Index, U. Michigan



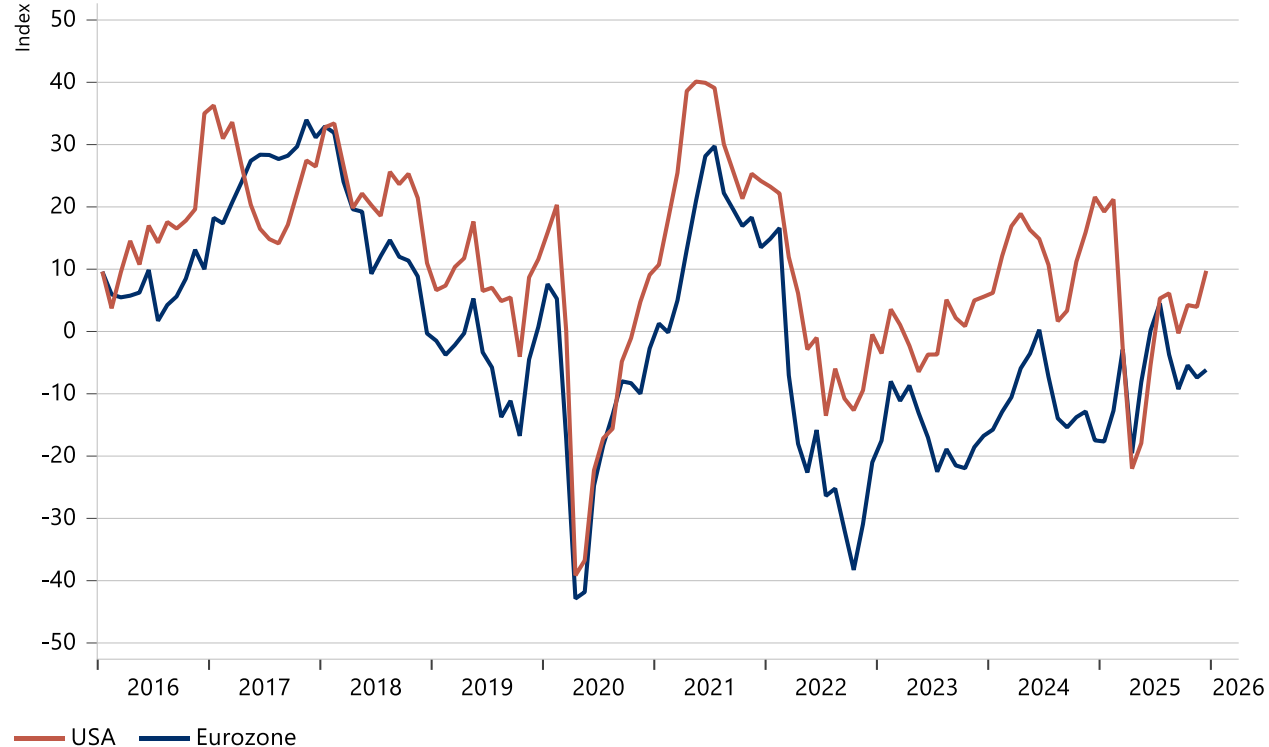
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, University of Michigan. Daten vom 12.2025.

Trumps erste **Zollankündigungen** drückten die **Konsumentenstimmung**. Der *Consumer Confidence Index* des **Conference Board** fiel auf das Niveau des Corona-Schocks. Der *Consumer Sentiment Index* der Universität Michigan erreichte Werte, wie sie sonst nur in **Rezessionen** vorkommen. Wie üblich, sind Anhänger der Oppositionspartei deutlich pessimistischer. Nach einer kurzen **Erholung** trübte sich die Stimmung zuletzt vor allem bei den **Demokraten** wieder ein.



# Die Stimmung der US-Investoren erholt sich

Sentix Konjunkturindex USA und Eurozone



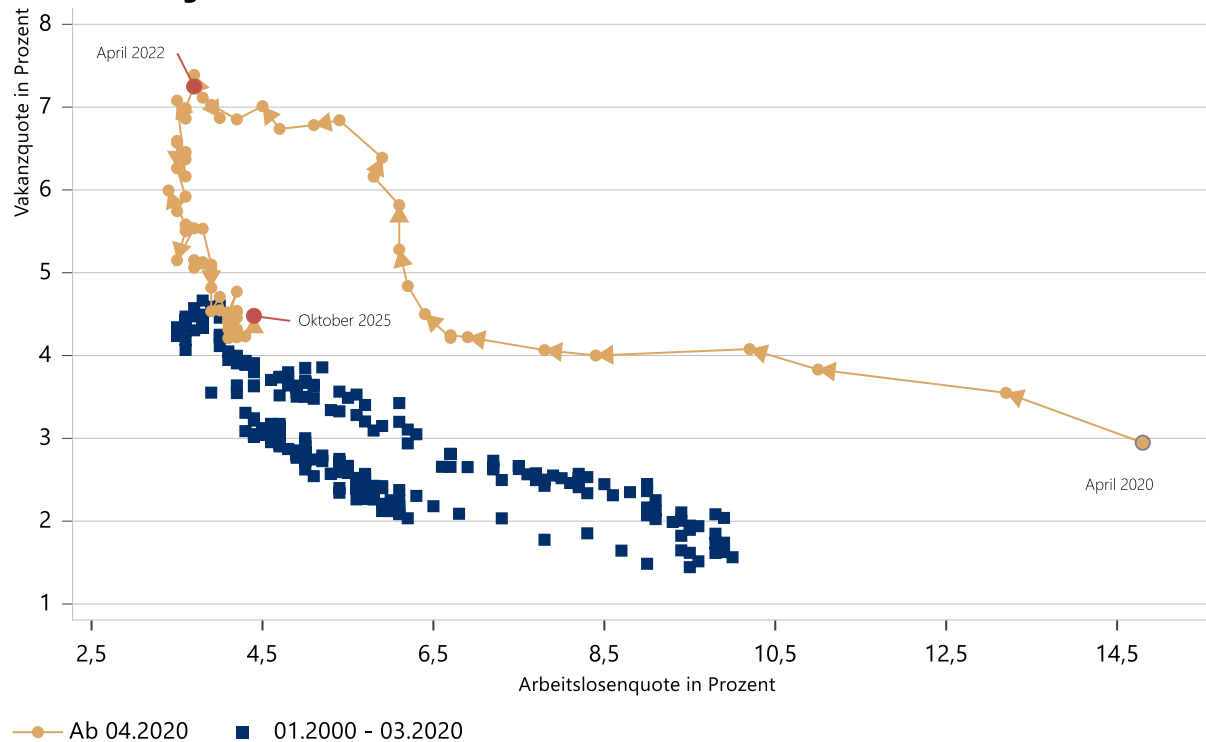
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Sentix. Daten vom 12.2025.

Der **Sentix-Konjunkturindex** spiegelt die Erwartungen von Anlegern wider. In der **Eurozone** stieg er nach den Ankündigungen schuldenfinanzierter Rüstungs- und Infrastrukturprogramme in Deutschland zunächst deutlich, fiel aber inzwischen wieder. In den **USA** ging der Index seit Jahresbeginn spürbar zurück und zeigt sich zuletzt erneut **optimistischer**.



# Der US-Arbeitsmarkt leicht angespannter

USA: Beveridge-Kurve

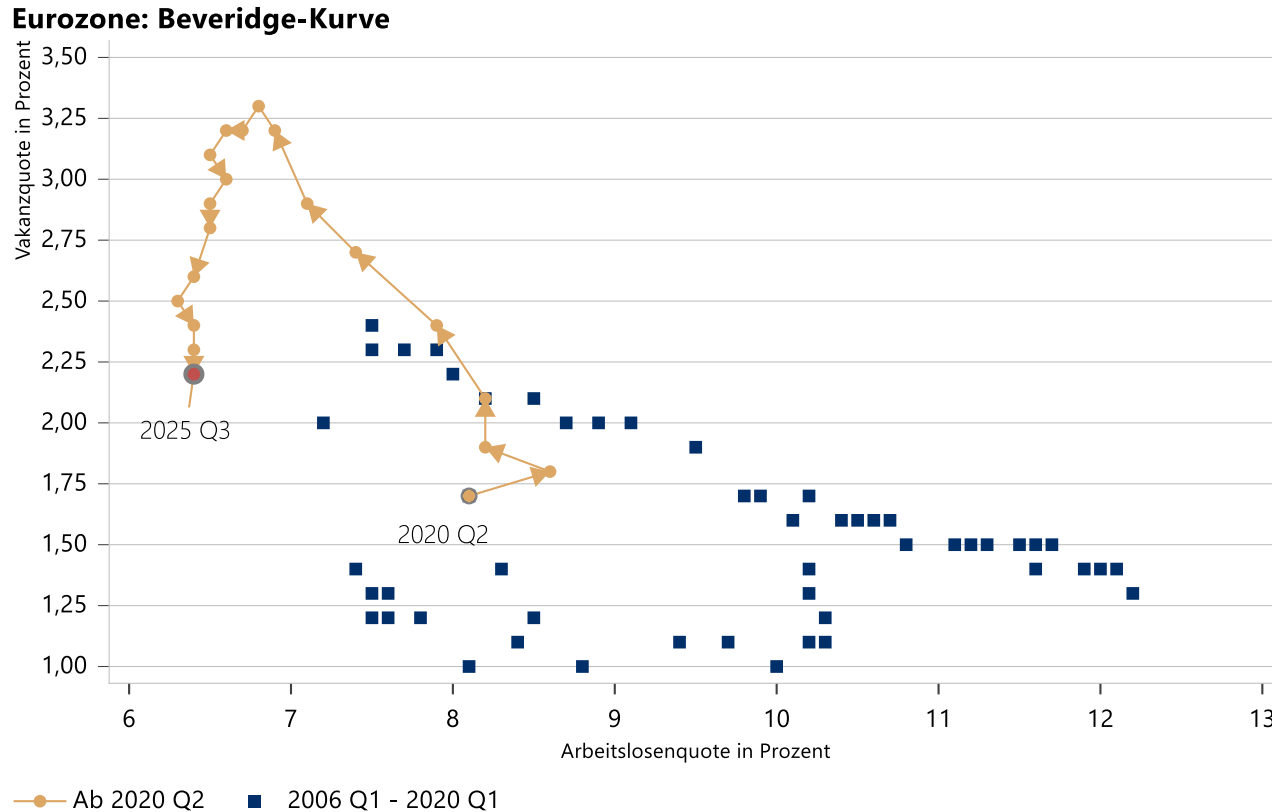


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, BLS. Daten vom 11.2025.

Die **Beveridge-Kurve**, welche die Beziehung zwischen der **Vakanzquote** – die offenen Stellen als Anteil an der Gesamtzahl aus besetzten und offenen Stellen – und der **Arbeitslosenquote** beschreibt, erkundet **neues Terrain**. Eine **Arbeitslosenquote von 4,6 %** geht derzeit mit einer **Vakanzquote von 4,5 %** einher. In der Vergangenheit war eine derart niedrige Arbeitslosenquote typischerweise mit einer Vakanzquote zwischen drei und höchstens vier Prozent verbunden.



# Der EZ-Arbeitsmarkt ist weniger angespannt



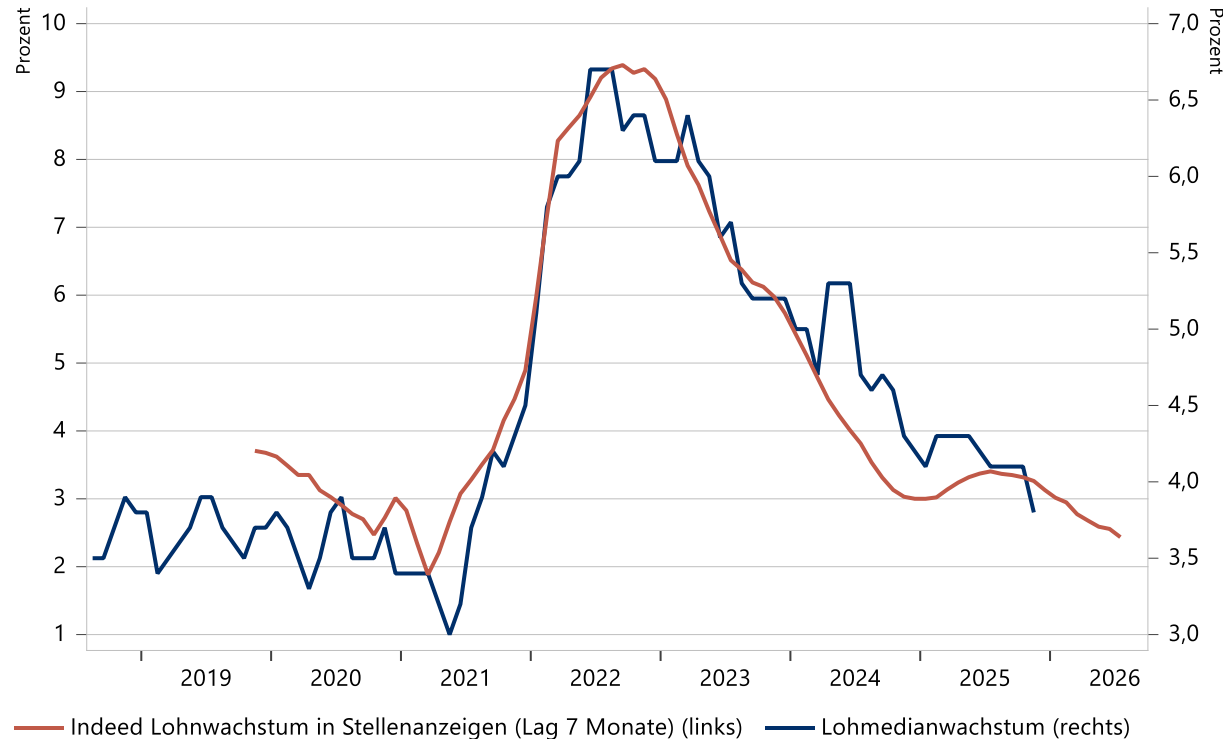
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Eurostat. Daten vom 2025 Q3.

Die **Beveridge-Kurve der Eurozone** zeigt einen weniger angespannten Arbeitsmarkt. Im dritten Quartal des Jahres blieb die Arbeitslosenquote historisch niedrig, während die Vakanzquote weiter zurückging.



# USA: Normalisierung des Lohnwachstums?

USA: Das Lohnwachstum könnte sich normalisieren

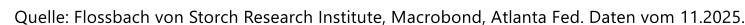


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Atlanta Fed, Indeed Hiring Lab. Daten vom 11.2025.

Das **Lohnwachstum** nach dem **Wage Tracker** von **Indeed Hiring Lab** scheint dem **Lohnmedianwachstum** der USA etwa sieben Monate vorauszulaufen. Wenn dies stimmt, könnte das Lohnwachstum weiter zurückgehen.



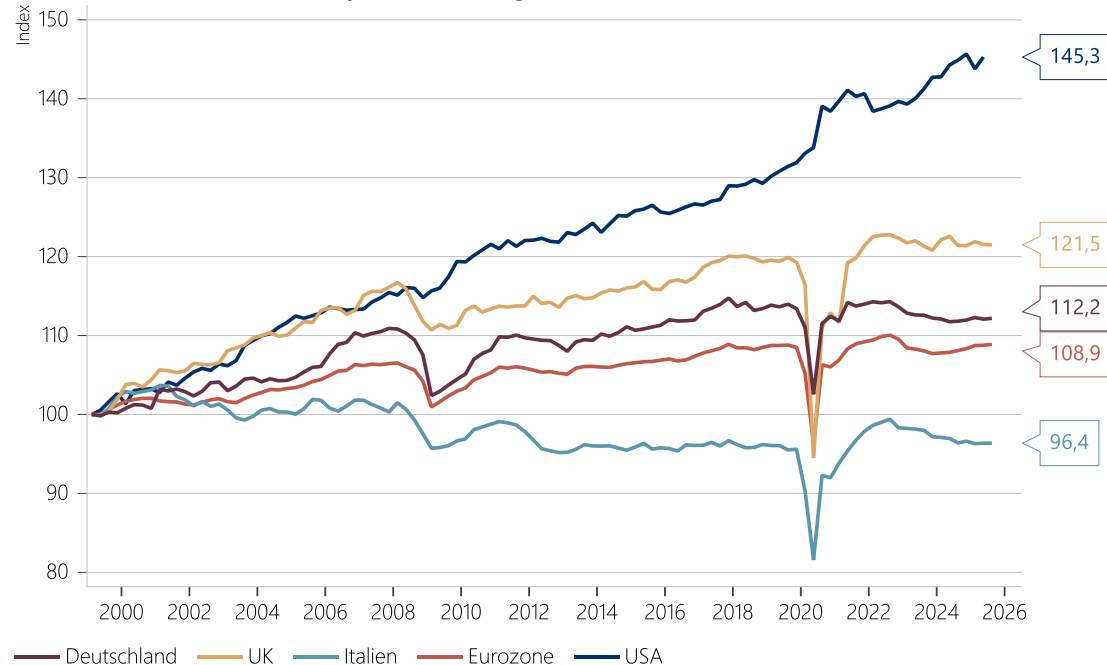
## USA: Stundenlohnwachstum nach Lohnniveau





# Die Produktivität wächst in den USA am stärksten

USA vs Eurozone: reales BIP je erwerbstätige Person, 1999 = 100

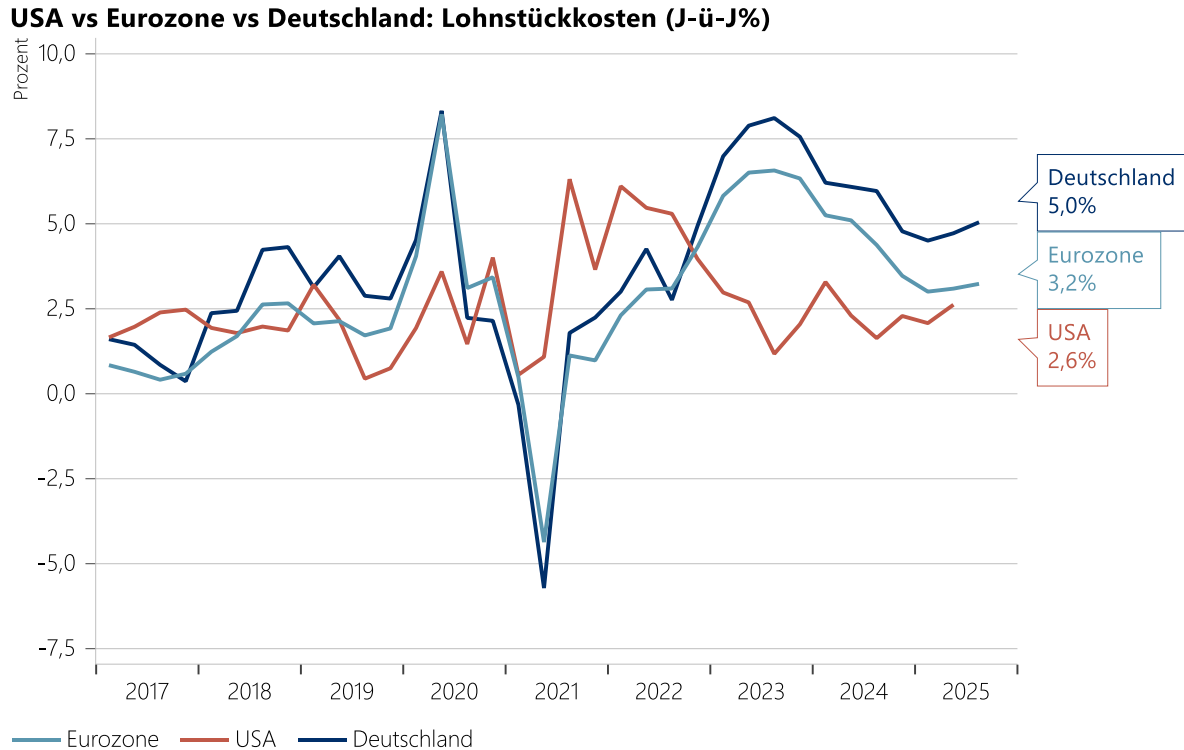


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, BLS, BEA, Eurostat, DESTATIS, Istat, ONS Daten vom 2025 Q2.

Die Wachstumsunterschiede sind auf die unterschiedlichen Produktivitätsgewinne zurückzuführen. Seit **1999** stieg die **US-Arbeitsproduktivität** (BIP pro erwerbstätige Person) um **45,3 %**. Im gleichen Zeitraum wuchs sie in **Großbritannien** bis zur **Finanzkrise 2007/2008** ähnlich stark, danach aber deutlich langsamer. In der **Eurozone** zeigt sich ein uneinheitliches Bild: **Italiens** Arbeitsproduktivität liegt unter dem Niveau von 1999, während **Deutschland** bis 2016 einen Anstieg von **12 %** verzeichnete. Seitdem sinkt die Produktivität leicht, wie in Italien.



# Die Lohnstückkosten steigen in den USA langsamer



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, DESTATIS, BLS, ECB, ONS Daten vom 2025 Q3.

Bei steigender **Inflation** fordern Beschäftigte **Lohnerhöhungen**, um ihre **Kaufkraft** zu erhalten. In den **USA** führt schnelles **Produktivitätswachstum** dazu, dass die **Lohnstückkosten** mit **2,6 % gegenüber dem Vorjahr** langsamer steigen als in der **Eurozone (3,2 %)** und **Deutschland (5 %)**. Dadurch dürfte der **Inflationsdruck** in der **Eurozone** höher sein als in den **USA**.



# China

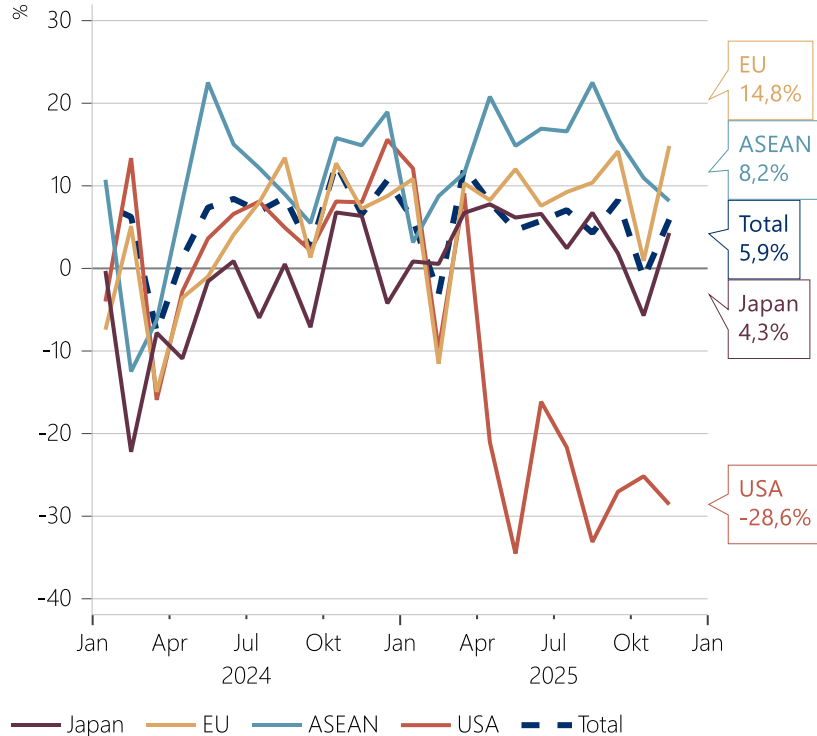


Quelle: Generiert durch ChatGPT



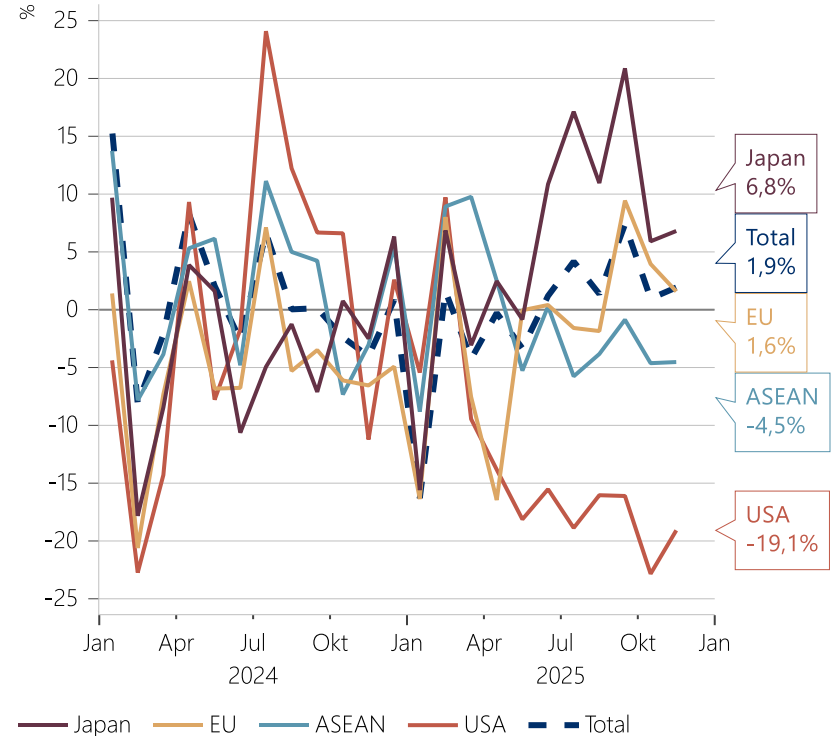
# China: Exporte gehen leicht zurück

Chinesische Exporte nach Zielland, J-ü-J%



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, GAC. Daten vom 11.2025.

Chinesische Importe aus ausgewählten Ländern



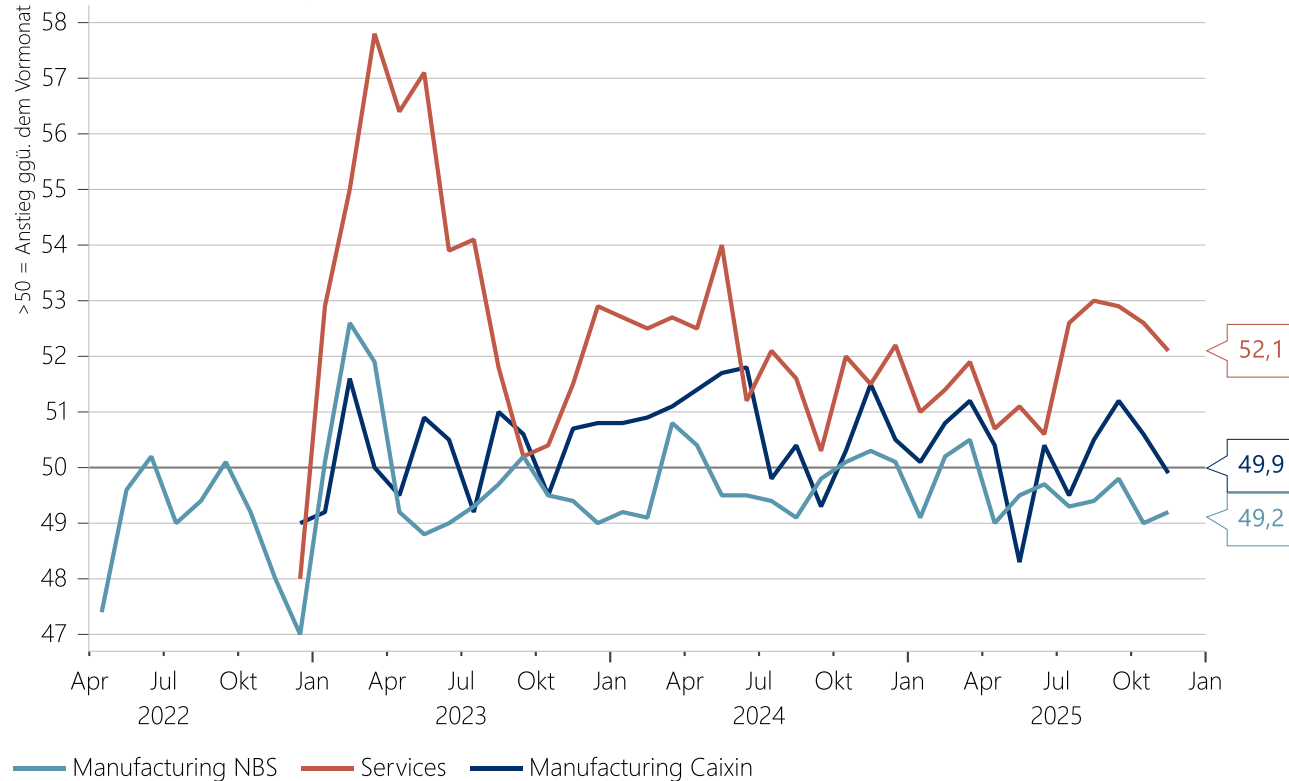
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, GAC. Daten vom 11.2025.

Chinas **Handel mit den USA** ist deutlich **zurückgegangen**. Der Anstieg der Exporte in die ASEAN-Staaten um 8 % deutet darauf hin, dass ein Teil der **Lieferungen in die USA** über diese Länder **umgeleitet** wurde. Insgesamt lagen die Exporte Chinas um 5,9 % höher als im Vorjahresmonat. Gleichzeitig **stiegen die Importe** um 1,9 %, wobei der **stärkste Zuwachs** aus **Japan** kam.



# China: Das verarbeitende Gewerbe bleibt schwach

China: Einkaufsmanagerindizes (PMI)



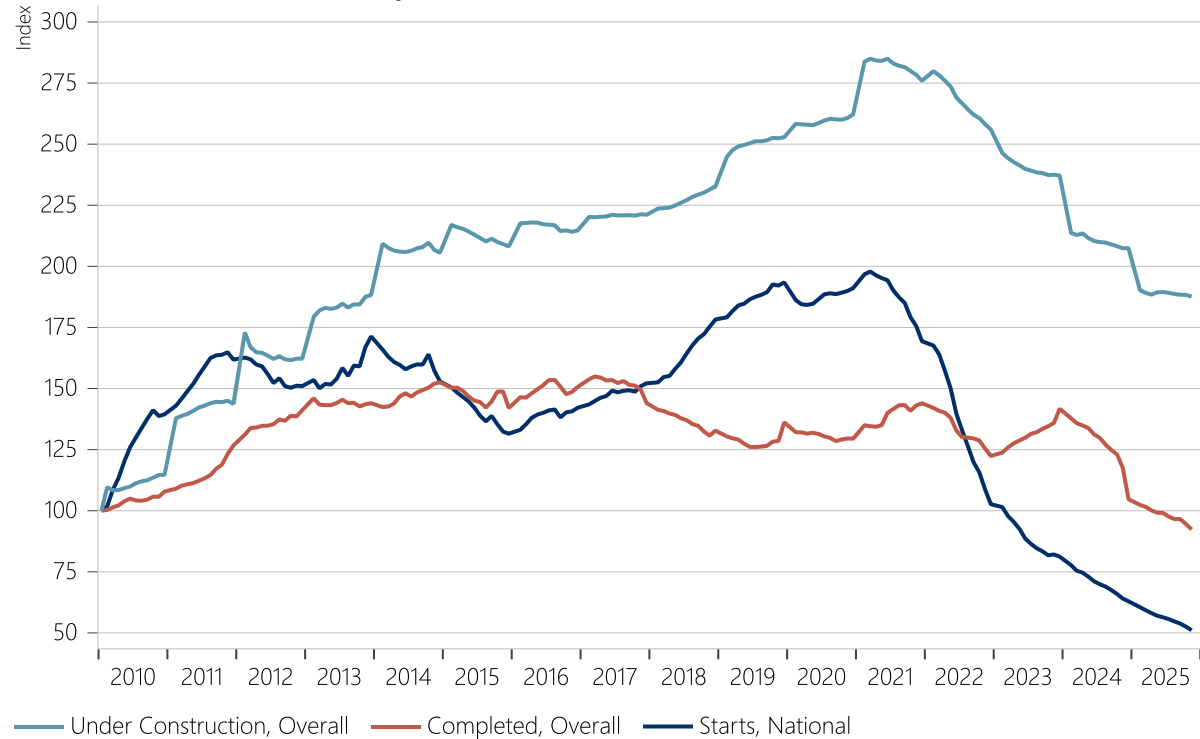
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, S&P Global, CFLP Daten vom 11.2025.

Der **PMI für das verarbeitende Gewerbe** bleibt schwach. Sowohl der private **Caixin-Index** (49,9) als auch der staatliche **NBS-Index** (49,2) bewegen sich nur knapp um die **Neutralmarke** von 50. Der PMI des **Dienstleistungssektors** betrug dagegen 52,6.



# Die Bauaktivitäten erholen sich nicht ...

China, Immobilien, Baustand jedes Jahr, 01.2010 = 100



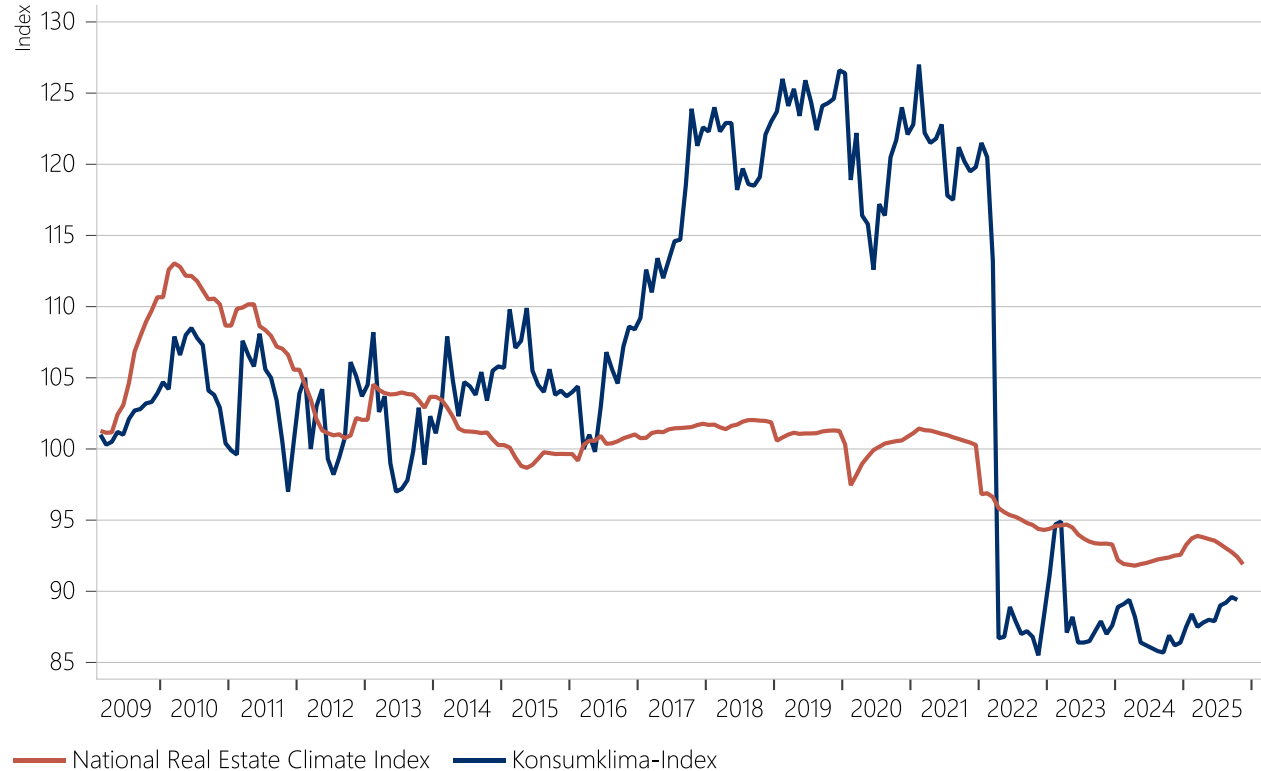
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, NBS Daten vom 11.2025.

Die Zahl der **angefangenen Neubauten** fiel im Juli 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

## China, Konsumklima

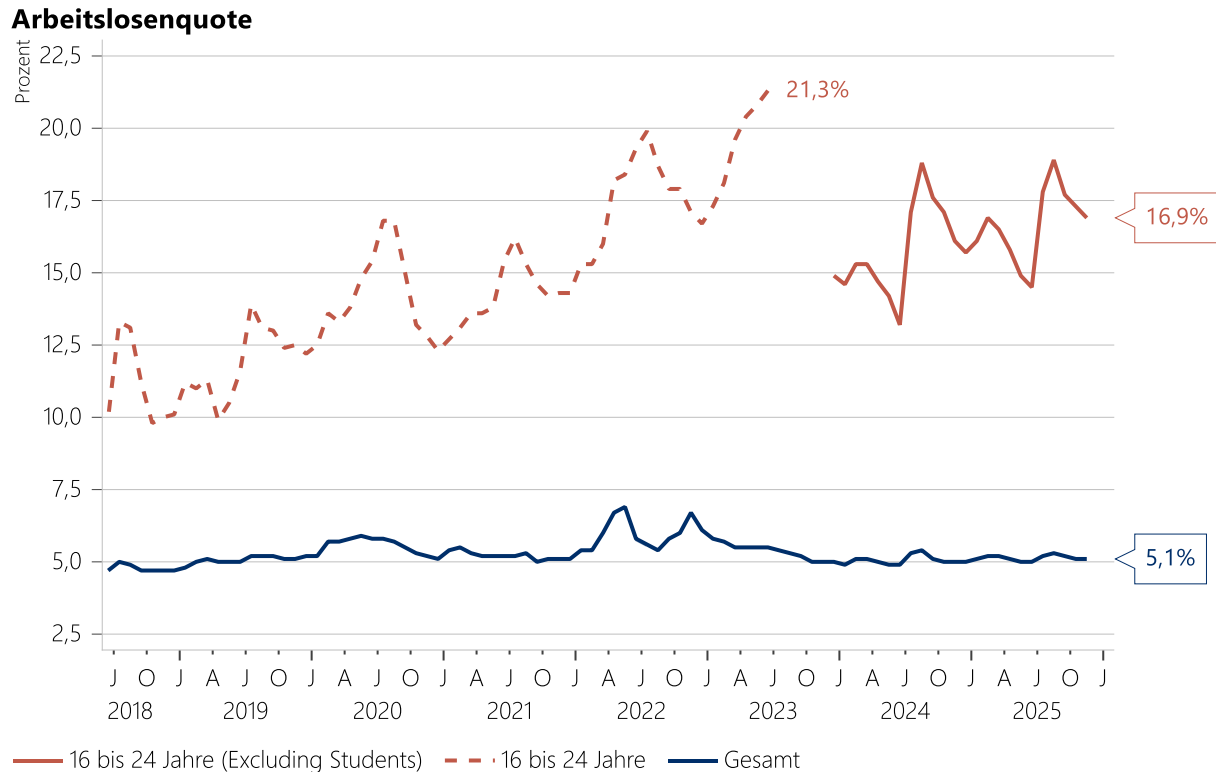


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, CEMAC, NBS, OECD Daten vom 10.2025.

In **China** hat sich das **Konsumklima** seit Anfang 2025 leicht verbessert, bleibt jedoch historisch niedrig. Auch die Stimmung im **Immobilien**sektor ist gedrückt. Der „National Real Estate Climate Index“ sinkt seit drei Jahren.



# Sehr hohe Jugendarbeitslosigkeit

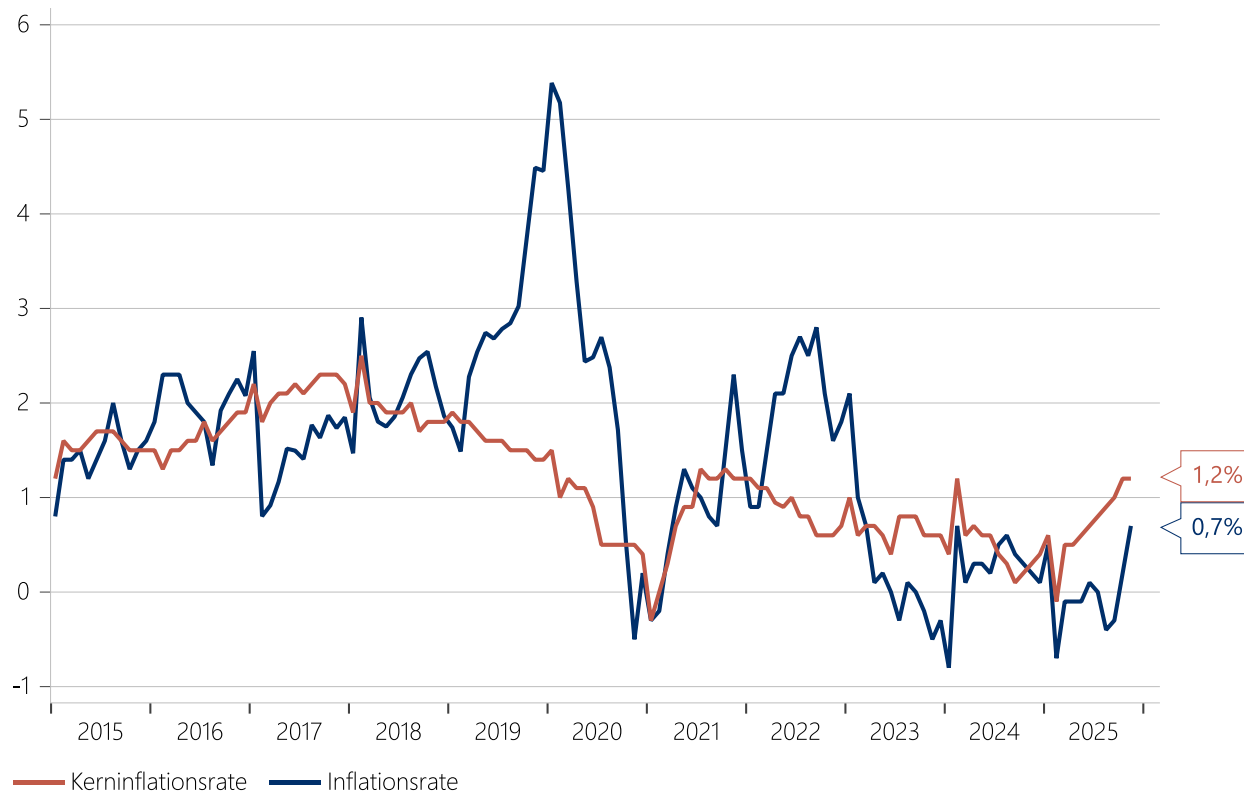


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, NBS. Daten vom 11.2025.

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 lag im Oktober bei **17,3 %**.



# Deflationssorgen



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, NBS. Daten vom 11.2025.

Die chinesische **Inflationsrate** liegt seit Mitte 2023 unter 1 %. Im November betrug sie **0,7 %**, die **Kerninflation** (ohne Lebensmittel und Energie) lag bei 1,2 %. Dies unterstreicht die schwache Wirtschaftsleistung des Landes.

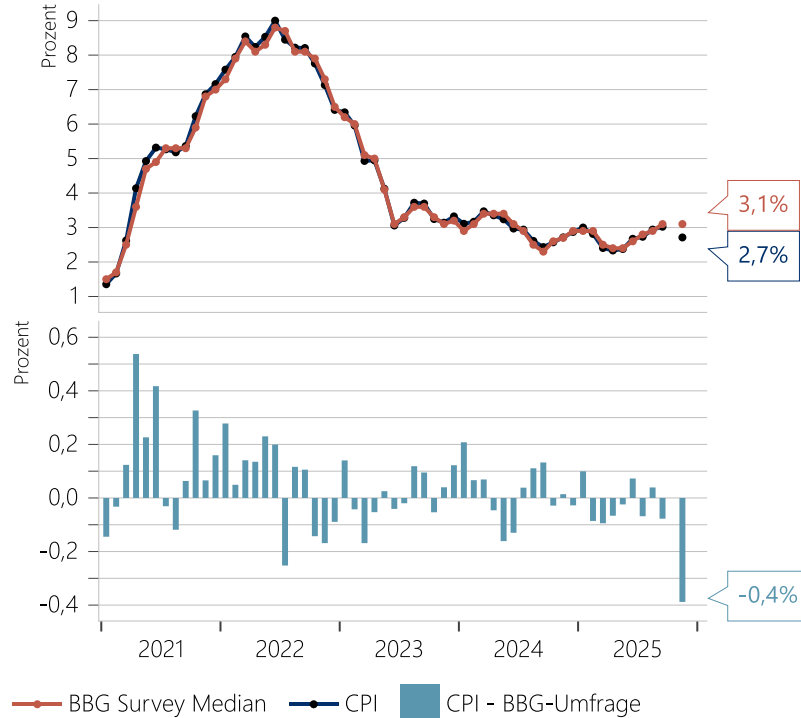


# PREISE

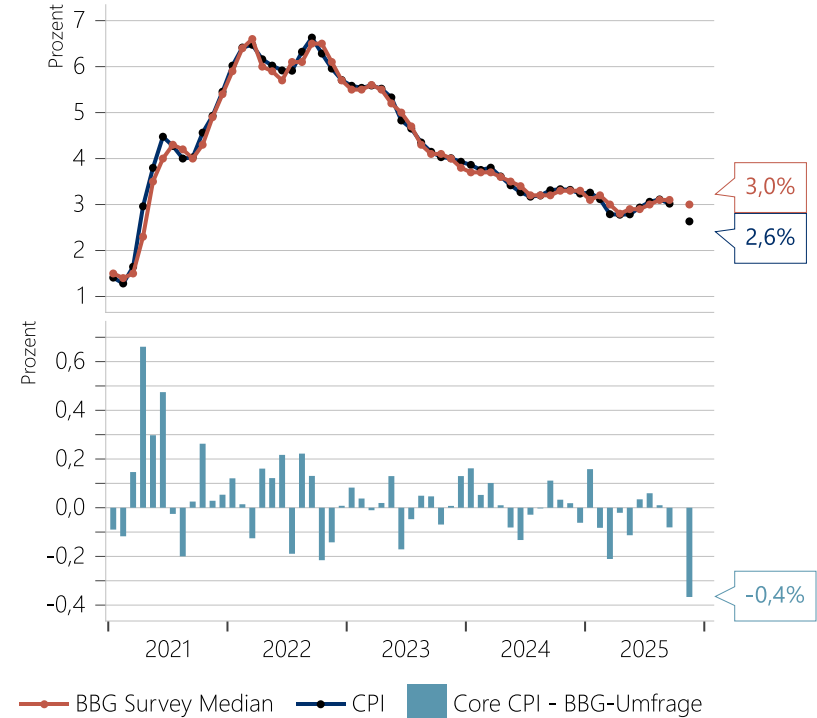


# USA: Inflationsrate lässt nach

## USA Inflation vs. Erwartung



## USA Kerninflation vs. Erwartung

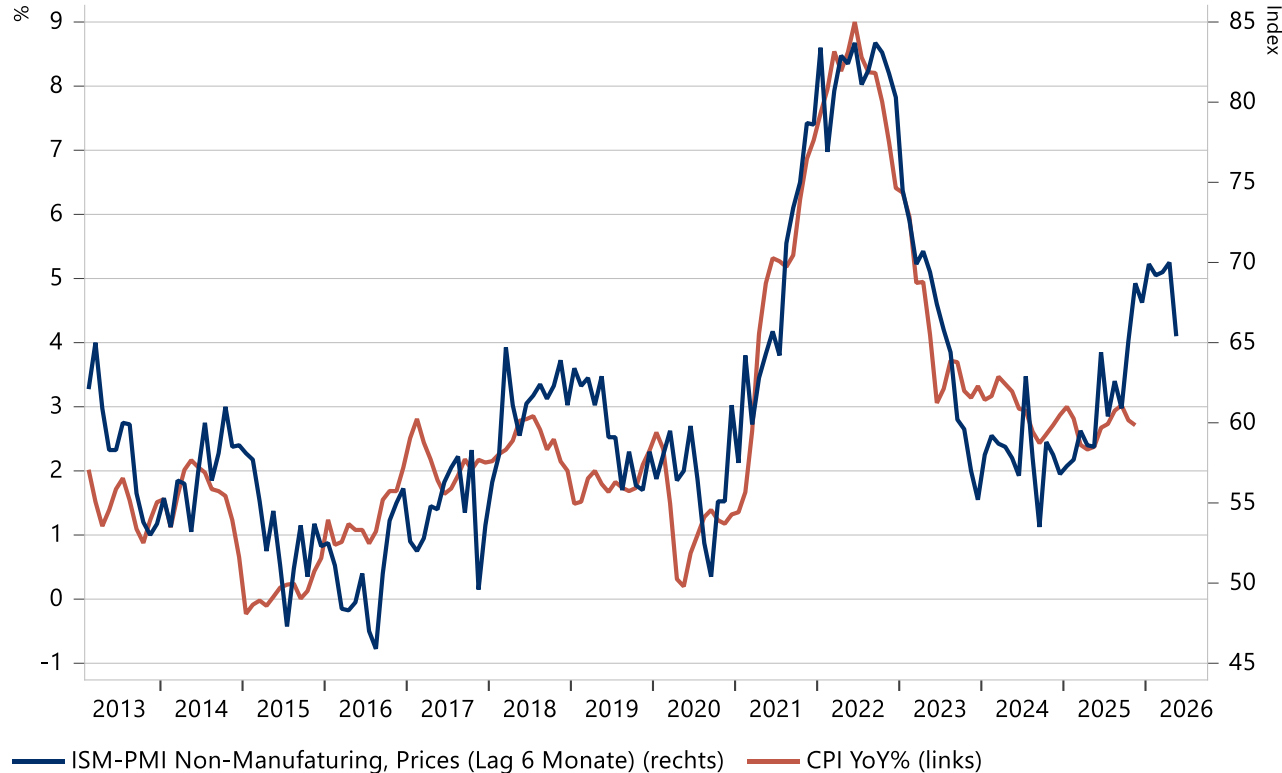


Im November stiegen die Preise langsamer als erwartet. Der **Verbraucherpreisindex (CPI)** erhöhte sich wie erwartet um 2,7 % im Vergleich zum Vorjahr. Die **Kerninflation** lag bei 2,6 %, deutlich niedriger als die **Medianerwartungen** der Teilnehmer einer monatlichen **Bloomberg-Umfrage**. Wegen des Regierungs-Shutdowns wurden keine Preisdaten für Oktober erhoben.



# USA: Inflation könnte wieder steigen

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

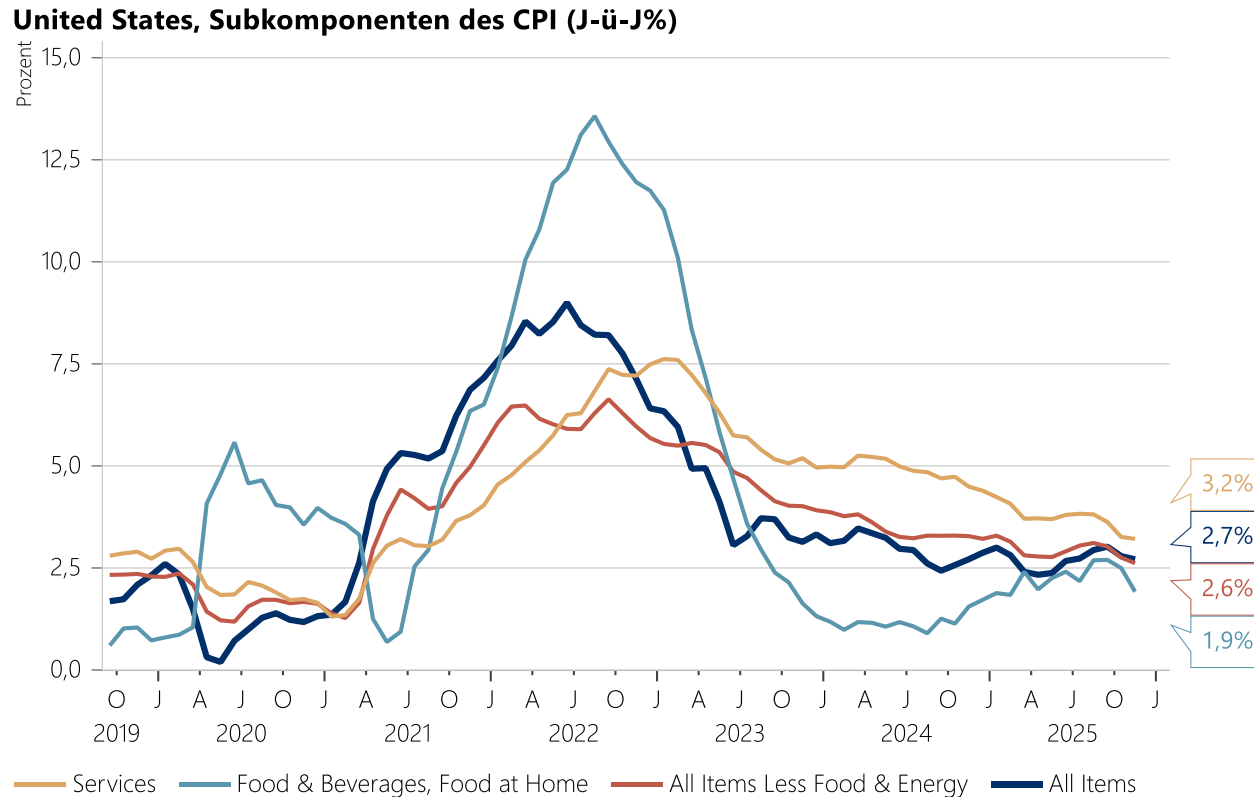


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, BLS, ISM. Daten vom 11.2025.

Der Preisindex im ISM-Dienstleistungs-PMI läuft der **Verbraucherpreisinflation** etwa **sechs Monate voraus**. Wenn sich dieser Zusammenhang bestätigt, dürfte die **Inflation** in den kommenden Monaten **wieder deutlich ansteigen**.



# USA: Dienstleistungen und Lebensmittel werden teurer



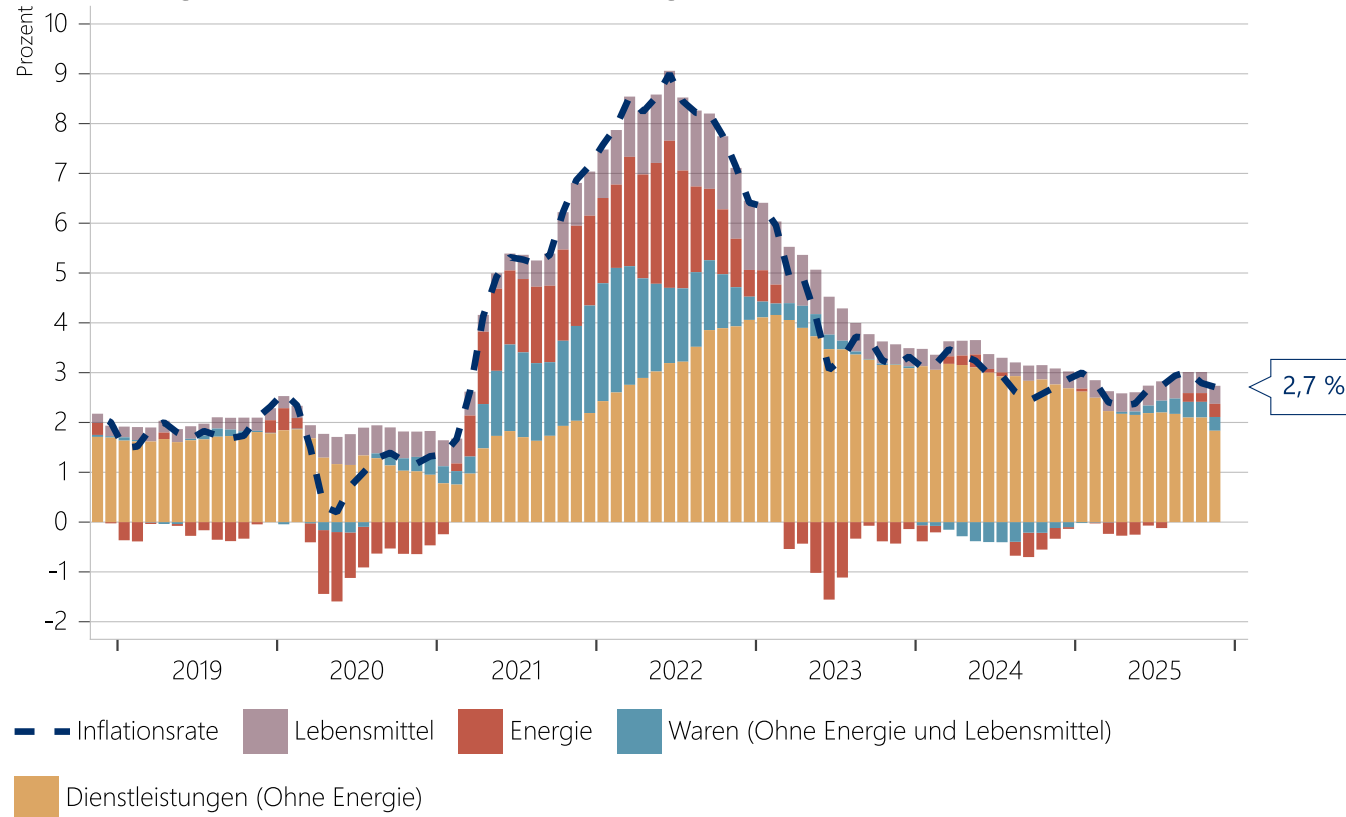
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, BLS Daten vom 11.2025.

Im **Dienstleistungssektor** blieb der **Inflationsdruck** hoch. Im November 2025 stiegen die Preise gegenüber dem Vorjahr um **3,2 %**. Die **Lebensmittelpreise** zogen mit einer jährlichen Veränderungsrate von **1,9 % weniger stark** an als im September.



# Dienstleistungen trugen am stärksten zur Inflation bei

USA, Beitrag zur Inflationsrate: Dienstleistungen vs Waren

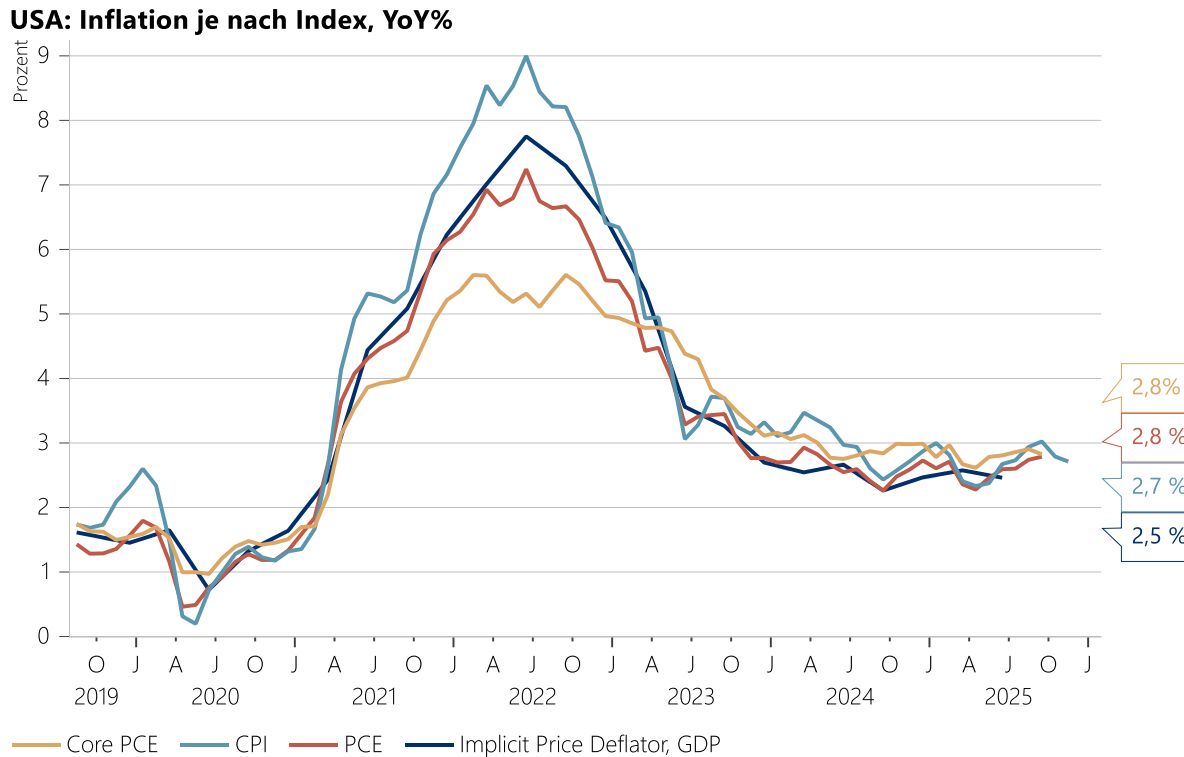


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS). Daten vom 11.2025.

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 insbesondere der Lebensmittel ist wieder positiv.



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



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, BEA, BLS. Daten vom 11.2025.

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 September 2025 lag die Inflationsrate des von der Fed favorisierten Kern-PCE-Index (ohne Energie und Lebensmittel) bei **2,8 %**. Die November-Werte wurden noch nicht veröffentlicht.



# USA: Supercore-Inflation bleibt hoch

USA: Supercore-Inflation, YoY%



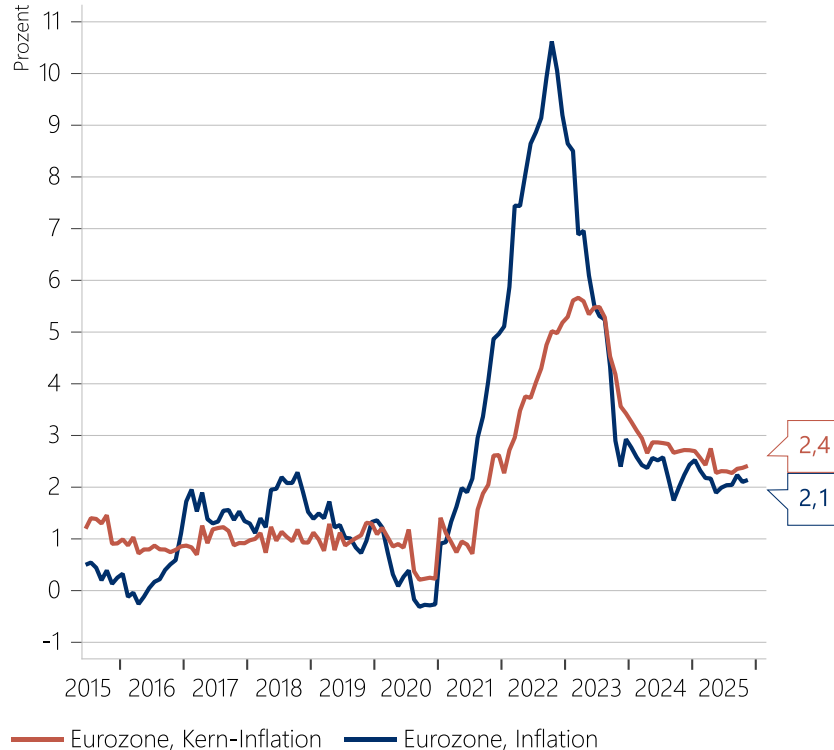
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, BLS Daten vom 11.2025.

**Supercore** wird als der **Dienstleistungspreisindex** ohne Energie- und Wohnkosten definiert. Auf der Grundlage des CPI-Index ging die **Jahresrate** der Supercore-Inflation im November auf 2,7 % zurück. Gemessen am PCE-Index lag die Supercore-Inflation im September bei 3,3 %. Dies zeigt, dass der **Inflationsdruck im Dienstleistungssektor** auch ohne Wohnkosten weiterhin hoch bleibt.

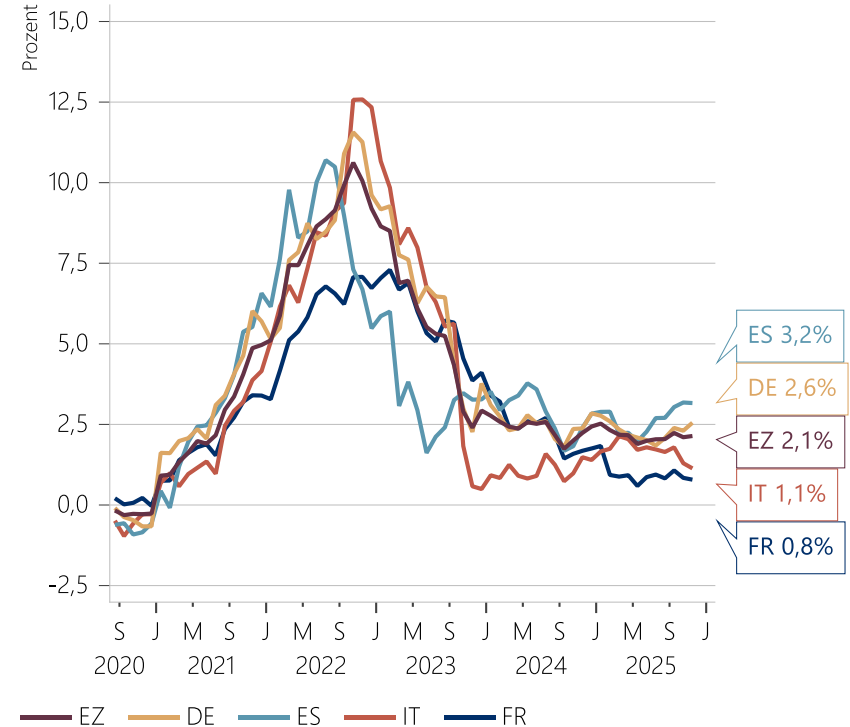


# Die Inflation in der Eurozone leicht über 2%

**Inflation und Kerninflation in der Eurozone**



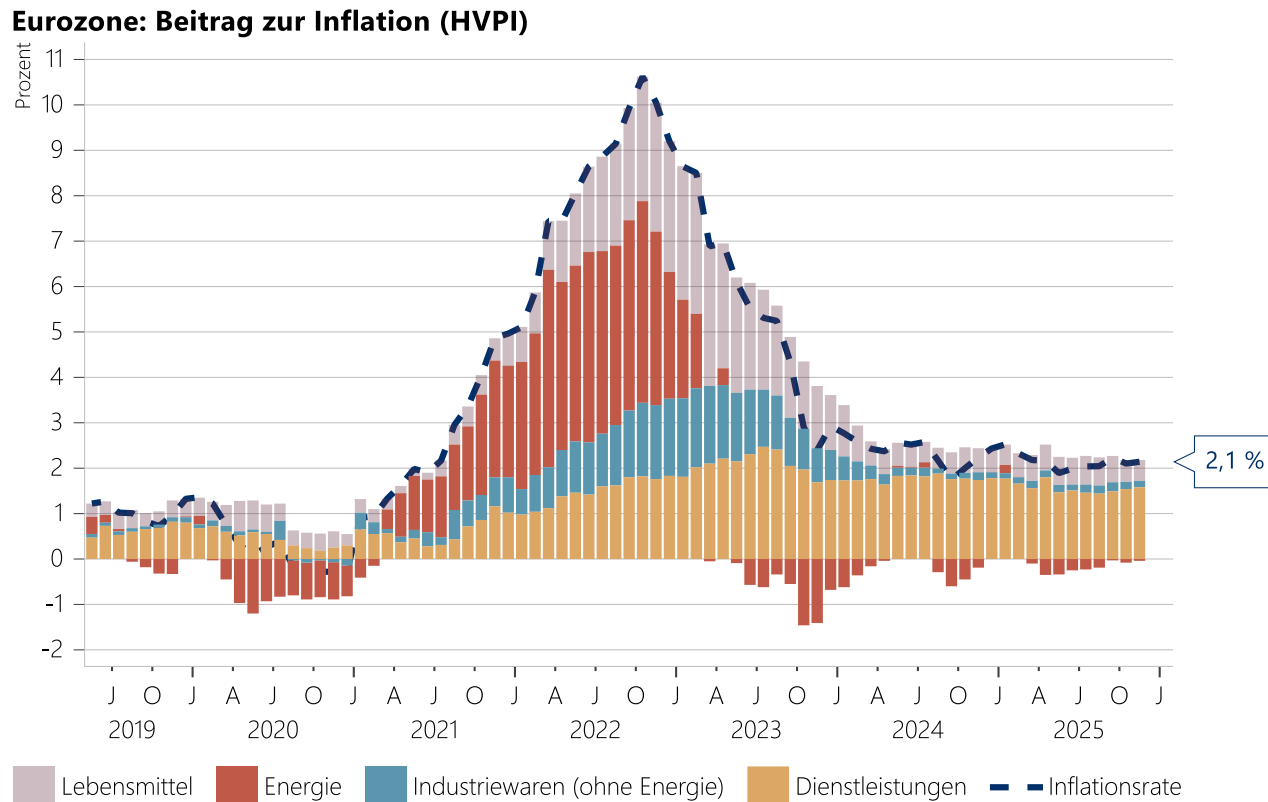
**Inflation in der Eurozone (HVPI, YoY%)**



Im November stieg der HVPI der **Eurozone** im Jahresvergleich um **2,2 %**, die **Kerninflation** (ohne Energie und Lebensmittel) lag bei **2,4 %**. In **Frankreich** (0,8 %) und **Italien** (1,1 %) blieb die Inflation unter der Zielmarke von 2 %. Am höchsten war sie in **Spanien** mit **3,2 %**.



# Verteuerung von Dienstleistungen und Lebensmitteln



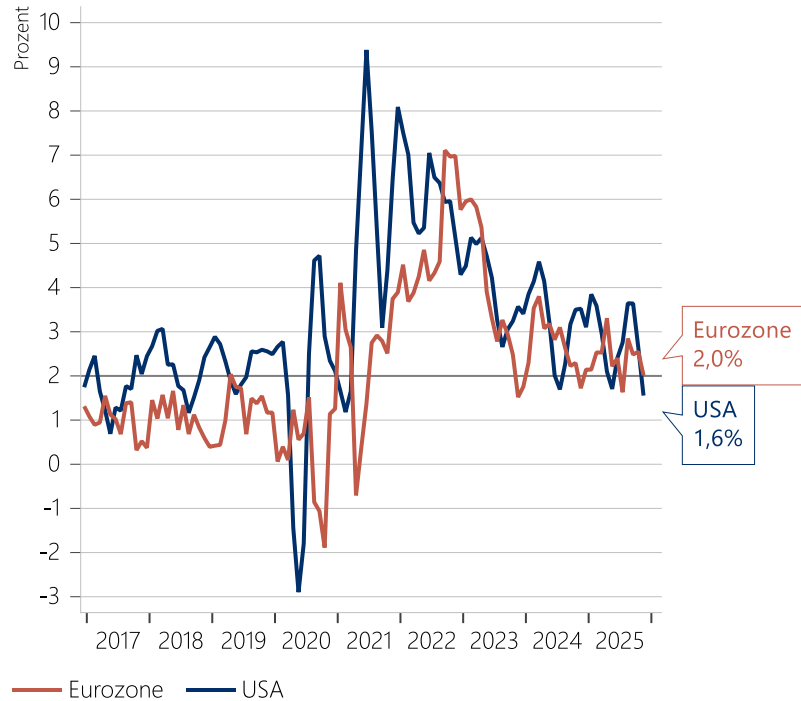
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Eurostat. Daten vom 11.2025.

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



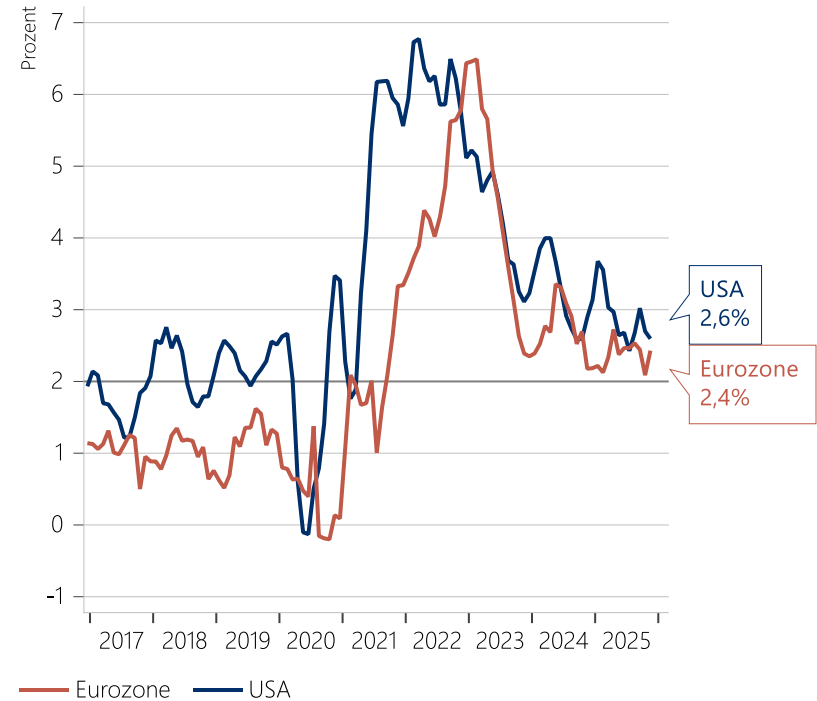
# Der Inflationsdruck lässt nicht eindeutig nach

Kerninflation: 3 Monate, annualisiert



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, ECB, BLS Daten vom 11.2025.  
Anmerkung: Die fehlende US-Oktoberzahl wurde für die Berechnung interpoliert.

Kerninflation: 6 Monate, annualisiert



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, ECB, BLS Daten vom 11.2025.  
Anmerkung: Die fehlende US-Oktoberzahl wurde für die Berechnung interpoliert.

Die **3-Monats-** und **6-Monats-annualisierten Kerninflationsraten** zeigen den kurzfristigen **Inflationsdruck**. In der **Eurozone** lag die 3-Monats-Rate bei **2 %** und die 6-Monats-Rate bei **2,4 %**. In den **USA** ging die 3-Monats-Rate im November auf **1,6 %** zurück und die 6-Monats-Rate auf **2,6 %**.



# Lebensmittel werden teurer

USA: Lebensmittel- und Energiepreise, 12.2022 = 100



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, BLS Daten vom 18.12.2025.

Eurozone: Lebensmittel- und Energiepreise, 05.2019 = 100



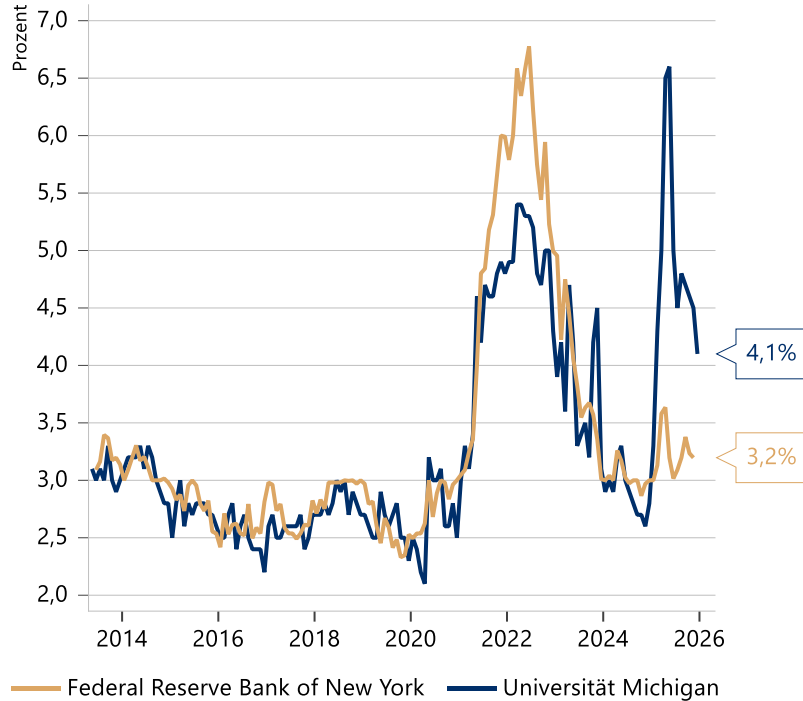
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Eurostat Daten vom 18.12.2025.

**Lebensmittel- und Energiepreise** werden aus der Betrachtung der Inflationsdynamik ausgeblendet, um die grundlegende **Inflationsentwicklung** zu analysieren. Für die Wohlstandswahrnehmung der Menschen und ihr **Wahlverhalten** sind jedoch gerade diese Preise entscheidend. Nach dem starken Anstieg 2021 haben sich die **Energiepreise** zwar stabilisiert, die **Lebensmittelpreise** steigen jedoch weiter. Sie liegen in den USA 7,7 % und in der Eurozone 11,6 % über dem Niveau von Dezember 2022.



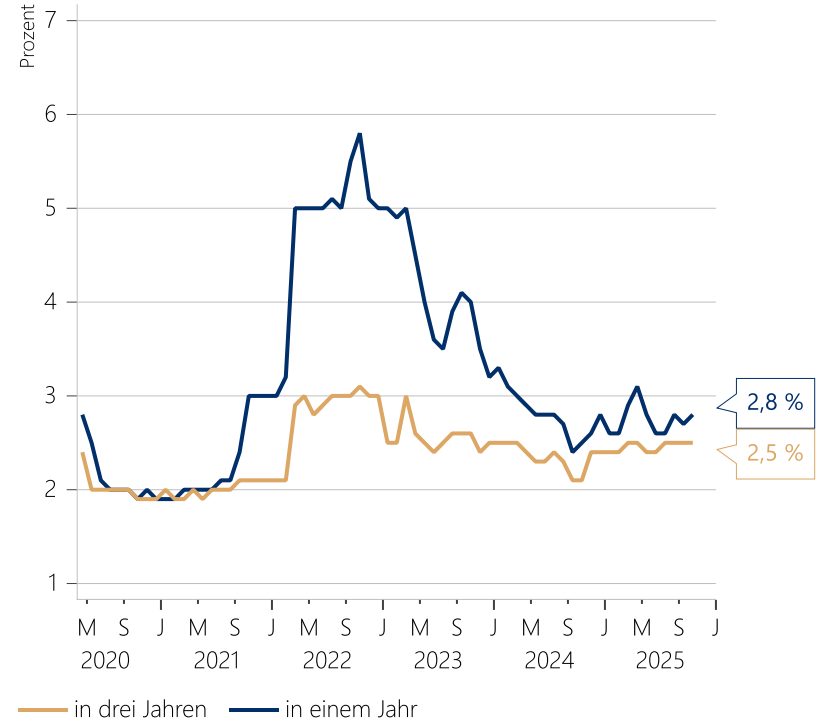
# Volatile Inflationserwartungen der Konsumenten

USA: Inflationserwartungen der Konsumenten in einem Jahr



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, University of Michigan, New York Fed.  
Daten vom 12.2025.

Eurozone: Inflationserwartung der Konsumenten (Median)

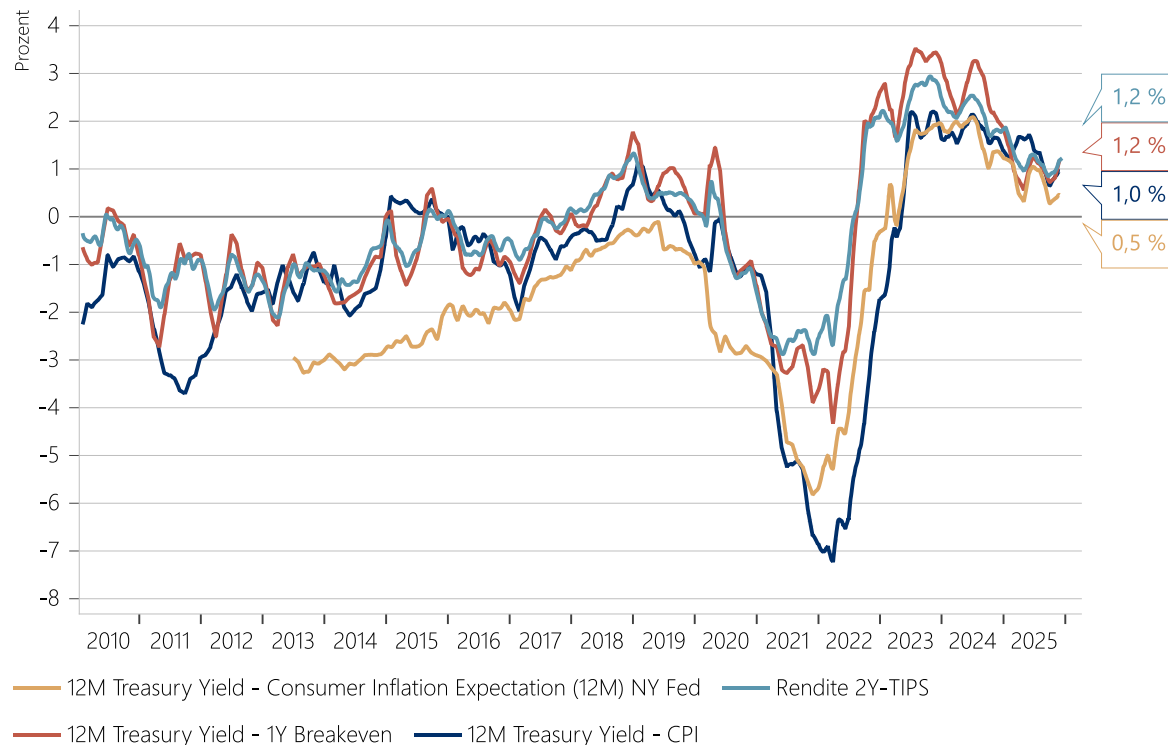


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, ECB. Daten vom 10.2025.

Im November 2025 lagen die **Inflationserwartungen** der US-Konsumenten für die nächsten zwölf Monate bei 4,1 % (Universität Michigan) und 3,2 % (New York Fed), ein ungewöhnlich großer Unterschied. In der **Eurozone** erwarteten die Haushalte laut EZB im Median 2,5 % für das kommende Jahr und 2,8 % für die nächsten drei Jahre.



# USA: Sinkender Realzins



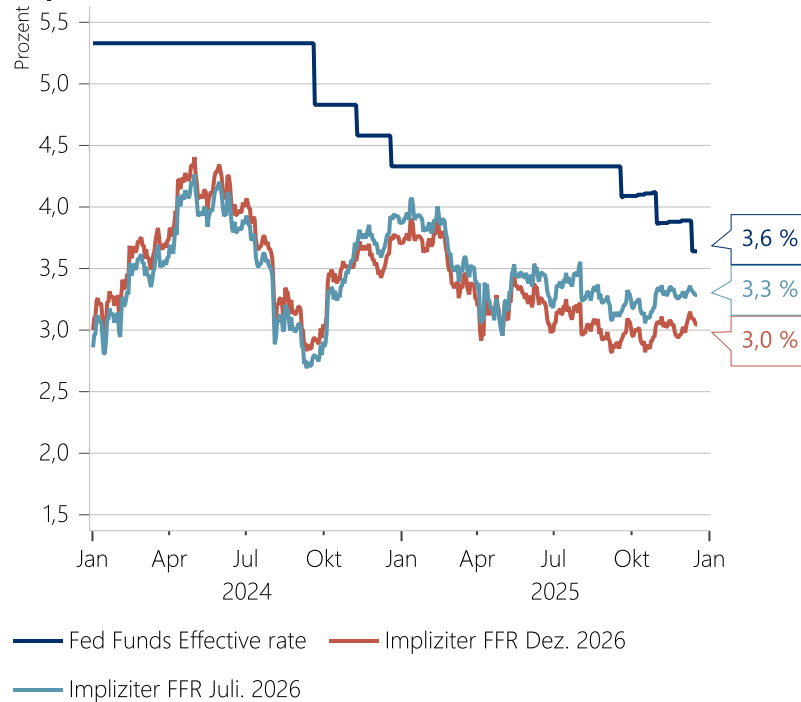
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Fed, BLS, U.S. Treasury, University of Michigan, New York Fed. Daten vom 12.12.2025.

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 **0,5 % und 1,2 %**. 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 1,2 %**.



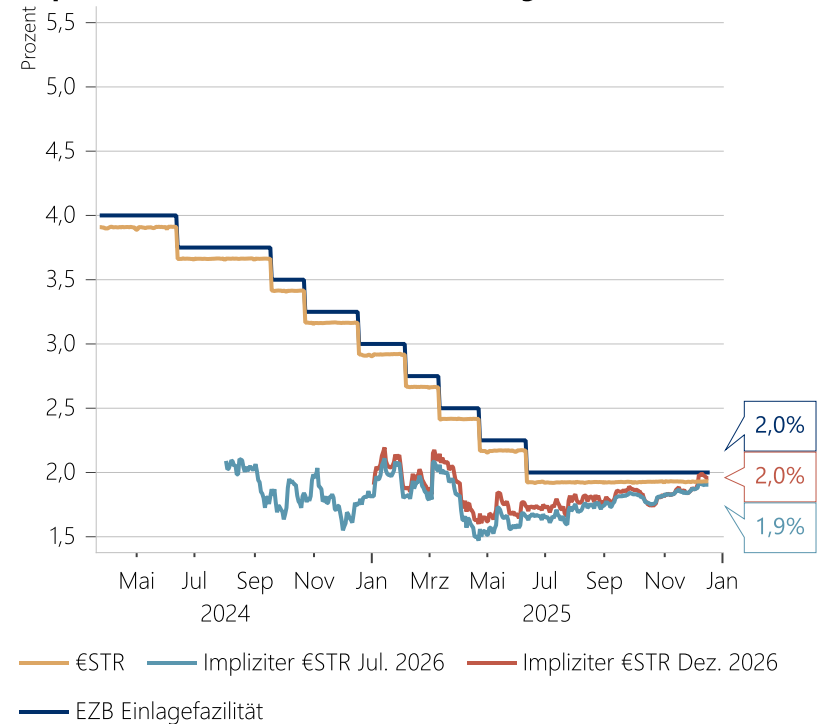
# Volatile Zinserwartungen

Implizite vs aktuelle Fed Funds Rate



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, CME Group, New York Fed, Fed, U.S. Treasury. Daten vom 17.12.2025.

Implizite €STR vs Zinssatz für die Einlagefazilität der EZB



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, ECB, ICE. Daten vom 17.12.2025.

An den Futures-Märkten sind bis Juli 2026 **Zinssenkungen** der Fed von mindestens 25 Basispunkten eingepreist. Für die zweite Jahreshälfte kommen weitere 25 Basispunkte hinzu. Im **Euroraum** hingegen werden für das nächste Jahr **keine Zinssenkungen** erwartet. Das zum Jahresende eingepreiste Zinsniveau liegt im Euroraum weiterhin 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.

