

WIE DIE SANFTE LANDUNG DER US-WIRTSCHAFT GELINGEN KANN

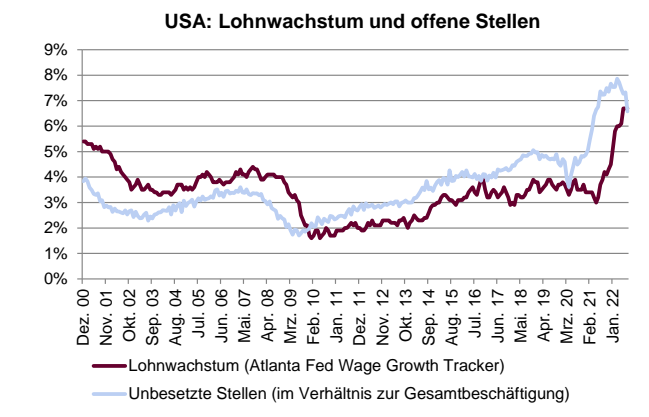
In den USA ist die Zahl der offenen Stellen im August stark gesunken. Das ist eine sehr gute Nachricht, denn der Rückgang der offenen Stellen ist eine wichtige Voraussetzung dafür, dass auch das Lohnwachstum abnimmt und damit auch die Inflation zurückgeht. Gelingt das ohne einen nennenswerten Anstieg der Arbeitslosigkeit, bleiben die negativen gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen der Inflationsbekämpfung gering. Die sogenannte Beveridge-Kurve spricht zwar gegen diese Möglichkeit, doch könnte diesmal am US-Arbeitsmarkt tatsächlich alles anders sein. Für die Aktienmärkte wäre eine sanfte Landung der US-Wirtschaft trotzdem kein Grund zum Jubeln. Wenn Unternehmen auf eine sinkende Nachfrage nicht mit Entlassungen reagieren, engen sich die Gewinnmargen ein.

Der jüngste Bericht zu den **offenen Stellen am US-Arbeitsmarkt**, der am vergangenen Dienstag veröffentlicht wurde, löste nicht nur an den Aktienmärkten Euphorie aus. So twitterte der Ökonomie-Nobelpreisträger Paul Krugman: "Das waren die besten Wirtschaftsnachrichten, die ich seit langem gesehen habe". Das Bureau of Labor Statistics, eine Abteilung des Arbeitsministeriums der Vereinigten Staaten, hatte vermeldet, dass die Zahl der offenen Stellen im August saisonbereinigt auf 10,1 Millionen gesunken ist. Dieser Rückgang war nicht nur deutlich stärker als erwartet, sondern mit einem Minus von 1,1 Millionen auch der zweitstärkste monatliche Wert, der jemals veröffentlicht wurde.

Dass weniger Arbeitskräfte gesucht werden, scheint zunächst keine gute Nachricht für die Konjunktur zu sein. Die positive Reaktion auf die jüngsten Zahlen wird aber verständlich, wenn man den Zusammenhang zwischen offenen Stellen und Lohnwachstum betrachtet. Setzt man die offenen Stellen in Relation zur Gesamtbeschäftigung und vergleicht diese Zeitreihe mit der des Lohnwachstums, zeigt sich ein klar ausgeprägter positiver Zusammenhang. Die Quote der offenen Stellen hat zudem einen Vorlauf gegenüber dem Lohnwachstum. Der aktuelle Rückgang der Jobangebote sollte daher bald das Lohnwachstum dämpfen und damit auch die Inflationsraten senken. Das nimmt wiederum den Druck von der US-Notenbank, die Zinsen noch stärker als bisher erwartet zu erhöhen, und macht daher eine **weiche Landung der US-Wirtschaft** wahrscheinlicher.

Der größte monatliche Rückgang der offenen Stellen wurde im April 2020 verzeichnet, als der Wert um 1,2 Millionen sank. Damals kam die Wirtschaftstätigkeit in den USA nach Ausbruch der Coronapandemie zum Stillstand. Im gleichen Monat kletterte die Arbeitslosenquote um mehr als zehn Prozentpunkte auf 14,7 Prozent. Dieser negative Zusammenhang zwischen

offenen Stellen und Arbeitslosenquote ist eine bekannte makroökonomische Relation, die sogar einen eigenen Namen hat. Die sogenannte **Beveridge-Kurve** stellt den Zusammenhang in einem Diagramm dar, das auf der horizontalen Achse die Arbeitslosenquote und auf der vertikalen Achse die Rate der offenen Stellen zeigt. Der negative Zusammenhang zwischen beiden Größen erklärt sich aus dem zyklischen Auf und Ab der Wirtschaft. Schwächt sich die Konjunktur ab, werden weniger Arbeitskräfte gesucht und Beschäftigte entlassen. Im Aufschwung ist es genau umgekehrt.



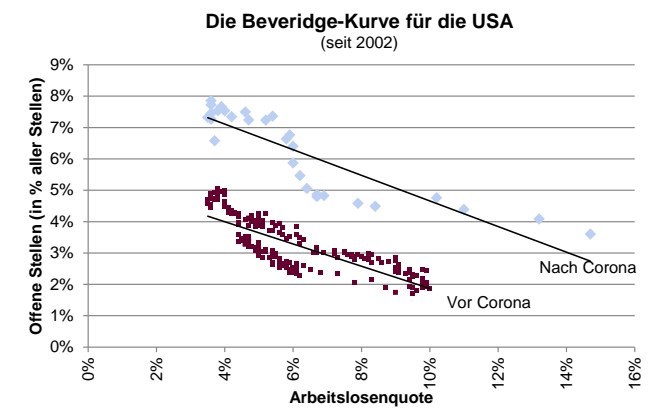
Für Ökonomen wie dem ehemaligen IWF-Chefvolkswirt **Olivier Blanchard** verdirbt die Beveridge-Kurve die Freude über den jüngsten Rückgang der offenen Stellen: "Einige Beobachter scheinen auf die unbefleckte Empfängnis zu hoffen, bei der die Zahl der offenen Stellen sinkt und die Arbeitslosigkeit nicht steigt, aber ich halte dieses Ergebnis für ausgeschlossen. Die historische Beziehung zwischen offenen Stellen und Arbeitslosigkeit - bekannt als die Beveridge-Kurve - ist glasklar: Die Zahl der offenen Stellen ist nie wesentlich zurückgegangen, ohne dass die Arbeitslosigkeit deutlich gestiegen wäre." Blanchard rechnet deshalb mit einem dauerhaften Anstieg der Arbeitslosenquote auf mindestens sechs Prozent. Eine weiche Landung der US-Wirtschaft wäre damit ausgeschlossen.

Bisher ist die Arbeitslosenquote in den USA allerdings noch nicht gestiegen. Der **jüngste Arbeitsmarktreport**, der heute veröffentlicht wurde, weist sogar einen leichten Rückgang von von 3,7 Prozent im Vormonat auf 3,5 Prozent im September aus. Da die Arbeitslosenquote ein nachlaufender Indikator ist, könnte es noch eine Weile dauern, bis die Werte ansteigen. Die Optimisten, zu denen auch die Volkswirte von Goldman Sachs gehören, rechnen dagegen nur mit einem leichten Anstieg der Arbeitslosenquote auf vier Prozent in 2023 und 4,2 Prozent in 2024.

Historisch gesehen wäre es ein Novum, wenn offene Stellen und Inflationsraten ohne einen gleichzeitigen Anstieg der Arbeitslosigkeit zurückgehen würden. Doch wir leben in außergewöhnlichen Zeiten. Die Coronapandemie hat auch die Beveridge-Kurve erfasst und sie nach rechts oben verschoben. Das ist ein Indiz dafür, dass der US-Arbeitsmarkt durch Corona ineffizienter geworden ist. Während der Pandemie wurde es schwieriger, Arbeitskräfte mit Arbeitsplätzen zusammenzubringen, vor allem, weil Covid-Angst und großzügige Arbeitslosenunterstützung einen großen Teil der Arbeitslosen davon abhielt, sich um eine Stelle zu bewerben. Die eigentliche Frage ist also, **ob der Arbeitsmarkt zu seiner alten Effizienz zurückkehren kann**. In diesem Fall wäre es tatsächlich denkbar, dass die offenen Stellen weiter sinken, ohne dass die Arbeitslosenquote merklich zunimmt. Die US-Arbeitsmarktdaten, die in dieser Woche veröffentlicht wurden, legen nahe, dass dies möglich ist.

Auch aus Sicht der US-Unternehmen kann es Sinn machen, auf die nachlassende Nachfrage nicht mit Entlassungen zu reagieren. Eine niedrige

Partizipationsrate, geringe Migration und eine ungünstige Demographie führen in vielen Bereichen zu einem **Mangel an Arbeitskräften**. Die "Hire and Fire"-Mentalität weicht daher zunehmend der Einsicht, dass es durchaus im Sinne des Unternehmens sein kann, Arbeitskräfte langfristig zu binden und daher auch in Krisenzeiten weiterzubeschäftigen.



Aus gesamtwirtschaftlicher Sicht ist dieses Verhalten, das auch als "labour hoarding" bezeichnet wird, zu begrüßen, da es die negativen Folgen einer sich abschwächenden Konjunktur mildert. Die Freude des Aktienmarkts über eine mögliche weiche Landung scheint dennoch fehl am Platz zu sein. Wenn Unternehmen in der Krise Arbeitskräfte nicht entlassen, sinken auch die Kosten nicht. Angesichts einer rückläufigen Nachfrage werden also die Gewinnmargen sinken. **Den Aktienmärkten droht daher die nächste Ernüchterung.** Die bevorstehende Berichtssaison wird wohl deutlich zeigen, dass die Gewinnerwartungen der Analysten immer noch viel zu hoch sind.

Ansprechpartner: Investment Office Marcard, Stein & Co, Dr. Christoph Kind (ckind@marcard.de), +49 40 32099-319, Christian Bußmann (cbusmann@marcard.de), Yannick Düring (yduering@marcard.de), Ralph Groß (rgross@marcard.de), Annette Streicher (astreicher@marcard.de)

Herausgeber

MARCARD, STEIN & CO AG – DIE FAMILY OFFICE BANK, Ballindamm 36, 20095 Hamburg, Tel. +49 40 32099-0, Fax +49 40 32099-200, www.marcard.de

© Copyright 2022

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtes ist ohne unsere Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Haftungsausschluss

Dem Inhalt dieses Werks liegen vertrauenswürdige Informationen aus öffentlich zugänglichen Quellen zugrunde. Für die Richtigkeit können wir jedoch keine Gewähr übernehmen. Die hierin enthaltenen Aussagen können jederzeit ohne Vorankündigung geändert werden. Dieses Werk stellt weder ein Verkaufsangebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf von Wertpapieren dar und ersetzt keine aktuelle anleger- und produktbezogene Beratung über den Erwerb von Wertpapieren. Voraussetzung für eine kunden- und produktgerechte Beratung ist, dass Sie uns auf unsere Fragen bezogen auf Ihre Anlageziele und finanziellen Verhältnisse aktuelle, richtige und vollständige Angaben machen. Nur so sind wir in der Lage, Ihnen Empfehlungen entsprechend Ihren Anlagezielen und finanziellen Möglichkeiten zu geben. Im Rahmen der Geeignetheitsprüfung gleichen wir unsere Empfehlungen mit Ihren Anlagezielen und finanziellen Möglichkeiten ab. Insbesondere die Risikobereitschaft, Verlusttragfähigkeit und der bevorzugte Anlagehorizont bilden essentielle Bausteine für eine erfolgreiche und individuell zugeschnittene Anlageberatung.

Die Ausführungen gehen von unserer Beurteilung der gegenwärtigen Rechts- und Steuerlage aus. Durch etwaige andere Gesetze, Gesetzesänderungen, Veränderung der Rechtsprechung oder Erlasse kann sich die steuerliche Beurteilung – ggfs. auch rückwirkend – verändern und können die beschriebenen steuerlichen Folgen nachteilig beeinflusst werden. Die in diesem Werk enthaltenen Meinungsäußerungen geben unsere aktuelle Einschätzung wieder. Die in dieser Einschätzung zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Die steuerlichen Ausführungen erheben nicht den Anspruch, sämtliche steuerliche Aspekte zu behandeln, die aufgrund der persönlichen Umstände des einzelnen Anlegers von Bedeutung sein können. Interessierten Anlegern wird daher empfohlen, sich von einem Angehörigen der steuerberatenden Berufe über die steuerlichen Folgen des Erwerbs, des Haltens und der Veräußerung von Wertpapieren beraten zu lassen. Für die Richtigkeit der hier genannten Informationen übernehmen wir keine Gewähr.