



Dr. Andreas A. Busch
Senior Economist

Analyse

Rosige Aussichten für den US-Arbeitsmarkt

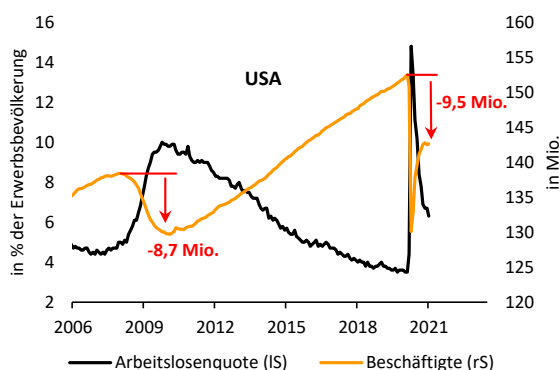
17. März 2021

www.bantleon.com

Arbeitsmarkt von der Pandemie schwer gebeutelt

Der US-Arbeitsmarkt ist durch die Coronavirus-Pandemie so stark unter Druck geraten wie nie zuvor in der Zeit nach dem Zweiten Weltkrieg. In der Spitze waren im vergangenen Frühjahr wegen der weitreichenden Lockdowns 22,4 Mio. Jobs verloren gegangen. Die Arbeitslosenquote sprang innerhalb kürzester Zeit auf knapp 15% in die Höhe¹. Zwar hat nach dem Abklingen der ersten Pandemiewelle schnell eine Erholung eingesetzt. Bislang wurden aber nur knapp 60% der Entlassenen wieder eingestellt. Mit hin fehlen aktuell nach wie vor rund 9,5 Mio. Jobs, verglichen mit dem Vorkrisenniveau vom Februar 2020. Das sind mehr als am Höhepunkt der letzten Rezession in den Jahren 2008/2009 (vgl. Abb. 1).

Abb. 1: Immer noch fehlen fast 10 Mio. Jobs



Quellen: BLS, BANTLEON

Nicht zuletzt der Vergleich mit der Finanzkrise veranlasst viele Beobachter, mit Skepsis in die Zukunft zu blicken. Schliesslich hatte es damals über vier Jahre gedauert, bis die Jobverluste wieder wettge-

macht wurden. Bei der Arbeitslosenquote hat sich der Normalisierungsprozess wegen des Wachstums der Erwerbsbevölkerung sogar noch länger hingezogen, nämlich fast sieben Jahre². Vor diesem Hintergrund scheint bereits die Erwartung der Fed ambitioniert, die rund drei Jahre für die Rückkehr der Arbeitslosenquote zum Vorkrisenniveau veranschlagt. Wir gehen allerdings davon aus, dass es noch schneller geht.

Unsere Zuversicht beruht zum einen auf unserem optimistischen Konjunkturausblick. Zum anderen halten wir eine Orientierung an früheren Erholungsphasen nach Rezessionen für irreführend. Wie wir bereits mehrfach erläutert haben (vgl. u.a. unsere Analyse »US-Inflation – Totgesagte leben länger« vom 3. Februar 2021), unterscheidet sich der Wachstumseinbruch im vergangenen Frühjahr ganz entscheidend von »normalen« Rezessionen, weswegen auch die nun bevorstehende Erholung anders ablaufen sollte.

Kräftige Konjunkturerholung vorprogrammiert

Wie schon oben angesprochen, sind Teile der US-Wirtschaft durch die andauernden Kontaktbeschränkungen nach wie vor wie gelähmt. Das zeigen nicht zuletzt die täglich erhobenen Aktivitätsdaten in den Sektoren. Beispielsweise bewegt sich die Auslastung von Restaurants, Freizeiteinrichtungen und dem öffentlichen Verkehr stellenweise immer noch um bis zu 50% unter dem Normalniveau (vgl. Abb. 2). In dieser frappierenden Unterauslastungen steckt mit Blick voraus aber ein grosses Potenzial. Wenn die aktuell noch geltenden Kontaktbeschränkungen Stück für Stück zurückgefahren werden, sollten die derzeit schwer gebeutelten Branchen einen kräftigen Aufschwung erleben.

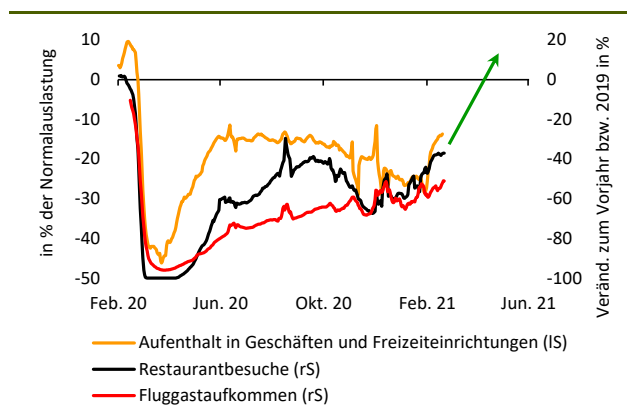
chen. Es müssen darüber hinaus zusätzliche Stellen geschaffen werden, um all denen eine Arbeit zu bieten, die infolge des demografisch bedingten Wachstums der Erwerbsbevölkerung neu auf den Arbeitsmarkt kommen.

¹ Werden die Probleme bei der statistischen Erfassung der Daten berücksichtigt, hat die Quote im vergangenen April sogar bei knapp 20% gelegen.

² Um die Arbeitslosenquote wieder auf das Ausgangsniveau zu drücken, sind nicht nur die verloren gegangenen Jobs wettzumachen.

Die Chancen auf derartige Lockerungen stehen angesichts der zügig voranschreitenden Impfungen so gut wie nie zuvor. Gegenwärtig werden in den USA rund 2,4 Mio. Impfdosen am Tag verabreicht. Bei diesem Tempo wären bereits Ende Juli fast 90% der Erwachsenen zweimal geimpft (vgl. Abb. 3).

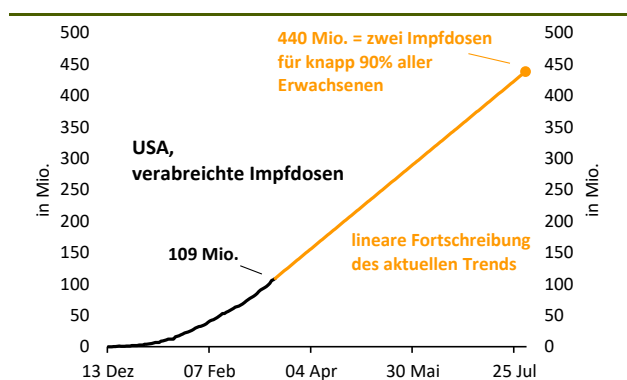
Abb. 2: Umfangreiches Nachholpotenzial



Quellen: Google Open Table, TSA, BANTLEON

Tatsächlich dürfte das Impftempo sogar noch weiter erhöht werden, sodass es schon Anfang des Sommers möglich ist, die viel beschworene Herdenimmunität zu erreichen. In diesem Zuge sollten die Lockdown-Massnahmen immer mehr gelockert werden. Das schafft die Basis dafür, dass sich der Nachfrageüberhang entfalten kann, der in den vergangenen Quartalen aufgelaufen ist.

Abb. 3: Herdenimmunität in Sicht



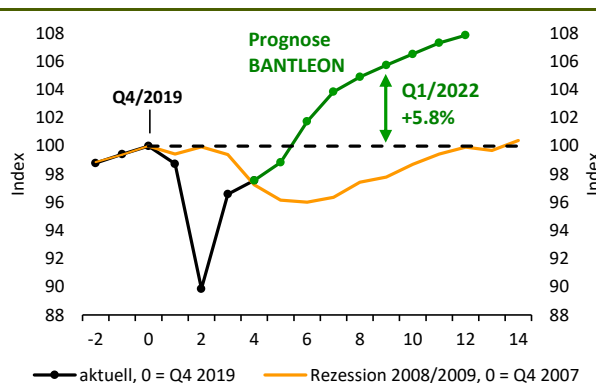
Quellen: OWD, BANTLEON

Entstanden ist dieser Nachfrageüberhang durch die umfangreichen staatlichen Hilfszahlungen an die privaten Haushalte. Allein bis Januar dieses Jahres haben die Finanzspritzen zu zusätzlichen Ersparnissen von rund 1.600 Mrd. USD geführt, weil die Konsumenten wegen der Corona-Einschränkungen die Gelder gar nicht komplett ausgeben konnten. Das jüngst verabschiedete Stimuluspaket der Regierung von Joe Biden wird mittels erneuter Einkommenszuschüsse,

Verlängerung der Arbeitslosenhilfe und Steuererleichterungen die Rücklagen weiter auf über 2.000 Mrd. USD steigen lassen, was rund 10% des jährlichen Bruttoinlandsprodukts entspricht.

Dieses Geld sollte – wenn u.a. die Geschäfte, Freizeit- und Tourismuseinrichtungen wieder öffnen – zwar nicht vollständig, aber zu einem nennenswerten Teil ausgegeben werden. Das BIP-Wachstum wird davon kräftig angeschoben (vgl. Abb. 4). Wir rechnen im Durchschnitt des Jahres 2021 mit einem Plus von ca. 7,0% (der Konsensus geht aktuell von knapp 6,0% aus).

Abb. 4: Das ist keine normale Rezession



Quellen: BEA, BANTLEON

Wenn die Erholung derart dynamisch abläuft, dürfte das Bruttoinlandsprodukt in wenigen Monaten das Vorkrisenniveau von Ende 2019 erreichen. Im historischen Vergleich mit früheren »normalen« Rezessionen ist allein diese schnelle Rückkehr bemerkenswert. Danach sollte es wegen des riesigen Stimulus weiter nach oben gehen, sodass die Wirtschaft schon bald wieder auf den Vorkrisen-Wachstumspfad einschwenkt. In gut zwölf Monaten – also Ende Q1 2022 – würde das BIP dann um knapp 6% über dem Ausgangsniveau liegen (vgl. Abb. 4).

Konsequenzen für die Beschäftigung

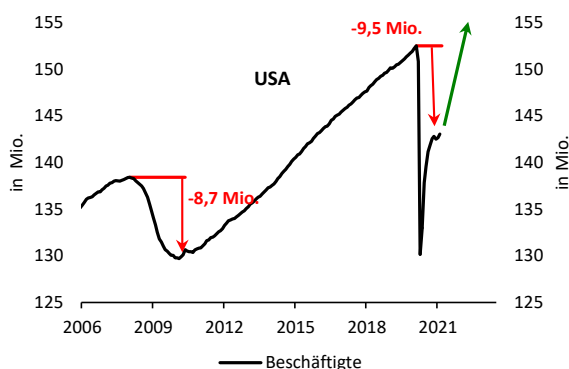
Wenn das Wirtschaftswachstum nachhaltig anzieht, folgt daraus nahezu zwangsläufig, dass auch die Beschäftigung zunimmt. Allerdings wird die Belebung hier weniger dynamisch ausfallen, weil die mehr oder weniger stetig steigende Arbeitsproduktivität den Bedarf an Arbeitskräften bremst. Um abschätzen zu können, mit wie viel neuen Stellen zu rechnen ist, hilft eine grobe Überschlagsrechnung.

Ausgangspunkt ist dabei die oben angeführte Prognose, wonach das BIP innerhalb Jahresfrist knapp 6% über dem Vorkrisenniveau liegt. Im Durchschnitt der Jahre 2008 bis 2019 betrug das Produktivitätswachs-

tum rund 1% pro Jahr. Unmittelbar nach Konjunkturabschwüngen ist es allerdings zumeist überdurchschnittlich hoch, weil die Krisenzeiten von Unternehmen für Effizienzsteigerungen genutzt werden. Wir unterstellen daher in unserer Abschätzung eine jährliche Wachstumsrate der Arbeitsproduktivität von 2,0%. Für den Zeitraum von Ende 2019 (vor dem Beginn der Krise) bis Q1/2022 ergibt sich daraus eine Produktivitätssteigerung von 4,5%³.

In Verbindung mit unserer Erwartung eines BIP-Anstiegs von knapp 6% folgt daraus, dass die Beschäftigung Ende Q1/2022 rund 1,5% über dem Niveau vom Jahresende 2019 liegen müsste (vgl. Abb. 5). In absoluten Zahlen entspricht das einem Zuwachs von 151,9 Mio. im Dezember 2019 auf 154,2 Mio. im März 2022 (also +2,3 Mio.)⁴. Im Vergleich zum aktuellen Beschäftigungsniveau (Stand Februar 2021) wäre das sogar ein Plus von 11,2 Mio., womit die aktuell noch fehlenden 9,5 Mio. mehr als wettgemacht würden. **Mit anderen Worten, innerhalb der nächsten 13 Monate würden pro Monat im Durchschnitt knapp eine Mio. neue Stellen geschaffen.**

Abb. 5: Beschäftigungsboom voraus



Quellen: BLS, BANTLEON

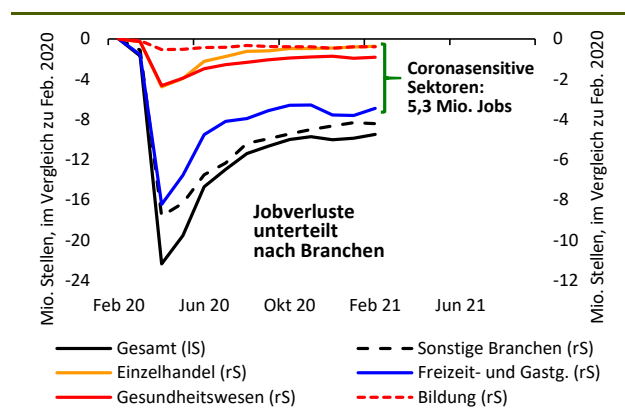
Dieser Stellenaufbau wird sicherlich nicht gleichmässig ablaufen. Vielmehr sollten zu Beginn der Lockerungen – ähnlich wie im Frühsommer 2020 – die grössten Zuwächse realisiert werden. **Mit Blick auf das 2. Quartal dürften in der Folge monatliche Stellenschaffungen von zwei bis drei Mio. oder sogar mehr ausgewiesen werden.**

In normalen Zeiten sind derart hohe Zuwächse schwer vorstellbar. Es ist aber zu berücksichtigen, dass in den von der Pandemie am stärksten betroffenen Sektoren gegenwärtig immer noch aussergewöhnlich viele Stellen frei sind und entsprechend

³ Weil die BIP-Daten nur quartalsweise vorliegen, kann als Ausgangspunkt vor dem Beginn der Krise nicht wie bei den Beschäftigungszahlen Februar 2020 verwendet werden, sondern muss das Jahresende 2019 zugrunde gelegt werden.

schnell wiederbesetzt werden können. Allein im Freizeit- und Gastgewerbe zusammen mit dem Einzelhandel sowie dem Bildungs- und Gesundheitssektor summiert sich das Potenzial auf knapp 5,5 Mio. Jobs, die zügig reaktiviert werden können (vgl. Abb. 6).

Abb. 6: In einzelnen Sektoren besteht grosses Nachholpotenzial



Quellen: BLS, BANTLEON

Arbeitslosenquote sollte bald das Vorkrisenniveau erreichen

Auf Basis unserer Prognose zum Stellensaldo lässt sich auch die Entwicklung der Arbeitslosenquote in den kommenden Quartalen abschätzen. Dazu muss beachtet werden, dass sich die Zahl der Arbeitssuchenden in den USA wegen des Bevölkerungswachstums mehr oder weniger stetig erhöht. Nimmt man als grobe Orientierung den durchschnittlichen jährlichen Zuwachs im Laufe des letzten Konjunkturzyklus von 0,6%, folgt daraus ein Anstieg des Arbeitskräftepotenzials von 2,1 Mio., ausgehend vom Vorkrisenniveau Ende 2019 bis März 2022. Die von uns erwarteten Stellenschaffungen im gleichen Zeitraum von 2,3 Mio. würden damit ausreichen, allen neu auf den Arbeitsmarkt kommenden US-Bürgern einen Job anzubieten. **Die Arbeitslosenquote müsste mithin im März 2022 wieder den Wert von 3,5% erreichen, der im Dezember 2019 zu beobachten war.**

Arbeitsmarkterholung steigert die Eigendynamik der Konjunkturerholung

Von Bedeutung ist das Ausmass der Arbeitsmarkterholung zum einen, weil der Aufschwung von dieser Seite zusätzlich befeuert wird. In der ersten Stufe wurde bzw. wird die konjunkturelle Wiederbelebung durch die umfangreichen Finanzhilfen angeschoben.

⁴ Gegenüber Februar 2020 würde das einem Plus von 1,7 Mio. entsprechen.

In der zweiten Stufe liefert der Arbeitsmarkt zusätzlichen Auftrieb. **Die Eigendynamik des Aufschwungs gewinnt mithin immer mehr an Kraft.**

Nicht zuletzt dürfte die schnell anziehende Beschäftigung dazu führen, dass die US-Bürger ihre Rekordersparnisse tatsächlich zu einem nennenswerten Teil ausgeben. Das nach Krisen oft zu beobachtende Vorsichtssparen sollte mithin weitaus geringer ausfallen als nach »normalen« Rezessionen.

Konsequenzen für die Geldpolitik

Die Dynamik beim Beschäftigungsaufbau ist zum anderen ein wichtiger Einflussfaktor für die Geldpolitik. Die Notenbank hat zwar im vergangenen Herbst ihre Strategie geändert, wonach ein heiss laufender Arbeitsmarkt für sich genommen keinen Grund mehr darstellt, um die Leitzinsen anzuheben, solange nicht gleichzeitig die Inflation nachhaltig anzieht. Gleichwohl – gänzlich unbeeindruckt werden die Währungshüter nicht sein, wenn die Arbeitslosigkeit so schnell sinkt. Schliesslich fahren sie mit Blick auf die Anleihenkäufe den Kurs, dass diese (nur) so lange im aktuellen Umfang von 120 Mrd. USD pro Monat weitergeführt werden, bis »wesentliche weitere Fortschritte« u.a. beim Erreichen des Vollbeschäftigungsziels gemacht werden.

Wenn sich der Arbeitsmarkt so dynamisch wie von uns erwartet erholt und die Arbeitslosenquote entsprechend bereits Ende 2021 unter die 4,0%-Marke sinkt, muss aber wohl anerkannt werden, dass »wesentliche Fortschritte« gemacht wurden. **Das würde noch Ende dieses Jahres rechtfertigen, mit der schrittweisen Reduktion der Anleihenkäufe zu beginnen.**

Daneben sollten die FOMC-Mitglieder ihre Einschätzung zum künftigen Leitzinspfad nach oben anpassen. Die Geldterminmärkte gehen für die drei Jahre

von 2023 bis 2025 aktuell von gerade einmal etwas mehr als sechs 25-Basispunkte-Schritten aus (zwei pro Jahr). Diese Erwartungen sollten im Zuge einer dynamischen Arbeitsmarkterholung nach oben wandern, was auch den Treasury-Renditen Auftrieb bescheren wird.

Fazit: Rosige Aussichten für den US-Arbeitsmarkt

Unsere Überschlagsrechnung zur künftigen Arbeitsmarktentwicklung ist zweifellos mit einer Reihe von Unsicherheiten behaftet. Neben dem grundsätzlichen Risiko negativer Überraschungen bei der Entwicklung des Pandemiegeschehens könnte konkret das Produktivitätswachstum grösser ausfallen als von uns veranschlagt, was den Beschäftigungszuwachs bremst. Im Gegenzug ist aber auch denkbar, dass die Erwerbsbevölkerung langsamer zunimmt, was den Rückgang der Arbeitslosenquote tendenziell beschleunigt. Dafür spricht nicht zuletzt der demografisch bedingte übergeordnete Abwärtstrend beim Wachstum der Erwerbspersonen.

Ungeachtet aller Unsicherheiten zeigen unsere Ausführungen, dass die oft zitierten Vergleiche mit zögerlichen Arbeitsmarkterholungen in früheren konjunkturellen Aufschwungphasen hinken. Aktuell gibt es gute Gründe, mit positiven Überraschungen am Arbeitsmarkt in den kommenden Quartalen zu rechnen. Wenn es dazu kommt, gewinnt dadurch zum einen der Konjunkturaufschwung eine wachsende Eigendynamik. Zum anderen dürfte an den Finanzmärkten mit einem weniger expansiven Kurs der Geldpolitik gerechnet werden. Der Aufwärtsdruck auf die Treasury-Renditen sollte mithin anhalten.

Rechtlicher Hinweis

Die in diesem Beitrag gegebenen Informationen, Kommentare und Analysen dienen nur zu Informationszwecken und stellen weder eine Anlageberatung noch eine Empfehlung oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Anlageinstrumenten dar. Die hier dargestellten Informationen stützen sich auf Berichte und Auswertungen öffentlich zugänglicher Quellen. Obwohl die BANTLEON BANK AG der Auffassung ist, dass die Angaben auf verlässlichen Quellen beruhen, kann sie für die Qualität, Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Angaben keine Gewährleistung übernehmen. Eine Haftung für Schäden irgendwelcher Art, die sich aus der Nutzung dieser Angaben ergeben, wird ausgeschlossen. Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zu.