



## US-Arbeitsmarkt – noch keine Zweitrundeneffekte?

### Description

Der US-Arbeitsmarktbericht zeigt für September erneut Stärke. Zwar kam die Anzahl neuer Stellen unter den Erwartungen herein, die Zahlen für die zwei zurückliegenden Monate wurden jedoch aufwärts revidiert. Die schwächer als erwarteten Zahlen wurden dem Hurrikan an der Ostküste zugeschrieben.

Die Arbeitslosenquote fiel auf 3,7%, im August lag sie noch bei 3,9%. Das ist der niedrigste Wert im laufenden Konjunkturzyklus, er liegt auch niedriger als im Boom der 1990er Jahre. Man muss bis 1969 zurückgehen, um das gleiche Niveau zu finden. Wie man sich täuschen kann: Im September 2016 hatte die Fed geschätzt, der Wert werde per Ende 2018 bei 4,5% liegen.

Ende 1969 lag die Verbraucherpreis-Inflation bei 5,9%, heute sind es 2,7%. Die Löhne und Gehälter sind im September über das Jahr gesehen um 2,8% gestiegen, nach 2,9% im August. In der zweiten Jahreshälfte 1969 lag der Wert stets über 6%.

Im September 2008, dem offenen Ausbruch der Finanzkrise, wurden über 440.000 Stellen gestrichen. In den folgenden Monaten verloren mehr als sieben Millionen Menschen ihren Job. Danach dauerte es vergleichsweise lange, bis wieder nachhaltig neue Stellen geschaffen wurden. Dieser September ist der 96ste Monat in Folge mit Stellenzuwächsen. Die summieren sich mittlerweile auf nahezu 20 Millionen. Auch diejenigen Bevölkerungsgruppen finden jetzt wieder Arbeit, die in den frühen Jahren der Erholung leer ausgingen.

Wie weit kann die Arbeitslosenquote noch sinken, bevor es zu einer Überhitzung kommt? Nach der Theorie der natürlichen Arbeitslosenrate ist eine durch Zweitrundeneffekte angekurbelte Inflation unausweichlich. Danach sieht es aktuell in den summarischen Zahlen zwar nicht aus. Aber unter deren Decke beschleunigt sich z.B. die Entwicklung der Löhne im Bauwesen und im Technologiebereich. Und auch am unteren Ende der Lohnskala tut sich etwas: So hat z.B. Amazon angekündigt, die Mindestlöhne für die in den USA Beschäftigten auf 15 Dollar pro Stunde zu erhöhen.

**1969 hatte die Arbeitslosenquote ein Rekordtief erreicht. Anfang 1970 setzte eine Rezession ein. Ist es bald wieder so weit?** Es scheint so, als wende sich die Aufmerksamkeit der Wall Street nun genau dieser Frage zu. Der Oktober zeigt einen schwächeren Start bei Aktien. Der S&P 500 hat in der zurückliegenden Woche ein Prozent verloren, der Nasdaq sogar 3,2%. Die Arbeitsmarktdaten für September wurden nicht gekauft, auch wenn gegen Ende der Sitzung am Freitag wieder etwas Kaufinteresse aufkam.

Solide Makrodaten, höhere Ölpreise und charttechnische Faktoren hatten die langfristigen Zinsen schon einige Tage zuvor ansteigen lassen. Zudem hatte Fed-Chef Powell mit seiner Bemerkung für Aufsehen gesorgt, es gebe keinen Grund zu der Annahme, dass der laufende Zyklus nicht weiter gehen könnte. Schätzungen sehen das US-BIP für Q3 bei +3,2%. Die Rendite der zehnjährigen TNotes liegt jetzt wieder so hoch wie im ersten Halbjahr 2011, die aus der Differenz zu den realen Renditen abzuleitenden Inflations-Erwartungen steigen an.

Die Fed setzt mit Oktober den Betrag, um den sie ihre Bilanz verkürzt, auf 50 Mrd. Dollar hoch. Das wirkt tendenziell zinssteigernd. Die Basisgeldmenge schrumpft per August um 8,3% gegenüber dem Vorjahr, die Überschussreserven im Bankensystem liegen mittlerweile bei unter 1,8 Bill. Dollar und sinken gegenwärtig mit einer Jahresrate von fast 18%. Die Spitze lag im September 2014 bei knapp 2,7 Bill. Dollar.

Die Kreditvergabe steigt mit aktuell knapp 4,7% im Vergleich zum Vorjahr. Das die Entwicklung der liquiden Finanzassets messende Geldmengenaggregat MZM steigt mit 3,6% Jahresrate. Üblicherweise beschleunigt sich ein Anstieg hier vor einer Rezession, aktuell entwickelt sich der Wert jedoch sogar schwächer als sein längerfristiger Trend.

Wichtige Charts aus dem „spekulativen“ Segment des Geldsystems sind der Spread zwischen High-Yield-Anleihen und der Rendite der „sicheren“ US-TNotes und der TED-Spread.

Der High-Yield-Spread notiert aktuell mit knapp 3,3% auf dem Tiefpunkt seit dem offenen Ausbruch der Finanzkrise. Davor hatte er im Mai 2007 bei 2,5% ein Tief markiert. Ein Warnpegel wäre hier bei 5% festzumachen, Alarm wäre bei 7,5% ([Chartquelle](#)).



Der TED-Spread zeigt Liquiditätsbewegungen, er stellt die Differenz zwischen dem Dreimonats-Libor auf Dollar-Basis und der Rendite für 13-wöchige US-TBills (IRX) dar. Mit zunehmender Liquidität der Banken steigt das Angebot am Geldmarkt, der Spread sinkt. Umgekehrt führt ein Rückgang der Liquidität zu einem steigenden Spread; wenn Banken der weiteren Entwicklung im Bankensystem misstrauen, verkaufen sie Assets und sichten in TBills („Parkplatz“) um. Demnach kann der Spread auch als ein bereinigter Indikator für Kredit-Risiko gesehen werden. Als Warnpegel würde ich 0,4% sehen, „Alarm“ wäre oberhalb von 0,7%. Aktuell notiert er bei 0,2% ([Chartquelle](#)).



Aus all dem ziehe ich den Schluss, dass von Seiten des Geldsystems gegenwärtig keine besonderen Probleme erkennbar sind. Die Liquiditätsversorgung ist eine notwendige Bedingung für eine bullische Kursentwicklung z.B. bei Aktien (siehe "[Blasenkunde \(2\) – Ursachen von Preisblasen](#)!"). Der Rahmen wird natürlich enger, aber er ist immer noch so weit, dass von hier aus keine unmittelbare Gefahr für eine massive, nachhaltige Kontraktion der Asset-Preise ausgeht. Es scheint „alles in Butter“.

**Trotzdem – wir bewegen uns in einer gewaltigen Blase.** Alles steigt, die Schulden, die Aktienkurse, aber auch die Ungleichverteilung von Einkommen und Wohlstand, verbunden mit tendenzieller Verarmung der unteren Schichten. Die Schulden haben sich innerhalb von zehn Jahren weltweit verandertalbfacht, bei der Staatsverschuldung gab es sogar eine Verdoppelung. Die Schulden-BIP-Quote ist von 200% auf 320% gestiegen. Die Aktienkurse (S&P 500) haben sich seit März 2009 mehr als vervierfacht.

Die Unternehmen müssen Gewinne aus den Umsätzen erzielen, die sie mit den mittleren und unteren Einkommensklassen machen. Mit diesen Gewinnen müssen sie einerseits ihren Schuldendienst bewerkstelligen, andererseits sollen sie dadurch wertvoller werden und so steigende Aktienkurse rechtfertigen. Die Entwicklung der realen Einkommen der überwiegenden Mehrheit der Bevölkerung in den entwickelten Ländern tritt hingegen seit mehr als zwei Dekaden bestenfalls auf der Stelle. Da die Bevölkerung hier insgesamt bestenfalls stagniert und zudem überaltert, kommt Gewinnpotenzial für die Unternehmen im wesentlichen aus fortschreitender Rationalisierung – und aus zahlreichen Bilanzierungstricks. Die in den USA mittlerweile historisch niedrige Arbeitslosenquote eröffnet zwar zusätzlichen Umsatz, allerdings ist auch das nicht mehr beliebig ausbaubar.

Und so steuert das Geschehen auf den Punkt zu, an dem es erst einmal nicht mehr weiter geht. Die Risse in der Fassade des Wirtschaftsgebäudes mehren sich trotz aller positiven Schlagzeilen. Aber wann stürzt sie ein?

Eine Preis-Blase liegt vor, wenn sich der Preis eines Assets zu weit von dessen Wert entfernt. Gegenwärtig sind alle Voraussetzungen für eine gewaltige Blase an den Finanzmärkten gegeben: Die Liquiditätsflut der Zentralbanken hat für die Inflationierung der Assetpreise gesorgt. Die Inflation in der Realwirtschaft sorgt für die Illusion, nominale Erträge seien real. Informationskaskaden synchronisieren das Verhalten der Anleger (siehe "[Blasenkunde \(2\) – Ursachen von Preisblasen](#)!"). Fehlt nur noch, dass es jetzt wieder verstärkt Rufe kommen, dieses Mal sei alles anders.

Nicht nur das – auch die Voraussetzungen, dass die Blase platzt, werden jeden Tag realer. Allerdings ist es nahezu unmöglich vorherzusagen, was der Auslöser sein könnte. Der Anlass mag nichtig sein, er kann auch bedeutend sein – hier wäre etwa an eine Schuldenkrise in in Dollar hochverschuldeten Ländern insbesondere in den Emerging Markets zu denken (oder auch in Italien). Ein hoher Anteil der Auslandsverschuldung wirkt stets als Brandbeschleuniger. Insofern ist die Entwicklung des Dollar von großer Bedeutung. Ob der „Handelskrieg“ den Auslöser liefert, ist bisher jedenfalls in den Makrodaten nicht auszumachen.



**Ich würde in diesem Zusammenhang besonders Anzeichen beachten, dass sich die Inflationsillusion als das erweist, was sie ist – eine Illusion. Hierzu sollte man besonders auf die Lohnentwicklung achten. Von der gehen noch keine Anzeichen einer Beschleunigung aus. Noch.**

Da in der Endphase eines Bull-Runs der Anteil der Stimmungs- und Hoffnungskomponenten immer größer wird – Shiller spricht von irrationalem Überschwang – steigt auch die Gefahr kurzfristiger scharfer, kaum vorhersehbarer Einbrüche. Einen solchen haben wir Ende Januar erlebt. Daraus kann sich eine Abwärts-Kaskade entwickeln, vielleicht auch ein Crash nach Manier von Oktober 1987. Aber das muss nicht zwingend in einen Bär-Markt münden – es sei denn, große Player geraten dadurch in eine gefährliche finanzielle Schieflage. Hiervor dürften jedoch die oben dargestellten Charts frühzeitig genug warnen.

Bleibt nur, in den Kursverläufen Kaffeesatzleserei zu betreiben. Dabei gibt es das Problem, dass große Anleger über den seit bald zehn Jahren anhaltenden Bull-Run Tonnen von Aktien-Material in ihren Büchern akkumuliert haben. Das muss kursschonend unter die Leute gebracht werden (Distribution), wenn diese Institutionen meinen, der Konjunkturzyklus neige sich seinem Ende zu. Die damit verbundene „Kurspflege“ ist ein wichtiger Grund, warum die Prognosequalität rein von Kursverläufen bei Aktien her dann durchaus gering sein kann und sich "Fehlsignale" häufen. Zum aktuellen Status im S&P 500 siehe [hier!](#)

Überall Blasen an den Finanzmärkten und gleichzeitig an der Oberfläche solide Makrodaten, die kaum Risse in der Fassade der stabilen Konjunkturentwicklung in den USA zeigen. Der relativ feste Dollar, die steigenden US-Zinsen und das Gerede vom Handelskrieg drücken die Konjunktur in vielen Ländern der Erde, insbesondere in denen, die stark in Dollar verschuldet sind. Die Arbeitsmarktdaten in den USA legen nahe, dass über kurz oder lang zu Zweitrundeneffekten kommt. Das würde wiederum mit Verzögerung die Inflationsillusion zerstören, die bisher die Blase insbesondere an den Aktienmärkten noch prall gefüllt hält.