EXPERTENMEINUNG

US-Arbeitsmarkt: Wenn der Trend gut ist

Eine Analyse von Florent Wabont

CHEFVOLKSWIRT BEI DNCA FINANCE REDAKTIONSSCHLUSS: 12.11.2026.

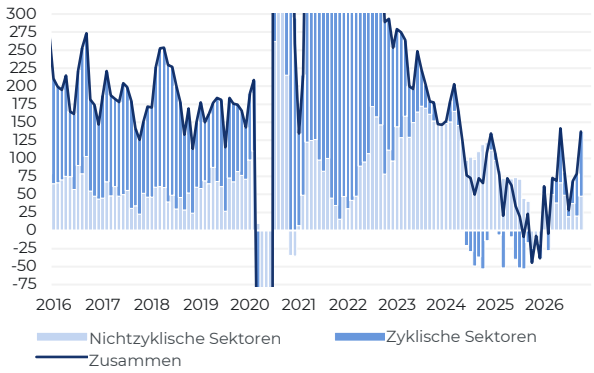


Florent Wabont

Im Oktober wurden in den USA 165.000 Arbeitsplätze außerhalb der Landwirtschaft geschaffen, mehr als doppelt so viele wie im Konsens vorgesehen. Nach einer relativen Enttäuschung im September könnte man sich daher auf einen der beliebtesten Sprüche in Wirtschaft und Finanzen berufen: „Ein Monat macht noch keinen Trend." Die seit Monaten erhobenen Daten scheinen jedoch tatsächlich eine Tendenz zur Wiederbelebung des Arbeitsmarktes zu zeigen. Deshalb ist es an der Zeit, diese Zahlen zu untersuchen und daraus die Auswirkungen auf die Konjunktur, den Inflationsdruck und letztlich die künftige Ausrichtung der Geldpolitik der US-Notenbank abzuleiten.

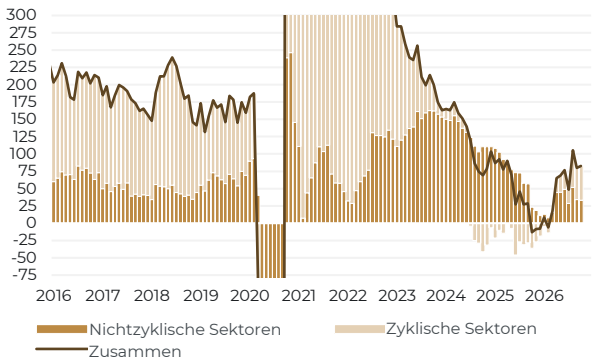
Nach einer ersten Schätzung von 29.000 Neueinstellungen im September gegenüber 90.000 erwarteten Neueinstellungen und einer Abwärtskorrektur von 60.000 Stellen in den beiden Vormonaten schien der US-Arbeitsmarkt seine Dynamik einzubüßen. Der Bericht für Oktober und seine 165.000 neu geschaffenen Arbeitsplätze gegenüber 70.000 erwarteten in Verbindung mit einer Aufwärtskorrektur von 84.000 für die beiden Vormonate (einschließlich September) haben diese Sichtweise anschließend geändert. Ein Monat macht noch keinen Trend, und zwei übrigens auch nicht. Dafür zeigen die durchschnittlich über drei und sechs Monate berechneten Arbeitsplatzschaffungen einen eindeutigeren Trend zur Wiederbelebung des US-Arbeitsmarktes (siehe Grafik 1 und 2).

Grafik 1: Arbeitsplatzschaffungen außerhalb der Landwirtschaft über 3 gleitende Monate



Quelle: BLS.[1]

Grafik 2: Arbeitsplatzschaffungen außerhalb der Landwirtschaft über 6 gleitende Monate



Quelle: BLS.[1]

Der US-Arbeitsmarkt schrumpfte im zweiten Halbjahr 2025, insbesondere auf Grund der Unsicherheit, die durch den Handelskrieg und die Einführung von Rekordzöllen sowie

[1]Zu den nichtzyklischen Sektoren gehören Arbeitsplätze in den Bereichen staatliche Verwaltung, Bildung und Gesundheit. Der Rest fällt unter die zyklischen Sektoren. Die Angaben verstehen sich in Tausend Personen und werden bewusst gekürzt. Letzte verfügbare Monatsdaten.

durch die negativen Auswirkungen des längsten *Shutdown*[2] in der Geschichte der USA entstand. Die aktuelle Erholung bei den Arbeitsplatzschaffungen entstand also am Ende dieses Zeitraums und fällt mit einer Abschwächung der genannten Phänomene zusammen, aber auch mit den drei Zinssenkungen der Fed[3] von September bis Dezember 2025 aus Angst vor einer weiteren Verschlechterung des Arbeitsmarktes.

Der Anteil der neu geschaffenen Arbeitsplätze in so genannten zyklischen Sektoren ist stark angestiegen, wurde allerdings zu Beginn des Jahres durch Klimaereignisse oder Streiks in Mitleidenschaft gezogen. Eine Verstärkung dieser Bewegung ist trotz eines turbulenten geopolitischen Umfelds und steigender Energiepreise seit mehreren Monaten zu beobachten. Im Gegensatz zum Zeitraum 2022-2024 ist die Aufteilung auf zyklische und nicht zyklische Sektoren inzwischen ausgewogener. Diese bessere Zusammensetzung geht jedoch mit einigen Vorbehalten einher. Die positive Dynamik im verarbeitenden Gewerbe betrifft nach wie vor in erster Linie diejenigen Teilsektoren, die an der Entwicklung künstlicher Intelligenz (KI) und am Bau von Rechenzentren beteiligt sind. Die Erholung in anderen Bereichen des verarbeitenden Gewerbes ist allerdings nach wie vor zaghafter. Zudem scheinen einige Tätigkeiten, insbesondere im IT-Bereich, durch die Einführung von KI in den Unternehmen negativ beeinflusst worden zu sein. In dieser Phase ist es jedoch schwer festzustellen, ob in der KI überhöhte Personaleinstellungen im Technologiesektor in den Jahren 2021-22 oder die durch den Handelskrieg verursachte Unsicherheit am meisten zu dieser Schwäche und in welchem Umfang betragen.

Andererseits könnte das durchschnittliche Beschäftigungswachstum der letzten Monate im Vergleich zu den historisch höheren Niveaus in der Vergangenheit zu einer Nuancierung des Phänomens führen. Allerdings wurde das Wachstum der Erwerbsbevölkerung durch die Verschärfung der amerikanischen Migrationspolitik seit 2025 gebremst. Daher müssen jetzt jeden Monat weniger Arbeitsplätze geschaffen werden als zuvor, um dem geringeren Wachstum der Zahl neuer Arbeitnehmer Rechnung zu tragen und dadurch die Arbeitslosenquote unverändert zu halten. Die zahlenmäßigen Schätzungen dieses neuen Bezugsrahmens variieren stark je nach Analyse und liegen in einer Spanne zwischen -3.000 und ca. 90.000, mit einem Median bei rund 50.000.

Diese diffuse Beschleunigung der Arbeitsplatzschaffungen in Verbindung mit diesem neuen Bezugsrahmen ist zwar noch unsicher, führt aber letztendlich dazu, dass der aktuelle Trend als robust eingestuft werden kann, der mit einer leichten Überhitzung vereinbar ist, die wiederum zu einem Anstieg des Inflationsdrucks führen könnte.

WAS BEDEUTET DAS FÜR DIE FED?

Die US-Notenbank verfolgt zwei Ziele: Gewährleistung der Preisstabilität, die das Erreichen eines Inflationsziels von 2% voraussetzt und gleichzeitig eine so genannte „Höchstbeschäftigungsquote“ begünstigt.

Dadurch sank die Arbeitslosenquote – berechnet auf der Grundlage einer anderen Erhebung als den Arbeitsplatzschaffungen außerhalb der Landwirtschaft – im Oktober von 4,18% auf 4,14%. Die Arbeitslosigkeit bewegt sich seit mehreren Monaten in ähnlichen Größenordnungen und liegt leicht unter den Schätzungen der natürlichen Arbeitslosenquote, was auf eine leichte Überhitzung hindeutet. Darüber hinaus zeigt eine Aufschlüsselung dieser Arbeitslosenquote, dass der Anteil der Personen, die „ihren Arbeitsplatz verloren oder eine befristete Beschäftigung beendet haben“, im Jahr 2026 zurückgegangen ist, während die anderen Kategorien eher stabil sind (Personen, die gekündigt haben, Personen, die wieder Teil der Erwerbsbevölkerung werden, und Neueinsteiger).

Diese Elemente deuten zusammen mit anderen privaten oder öffentlichen Indikatoren und Erhebungen seit mehreren Monaten fast ausnahmslos auf eine erneute Beschleunigung des Arbeitsmarktes hin, die anhalten dürfte.

Dennoch besteht nach wie vor ein Risiko, das sich in einer historischen theoretischen Gleichung abzeichnet.

Der britische Ökonom William Beveridge hat 1944 ein umgekehrtes Verhältnis zwischen der Entwicklung der Beschäftigungsquote und der Arbeitslosenquote aufgezeigt. So steigt die Zahl der offenen Stellen, wenn die wirtschaftliche Lage vielversprechend ist, während die Arbeitslosenquote zurückgeht; in einer Rezession ist es umgekehrt (siehe Abbildung 3).

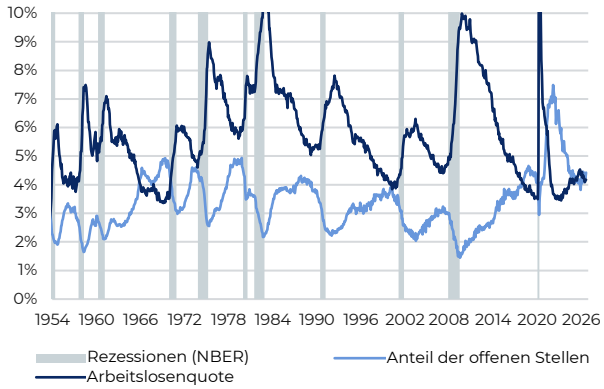
Seit der Pandemie hat diese Gleichung eine ganz andere Dimension. Aufgrund der starken Spannungen zwischen Angebot und Nachfrage nach Arbeit bei der Wiedereröffnung der Volkswirtschaften hat die Zahl der freien Arbeitsplätze 2022 Rekordwerte erreicht. Während der geldpolitischen Straffung der Fed kam es anschließend zu einer Entspannung, ohne die Arbeitslosenquote deutlich zu erhöhen. Die Unternehmen reduzierten lieber ihre Einstellungspläne, als massiv Personal zu entlassen. Ausgehend von dieser Feststellung haben mehrere Forscher diese Beziehung wieder aufgegriffen, allen voran P. Benigno & G. Eggertsson, deren Arbeiten auf dem Symposium in Jackson Hole 2024 vorgestellt wurden.

[2]Die US-Regierung erlebte vom 1. Oktober bis zum 12. November 2025 mit einem Shutdown von 43 Tagen Dauer den längsten Stillstand der bundesstaatlichen Aktivitäten in der Geschichte der USA.
[3]Federal Reserve der Vereinigten Staaten.

Sie führen unter anderem den Begriff „Kipppunkt“ ein, der aus den Wechselwirkungen zwischen Inflation, Anspannung am Arbeitsmarkt und Arbeitslosenquote resultiert.

Bei Redaktionsschluss liegt die Arbeitslosenquote leicht unter den geschätzten Schwellenwerten. Das bedeutet, dass ein Rückgang der Nachfrage zu einem stärkeren Anstieg der Arbeitslosenquote führen kann, wenn sich die Arbeitslosenquote einem Kipppunkt nähert. Die Situation ist nicht alarmierend und spricht derzeit nicht für ein solches Szenario, aber das Gleichgewicht ist nach wie vor fragil.

Grafik 3: Ein instabiles Gleichgewicht



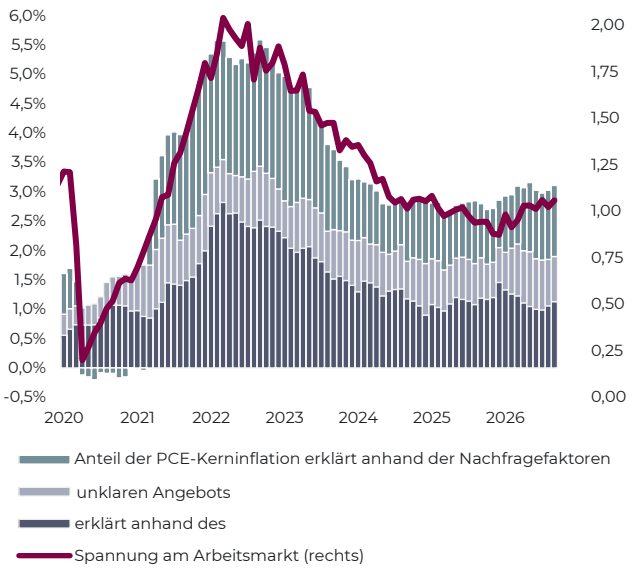
Quelle: Angaben vor dem Jahr 2000 wurden ausgehend von den Arbeiten von Barnichon (2010), Petrosky-Nadeau & Zhang (2020) und Michaillat & Saez (2022) sowie aus den offiziellen Statistiken des JOLTS (Job Openings and Labor Turnover Survey) und des BLS (Bureau of Labor Statistics) erstellt. Rezessionsperioden werden vom NBER (National Bureau of Economic Research) bestimmt. Der Anteil der offenen Stellen wird berechnet, indem die Anzahl der offenen Stellen ins Verhältnis zur Summe aus besetzten und offenen Stellen gesetzt wird. Steigt diese Quote, steigt auch die nicht erfüllte Nachfrage nach Arbeitskräften. Letzte verfügbare Monatsdaten zum 12.11.2026.

Da die Fed[4] einen doppelten Auftrag hat, muss an dieser Stelle der Vollständigkeit halber auch die Inflation erwähnt werden. In dieser Woche stieg der CPI-Verbraucherpreisindex für Oktober um 0,35% im Monatsvergleich (gegenüber 0,2% laut Konsens) und um 0,30% (ggü. 0,2%) ohne Nahrungsmittel und Energie. Die normalerweise veröffentlichten und kommentierten 12-Monats-Veränderungen lagen nicht vor, weil sie auf Grund des *Shutdown* im Oktober 2025 nicht veröffentlicht wurden. Der auf das Jahr hochgerechnete 1-, 3- und 6-Monats-Anstieg zeigt jedoch eine erneute Beschleunigung der Inflation im Oktober, insbesondere in der Kategorie Dienstleistungen ohne Immobilien. Aus dieser Statistik ergibt sich auch eine erste Schätzung der PCE-Inflation[5] (Inflationsziel der Fed), deren Veröffentlichung für das Monatsende vorgesehen ist.

Im gleitenden Jahresvergleich dürfte sie im Oktober bei etwa 3,8% liegen (nach 3,6% im September) und bei etwa 3,3%–3,4% ohne Nahrungsmittel und Energie (3,1%).

Wie wir bereits im September geschrieben haben (siehe unsere vorigen Expertenmeinungen), war die Kerninflation in den USA bereits vor Ausbruch des Irankriegs erhöht und steigt seither beständig. Das Wachstum der Wirtschaft ist robust, insbesondere dank des privaten Konsums und der Investitionen in KI. Die Schätzungen für das BIP-Wachstum im vierten Quartal liegen derzeit zwischen rund 2,7% und rund 3,3% im Jahresvergleich, nach 3,4% im dritten Quartal. Hinzu kommt die Verstärkung der Beschäftigungszahlen. Parallel dazu folgt die durch nachfrageseitige Faktoren erklärte Inflation seit 2020 in Verbindung mit den vorstehend erläuterten Elementen tendenziell der Spannung auf dem Arbeitsmarkt (siehe Abbildung 4). Seit mehreren Monaten zeigen beide Variablen wieder nach oben. Es gelten die bei der Interpretation einer Grafik mit zwei Maßstäben üblichen Vorsichtsmaßnahmen, d.h. dass Korrelation keine Kausalität impliziert. Angesichts der vorstehend genannten Arbeiten und des Zusammenhangs zwischen Wirtschaftswachstum, Anspannung auf dem Arbeitsmarkt, Lohnwachstum und Inflation muss der gemeinsamen Entwicklung dieser Variablen jedoch besondere Aufmerksamkeit gewidmet werden.

Grafik 4: Reiner Zufall?



Quellen: BEA, BLS, JOLTS.[6]

[4]Federal Reserve der Vereinigten Staaten.

[5]Die Indizes CPI (Consumer Price Index bzw. Verbraucherpreisindex) und PCE (Personal Consumption Expenditures oder impliziter Preisindex der privaten Konsumausgaben) unterscheiden sich in ihrem methodischen Aufbau sowie in dem Gewicht, das bestimmten Komponenten beigemessen wird.

[6]Aufschlüsselung der PCE-Inflation ohne Nahrungsmittel und Energie nach der Methode von Adam Shapiro (San Francisco Fed). Die Beiträge von Angebot und Nachfrage werden geschätzt, indem die Entwicklung der Preise und des Konsums verglichen wird: Bewegen sie sich in die gleiche Richtung, wird die Nachfrage bevorzugt; bewegen sie sich in entgegengesetzte Richtungen, ist es das Angebot. Die Komponente „Mehrdeutigkeit“ umfasst Abweichungen, die nicht auf einen dieser beiden Faktoren zurückzuführen sind. Die Anspannung auf dem Arbeitsmarkt wird berechnet, indem die Zahl der offenen Stellen ins Verhältnis zur Arbeitslosenquote gesetzt wird. Je höher dieses Verhältnis, desto größer ist die Nachfrage nach Arbeitskräften im Verhältnis zum verfügbaren **Angebot, was zu erhöhten Spannungen**

Unter Berücksichtigung der Ende Oktober zu veröffentlichenden Zahlen würde die Inflation seit 68 Monaten über dem Zielwert von 2% liegen. Angesichts des anhaltenden und sich verschärfenden Inflationsdrucks dürfte die Fed[7] ihre Leitzinsen weiter erhöhen. Die nachgewiesene Wiederbelebung des Arbeitsmarktes ist auch keine Ausrede mehr, um die Entwicklung nicht fortzusetzen. Das Szenario, das wir seit September darstellen, erscheint uns weiterhin am wahrscheinlichsten: Rückkehr zum Leitzinsniveau, das vor den drei Zinssenkungen im Jahr 2025 galt, bis Ende des ersten Quartals 2027, d.h. ein Leitzins von 4,5% am oberen Ende der Spanne (gegenüber heute 4%).

Dabei stellen sich jedoch zwei Fragen. Erstens, in welchem Tempo? Christopher Waller[8] sprach diese Woche von der Möglichkeit einer Anhebung um 50 Bp.[9] bei einer nächsten Sitzung. Aktuell erscheint dies unwahrscheinlich. Eine Beschleunigung des Tempos, d.h. zwei Anhebungen um 25 Bp. in Folge im Dezember und Januar, ist jedoch eine Möglichkeit. Zweitens stellt sich die Frage, ob eine zweite restriktivere Phase der Geldpolitik erforderlich ist, um die Nachfrage nach dieser ersten Phase der Neuausrichtung zu verlangsamen? Es ist zwar noch zu früh, um diese Hypothese zu einem zentralen Szenario zu machen, aber sie kann auch nicht vollständig ausgeschlossen werden, und ihre Wahrscheinlichkeit ist gestiegen. In diesem Fall könnte, wie bereits erwähnt, eine Senkung des Inflationsdrucks zu einem Anstieg der Arbeitslosigkeit führen, worauf Jerome Powell schon 2022 in Jackson Hole hingewiesen hatte…

Das vorliegende Dokument stellt weder ein Zeichnungsangebot noch eine Anlageberatung dar. Die vertretenen Ansichten spiegeln die Meinungen des Managementteams wider und können sich im Laufe der Zeit ändern.

Nähere Informationen auf dnca-investments.com.

auf dem Arbeitsmarkt führt. Fehlende Daten aufgrund des *Shutdown* 2025 wurden durch möglichst genaue Schätzungen ersetzt. Letzte verfügbare Monatsdaten zum 12.11.2026.

[7]Federal Reserve der Vereinigten Staaten.

[8]Christopher Waller ist seit 2020 Mitglied des Gouverneursrats der US Federal Reserve (Fed). Er hat daher ein ständiges Stimmrecht im geldpolitischen Ausschuss.

[9]Basispunkte.

WICHTIGER HINWEIS

Das Dokument legt Ansichten von DNCA Finance dar, die nicht als Empfehlungen für einen Kauf oder Verkauf aufgefasst werden dürfen. Dieses Dokument stellt weder eine finanzielle Analyse noch eine Anlageempfehlung seitens DNCA Finance dar. Die hier vorgestellten Analysen wurden nicht im Einklang mit den gesetzlichen Vorgaben zur Förderung der Unabhängigkeit des Anlageresearch erstellt und unterliegen keinem Verbot, das die Ausführung von Transaktionen durch DNCA Finance vor der Veröffentlichung dieses Dokuments untersagt. Somit kann es zu einem Interessenkonflikt aufgrund von Investitionen oder Desinvestitionen kommen, die von den von DNCA Finance betreuten Portfolios oder Fonds an den Vermögenswerten vorgenommen werden, auf die sich die finanziellen Analysen beziehen.

Die dargelegten Standpunkte sind jene des Managementteams und können sich im Laufe der Zeit ändern.

Redaktionsschluss: 12.11.2026.

DNCA FINANCE
19 PLACE VENDÔME | 75001 PARIS | +33 (0)1 58 62 55 00 | DNCA-INVESTMENTS.COM

Von der französischen Finanzmarktaufsicht Autorité des Marchés Financiers am 18. August 2000 unter der Nummer GP 00-030 zugelassene Portfolioverwaltungsgesellschaft.
Nicht unabhängiger Finanzanlageberater im Sinne der Richtlinie MIFID II.
DNCA Investments ist eine Handelsmarke von DNCA Finance.

DNCA Finance Luxemburg | 1 place d'Armes, L-1136 Luxemburg | +352 28 48 01 55 23

DNCA Finance Italien | Via Dante, 9, 20123 Mailand | +39 02 00 62 281

DNCA Finance Spanien | Paseo de Recoletos 37-41 5a Madrid 28004 |

DNCA Finance Belgien | Rue Montoyer 14, 1000 Brüssel |

ANLAGEN AN DEN FINANZMÄRKTEN SIND MIT RISIKEN VERBUNDEN, INSBESONDERE FOLGENDEN:

- **Kapitalverlustrisiko**
- **Aktienrisiko: Bei fallenden Aktienmärkten kann der Wert eines Finanzinstruments sinken.**
- **Zinsrisiko: Das Zinsrisiko schlägt sich in einem möglichen Wertverlust des Finanzinstruments im Fall von Zinsschwankungen nieder.**
- **Kreditrisiko: Das Kreditrisiko entspricht dem Risiko, dass der Emittent seinen Verpflichtungen nicht nachkommen kann.**
- **Wechselkursrisiko:** Dieses Risiko besteht im Fall eines Engagements in einer Währung, bei der es sich nicht um die Referenzwährung des Finanzinstruments handelt.