

Allianz Research | 24 kwietnia 2025 r.

Front domowy wojny celnej: amerykański rynek pracy w czasie recesji

Rynek pracy w USA: jak bardzo może się osłabić? Jak na razie trzyma się mocno – nawet masowe zwolnienia pracowników federalnych nie wpłyną znacząco na wzrost bezrobocia. Przyczyny: ograniczenie importu, ograniczona podaż produkcyjna przy niedoborze pracowników, w okresach dostosowania – strategia ograniczania godzin pracy a nie zatrudnienia, silne finanse amerykańskich przedsiębiorstw. Ostatecznie na ratunek przyjdzie FED obniżając stopy – koszt pieniądza dla firm

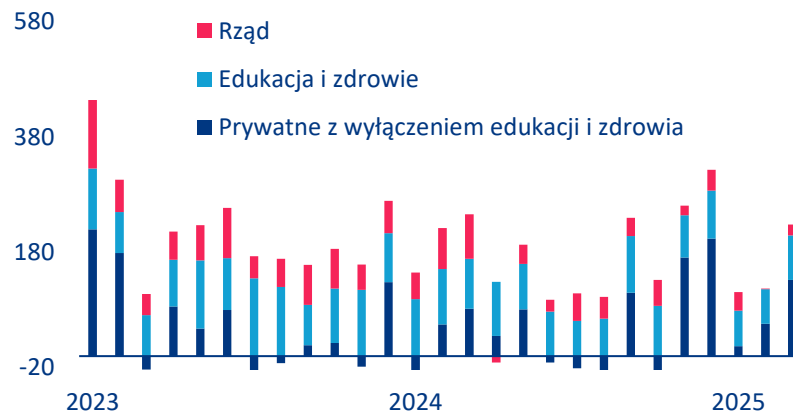
W skrócie:

- **Rynek pracy w Stanach Zjednoczonych utrzymał się** (w niezłej kondycji) pomimo narastających przeciwności gospodarczych, a wskaźniki progностyczne sugerują, że ta odporność powinna utrzymać się także w 2. kwartale 2025 roku
- **Recesja tak, masowe zwolnienia – raczej nie:** Wskaźnik wolnych miejsc pracy jako pierwszy zasygnalizuje recesję (spodziewaną w II-III kwartale), ale nie spodziewamy się masowych zwolnień
- **Brak dostaw z zewnątrz – trzeba produkować (zatrudniać) lokalnie:** Gospodarka Stanów Zjednoczonych stoi w obliczu wyjątkowej kombinacji ograniczeń podaży (większych niż tradycyjnie sądzono) i bardziej restrykcyjnej polityki imigracyjnej. W związku z tym firmy są bardziej skłonne do gromadzenia ograniczonej siły roboczej w porównaniu z poprzednimi epizodami recesji, co zapobiega znacznemu wzrostowi bezrobocia
- **Dodatkowo, rekordowe zyski firm stanowią na razie bufor pozwalający znieść cła** (obok niedoborów siły roboczej wpływają na brak skłonności biznesu do redukcji zatrudnienia)
- **Wzrost bezrobocia** – będzie, ale stopniowy a nie nagły: spodziewamy się, że stopa bezrobocia osiągnie szczyt na poziomie 5% do 1. kwartału 2026 roku. Nawet jeśli zwolnieni lub odchodzący pracownicy federalni nie znajdą innej pracy (ale pozostaną na rynku pracy), sam ten fakt spowodowałby wzrost stopy bezrobocia o zaledwie +0,3 punktu procentowego w 2025 roku
- **FED na ratunek:** stałe stopniowe pogarszanie się sytuacji na rynku pracy będzie powodem, według naszych ocen, z powodu którego Fed przyspieszy obniżki stóp procentowych pod koniec 2025 r. i na początku 2026 r., po gwałtownym wzroście inflacji już tego lata, a wywołanym przez cła

Amerykański rynek pracy trzyma się dobrze pomimo narastających przeciwności gospodarczych, w tym gwałtownego wzrostu niepewności politycznej. Wzrost liczby zatrudnionych poza rolnictwem o 228 000 w marcu w opinii Allianz Trade sugeruje, że amerykański rynek pracy pozostaje solidny. Zatrudnienie w sektorze prywatnym z wyłączeniem edukacji i opieki zdrowotnej (najbardziej cykliczny składnik zatrudnienia) było liderem (wykres 1), szczególnie w sektorze usług (zwłaszcza w handlu detalicznym oraz transporcie i magazynowaniu), choć zatrudnienie w sektorze produkcyjnym ledwo wzrosło. Stopa bezrobocia wzrosła tylko nieznacznie do 4,2%. Całkowita liczba rządowych miejsc pracy wzrosła o +19,000, nieco poniżej ostatniej średniej. W ramach rządu, płace w rządzie federalnym spadły tylko o -4,000, pomimo nacisków DOGE na zwolnienie pracowników federalnych. Odporność ta prawdopodobnie odzwierciedla prawny sprzeciw wobec zwalniania pracowników zatrudnionych na okres próbny. Ogłoszone przez Challengeera redukcje etatów w marcu i cotygodniowe wstępne wnioski o bezrobocie do końca marca potwierdzają niedawną jeszcze odporność amerykańskiego rynku pracy.¹

¹ W marcu liczba zwolnień w sektorze prywatnym zmniejszyła się. Liczba ta gwałtownie wzrosła w sektorze rządowym, ale nie przełożyła się na faktyczną utratę miejsc pracy z powodu prawnego sprzeciwu wobec zwalniania pracowników na okres próbny.

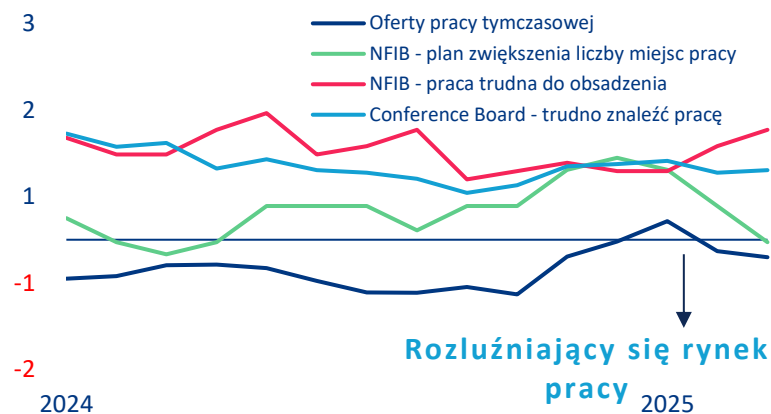
Wykres 1: Struktura zatrudnienia poza rolnictwem (tys. miejsc pracy, miesięcznie)



Źródła: LSGE Workspace, Allianz Research

Wskaźniki progностyczne sugerują, że ta odporność prawdopodobnie utrzyma się w drugim kwartale 2025 roku. Przyglądamy się czterem zmiennym, aby przewidzieć wyniki rynku pracy na najbliższe trzy miesiące: ankiecie NFIB dotyczącej odsetka firm, które planują zwiększyć zatrudnienie i odsetka zgłaszających trudności z obsadzeniem stanowiska pracy; ankiecie Conference Board dotyczącej łatwości znalezienia pracy przez gospodarstwa domowe oraz wzrostowi liczby tymczasowych miejsc pracy z badania zatrudnienia poza rolnictwem (wykres 2). W przeszłości te cztery zmienne miały tendencję do wykrywania dynamiki na amerykańskim rynku pracy w ciągu najbliższych kilku miesięcy. Choć obecnie wysyłają one mieszane sygnały, ogólnie nie wskazują na pogorszenie sytuacji na rynku pracy w ciągu najbliższych kilku miesięcy. Dla porównania, w ostatnich dwóch recesjach w USA (2020 i 2008 r.²) przyjrzelśmy się trzem podstawowym danym: wzrostowi zatrudnienia, stopie bezrobocia i wskaźnikowi wolnych miejsc pracy (wykres 3). Aby uchwycić podstawową dynamikę i przebić się przez szum, dane są wyrażone w % zmianie 6m/6m (zatrudnienie) i %-pt zmianie 6m/6m (stopa bezrobocia i stopa wakatów). Z dwóch poprzednich recesji w opinii Allianz Trade można wywnioskować, że wskaźnik wolnych miejsc pracy pogorszył się jako pierwszy. Podczas recesji w 2008 r., nawet cztery miesiące po jej rozpoczęciu, stopa bezrobocia i wzrost zatrudnienia nie uległy znacznemu pogorszeniu³

Wykres 2: Perspektywiczne wskaźniki amerykańskiego rynku pracy (z-score)

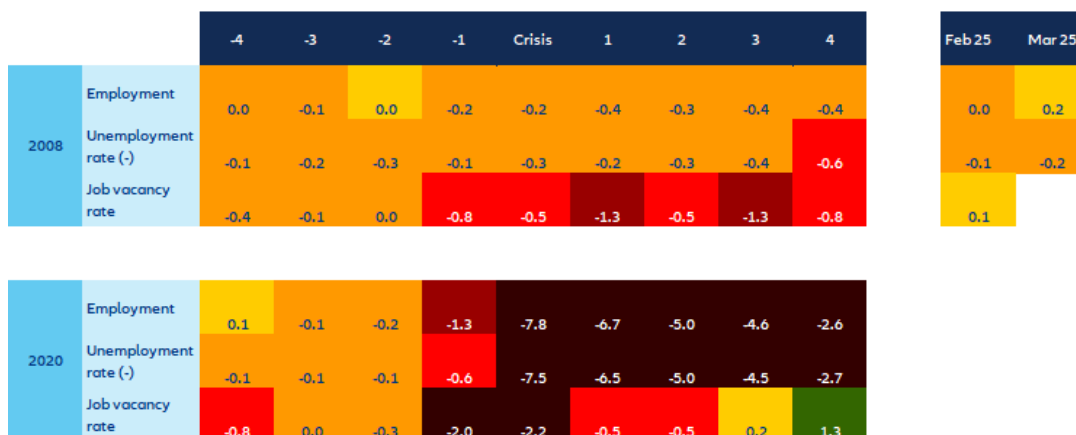


Źródła: LSGE Workspace, Allianz Research

² Szacujemy, że recesja w 2008 r. rozpoczęła się w marcu 2008 r., a nie w grudniu 2007 r., jak ogłosił NBER, ponieważ przed marcem 2008 r. większość danych dotyczących aktywności gospodarczej nie wskazywała na recesję.

³ Przyglądamy się trzem podstawowym zmiennym: wzrostowi zatrudnienia, stopie bezrobocia i wskaźnikowi wolnych miejsc pracy (wykres X3). Aby uchwycić podstawową dynamikę i przebić się przez szum, dane są wyrażone w 6m/6m % zmiany (zatrudnienie) i 6m/6m pp zmiany (stopa bezrobocia i stopa wakatów).

Wykres 3: Wskaźniki rynku pracy podczas poprzednich recesji w USA (z-score)

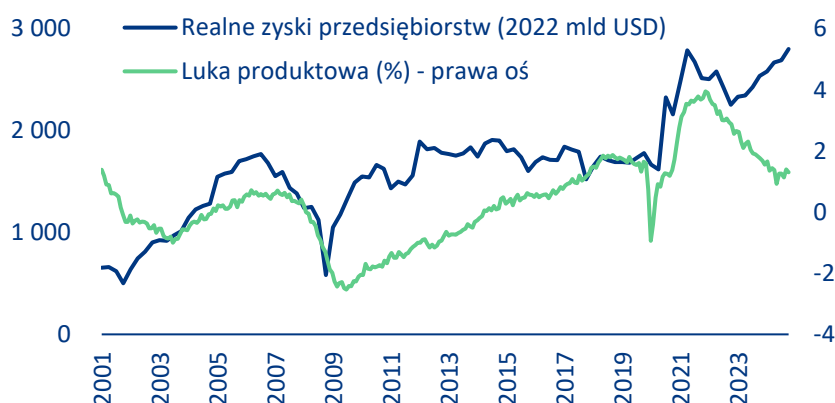


Źródła: LSGE Workspace, Allianz Research

Uwaga: wzrost zatrudnienia wyrażony jest w % zmiany 6m/6m, a stopa wakatów/stopa bezrobocia w pp zmiany 6m/6m.

Pomimo inflacyjnych skutków gwałtownych podwyżek cen i utrzymującej się wysokiej niepewności politycznej, nie spodziewamy się dużych zwolnień, ponieważ amerykańskie firmy nadal cieszą się dobrymi zyskami, a także borykają się z podwyższonym niedoborem siły roboczej. Niemniej jednak oczekujemy, że stopa bezrobocia stopniowo będzie rosła, osiągając szczyt na poziomie 5% w I kwartale 2026 r. Obok stosunkowo solidnego stanu bilansów i dochodów amerykańskich gospodarstw domowych⁴, ograniczone tylko pogorszenie sytuacji na rynku pracy w ciągu najbliższych kilku miesięcy jest kolejnym czynnikiem podtrzymującym odporność (gospodarki). Po pierwsze, poziom wolnych mocy produkcyjnych w amerykańskiej gospodarce pozostaje bardzo ograniczony. W rzeczywistości nasza własny wskaźnik luki produktowej – skonstruowany w oparciu o miary ankietowe, takie jak wykorzystanie mocy produkcyjnych w przemyśle lub stopa bezrobocia - jest nadal w dużej mierze dodatni (wykres 4) i jest ona bardziej podwyższona niż inne, alternatywne szacunki luki produktowej. Wskazuje to, że firmy są bardziej ograniczone od strony podaży niż konwencjonalnie sądzono, a w tym środowisku bardziej prawdopodobne jest zatrzymanie pracowników, zwłaszcza że restrykcyjna polityka imigracyjna zwiększa niedobór siły roboczej. W rzeczywistości liczba godzin pracy na pracownika stale spada od czasu kryzysu związanego z pandemią Covid-19, co w opinii Allianz Trade wskazuje na **strategię dostosowywania godzin pracy, a nie liczby pracowników, do zmieniających się warunków gospodarczych**. Po drugie, zyski przedsiębiorstw (w ujęciu skorygowanym o inflację) są wysokie (wykres 4).

Wykres 4: Luka produktowa i realne zyski przedsiębiorstw



Źródła: LSGE Workspace, Allianz Research

Amerykańskie korporacje, w ujęciu zagregowanym, dysponują buforami pozwalającymi im przetrwać cła i prawdopodobnie będą preferować tymczasowe niższe zyski niż masowe zwolnienia. W międzyczasie zwolnienia

⁴ Zobacz [AllianzTrade | Czy amerykański konsument wytrzyma?](#).

federalne napędzane przez DOGE prawdopodobnie nie wstrząsną rynkiem pracy. Zwolnienia pracowników nieetatowych w agencjach takich jak Departament Edukacji i USAID zaczną być widoczne w danych w nadchodzących miesiącach. W samym październiku raport o zatrudnieniu prawdopodobnie uwzględni wpływ 75 000 pracowników federalnych, którzy zdecydowali się na odroczenie rezygnacji. W sumie spodziewamy się, że zatrudnienie w sektorze federalnym spadnie w tym roku o blisko 200 000 osób, co stanowi ponad 10% rocznego wzrostu zatrudnienia. Jednak nawet w skrajnym scenariuszu, w którym zwolnieni lub odchodzący pracownicy federalni nie znajdują innej pracy (ale pozostają na rynku pracy), stopa bezrobocia wzrosłaby o zaledwie +0,3 punktu procentowego w 2025 roku.

Kontakt z Allianz Trade

Grzegorz Błachnio

+48 601 056 830

grzegorz.blachnio@allianz-trade.com

Kontakt z multiAN PR

Artur Niewrzedowski

+ 48 509 433 874

artur.niewrzedowski@multian.pl

Oceny te, jak zawsze, podlegają poniższemu zastrzeżeniu.

STWIERDZENIA DOTYCZĄCE PRZYSZŁOŚCI

Stwierdzenia zawarte w niniejszym dokumencie mogą obejmować perspektywę, stwierdzenia dotyczące przyszłych oczekiwań i inne stwierdzenia dotyczące przyszłości, które opierają się na bieżących poglądach i założeniach kierownictwa i wiążą się ze znanym i nieznanym ryzykiem i niepewnością. Rzeczywiste wyniki, wydajność lub zdarzenia mogą znacząco różnić się od tych wyrażonych lub sugerowanych w takich stwierdzeniach dotyczących przyszłości.

Takie odchylenia mogą wynikać m.in. z (i) zmian ogólnych warunków gospodarczych i sytuacji konkurencyjnej, w szczególności w zakresie podstawowej działalności Grupy Allianz i na podstawowych rynkach, (ii) wyników rynków finansowych (w szczególności zmienności rynku, płynności i zdarzeń kredytowych), (iii) częstotliwości i dotkliwości ubezpieczonych zdarzeń szkodowych, w tym katastrof naturalnych, oraz rozwoju kosztów szkód, (iv) poziomów i trendów śmiertelności i zachorowalności, (v) w szczególności w sektorze bankowym, zakres niespłaconych kredytów, (vii) poziom stóp procentowych, (viii) kursy wymiany walut, w tym kurs wymiany EUR/USD, (ix) zmiany w przepisach prawa i regulacjach, w tym regulacjach podatkowych, (x) wpływ przejęć, w tym związane z nimi kwestie integracji i środki reorganizacyjne, oraz (xi) ogólne czynniki konkurencyjne, w każdym przypadku w skali lokalnej, regionalnej, krajowej i/lub globalnej. Wystąpienie wielu z tych czynników może być bardziej prawdopodobne lub bardziej wyraźne w wyniku działań terrorystycznych i ich konsekwencji.

BRAK OBOWIĄZKU AKTUALIZACJI

Spółka nie zobowiązuje się do aktualizowania jakichkolwiek informacji lub stwierdzeń dotyczących przyszłości zawartych w niniejszym dokumencie, z wyjątkiem wszelkich informacji, których ujawnienie jest wymagane przez prawo.

Allianz Trade to znak towarowy używany do oznaczania szeregu usług świadczonych przez Euler Hermes.