



Rynek pracy ryzykiem dla Fed?

2024-07-03

Podczas wczorajszej sesji kluczowe były tak naprawdę tylko, albo aż, dwa wydarzenia. Po pierwsze, debata z udziałem Powella oraz Lagarde w portugalskiej Sintrze. Po drugie, świeże dane o liczbie wakatów z amerykańskiej gospodarki. Tak się składa, że sam prezes Fed nawiązywał do tych danych w swojej wypowiedzi. W poniższym tekście podsumujemy pokrótce obecny stan gry.

Co nas dzisiaj czeka?

W środę poznamy wyniki lipcowego posiedzenia RPP - nie spodziewamy się zmian stóp procentowych. Jak zwykle niewiadomą jest retoryka, tym bardziej, że na tym posiedzeniu Rada będzie mogła zapoznać się z najnowszą projekcją (dane wychodzące od marcowej edycji regularnie zaskakiwały w dół w temacie inflacji). Średnio w kwartale inflacja uplasowała się dokładnie na 2,5% w zakończonym wczoraj okresie trzymiesięcznym. Była to wartość dokładnie zgodna z projekcją NBP. Sprawa wygląda jednak inaczej w przypadku inflacji bazowej, tutaj projekcja NBP na drugi kwartał

Informacje Służbowe podmiotu z Grupy mBank - objęte ochroną | mBank Groups entity Business information - protected
pokazała wartość 4,4%, zaś faktyczne wykonanie będzie pewnie w okolicy 3,8% (nie znamy jeszcze oficjalnych liczb za czerwiec).

W teorii mogłoby to być przyczynkiem do bardziej gołębiej retoryki (tym bardziej, że znika niepewność odnośnie do tarczy energetycznej), ale ostatnio RPP wykorzystuje wszystkie możliwe argumenty by brzmieć jastrzębio. Tym bardziej, że takowe wciąż istnieją, choć jest to prawdopodobnie bardziej lusterko wsteczne. Mowa przede wszystkim o płacach, których dynamika w całej gospodarce narodowej uplasowała się w pierwszym kwartale na poziomie 14,4%. Tymczasem w marcowej projekcji NBP zakładał wartość 12,6%. Skala zaskoczenia jest więc znaczna. Jeśli RPP będzie konsekwentna (względem głoszonych przez siebie przekonań w ostatnich miesiącach), wówczas niepewność co do kształtowania się płac powinna zostać utrzymana. Patrząc poza lipcowe posiedzenie wygląda jednak na to, że coraz bliżej nam do szykowania gruntu pod pierwszą obniżkę stóp w 2025 roku.

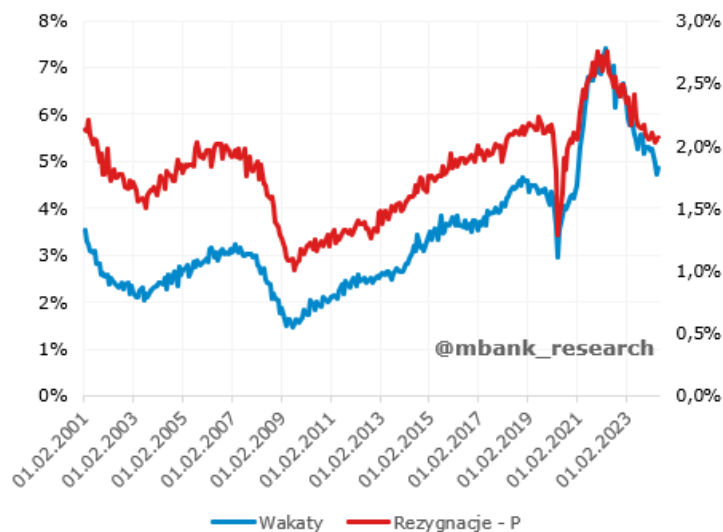
Poza RPP w Europie opublikowane zostaną wskaźniki PMI w usługach. W USA zaś zgromadzone będą dane z 2 dni (w czwartek dzień wolny). Poznamy więc zatrudnienie wg ADP, ISM i PMI w usługach, liczbę nowo zarejestrowanych bezrobotnych, zamówienia w przemyśle i minutes z posiedzenia FOMC.

Rynek pracy w USA słabnie, co na to Powell?

Podczas wczorajszej debaty w Sintrze z udziałem Lagarde i Powella nie padły w zasadzie żadne kontrowersyjne tezy. Z ciekawostek prowadząca pytała prezesa Fed o wpływ inflacyjny ze strony... koncertów Taylor Swift, jednak Jerome pozostał niewzruszony (z przymrużeniem oka). Wśród jego wypowiedzi można było doszukać się konstruktywnego spojrzenia na (symetryczne) ryzyka, które mogą zmaterializować się w kolejnych miesiącach. Z jednej strony Fed chce, aby progres na inflacji dalej postępował. Innymi słowy, chciałby ujrzeć kolejne 1-2 odczyty inflacji podobne do tego za maj. Z drugiej strony pojawiła się wzmianka, iż zmierzamy do punktu (w kontekście sytuacji na rynku pracy), który może oznaczać wyższe bezrobocie w przypadku kontynuacji spadku wakatów.

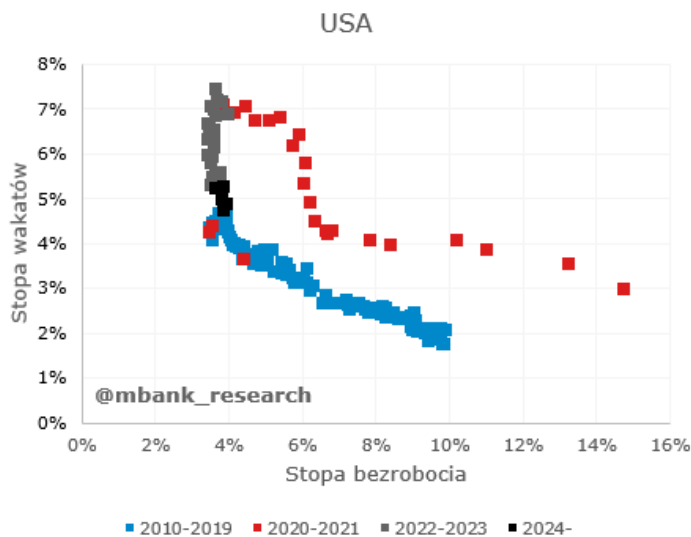
Tak się składa, że niemalże dokładnie podczas tej wypowiedzi pojawiły się świeże dane o wakatach za maj, które okazały się mocniejsze od oczekiwań. Konsensus oczekiwał wartości 7,91 mln, podczas gdy faktyczna liczba wyniosła 8,14 mln. Należy jednak nadmienić, że poprzednie dane zostały dość istotnie zrewidowane w dół do 7,92 mln wobec pierwotnego odczytu 8,06 mln. Tyle o liczbach, a co z nich wynika? Przede wszystkim widać, że dane te podatne są na dość znaczne rewizje. Jednocześnie spadkowy trend zapoczątkowany w końcu 2022 roku pozostaje niewzruszony.

% siły roboczej



Poniższy wykres pokazuje również, że w ciągu ostatnich kilku kwartałów nastąpiła istotna normalizacja na rynku pracy. Stopy wakatów oraz dobrowolnych odejść z pracy wyraźnie obniżyły się. W przypadku tej pierwszej wciąż znajdujemy się nieco powyżej poziomu sprzed pandemii, ale w przypadku tej drugiej już poniżej tego pułapu. Pokazuje to, że nadwyżkowy popyt na pracę wyraźnie przygasł. Co więcej, można podejrzewać, że w zasadzie on już zanikł. Wsparciem dla takiego poglądu może być chociażby zachowanie się stopy bezrobocia, która (choć bardzo powoli) systematycznie rośnie. W ciągu roku jej wzrost wyniósł 0,6 pkt. proc. Z pozoru nie wydaje się to dużo, jednak do tej pory rośliśmy z bardzo niskiego pułapu i to pomimo szybkiego spadku liczby wakatów. Dalej mogą pojawić się schody.

W ostatnim czasie poruszaliśmy się bowiem po stromej części krzywej Beveridge'a. Tym samym nawet spore spadki stopy wakatów nie generowały specjalnie wyższej stopy bezrobocia. Widząc słabnący popyt przedsiębiorstwa dostosowywały jedynie swój popyt na pracę, ale sytuacja ta nie dotykała specjalnie zatrudnienia. Obecnie jednak znajdujemy się w punkcie, w którym dalsze spadki stopy wakatów mogą odbić się na bezrobociu. Nie bez przyczyny Powell wspominał o tym w swojej wypowiedzi.



Raz jeszcze przypominamy, że szacunek Fed stopy bezrobocia na koniec bieżącego roku na poziomie 4% obarczony jest sporym ryzykiem. Jeśli tempo wzrostu bezrobocia utrzymałoby się, wówczas rok kończyć powinniśmy bliżej 4,5%. Jeśli

Informacje Służbowe podmiotu z Grupy mBank - objęte ochroną | mBank Groups entity Business information - protected
faktycznie taka sytuacja miałaby miejsce, a dałe inflacyjne byłyby bliskie majowemu odczytowi, wówczas Fed nie powinien zwlekać z obniżką stóp dalej niż do września. Czy kalendarz wyborczy ma tutaj jakiegokolwiek znaczenie? Naszym zdaniem absolutnie nie. Uważamy, że zarówno obniżka tuż przed wyborami, jak i tuż po wyborach, może być postrzegana jako polityczny ruch, przynajmniej przez część odbiorców. Nie ma więc sensu skupiać się na listopadowym głosowaniu.

Garść newsów makroekonomicznych

· Polska: Przeglądając media można dojść do wniosku, że pożarów gwałtownie przybywa. Zresztą, były one ostatnio dość spektakularne choćby w Warszawie i zagadkowo zbliżone czasowo. Heurystyki uproszczonego myślenia (których ofiarą również padliśmy) prowadzą od wojny hybrydowej po zwiększenie częstotliwości interwencji straży. O dziwo jednak, pożarów nie przybywa w stopniu, który przetrwałby rygorystyczne testowanie statystyczne, a nawet w niektórych obszarach istotnie ich ubywa. Strażacy również nie raportują, że mają do czynienia z czymś nowym, czego do tej pory nie znali.

[Czy Polska płonie? Straż pożarna przedstawia nam dane](https://businessinsider.com.pl/wiadomosci/czy-polska-plonie-straz-pozarna-przedstawia-nam-dane/k4sfc3j)

<https://businessinsider.com.pl/wiadomosci/czy-polska-plonie-straz-pozarna-przedstawia-nam-dane/k4sfc3j>

· Strefa euro: Inflacja w strefie euro uplasowała się nieco poniżej poprzedniego miesiąca (2,5%), zaś w przypadku miar bazowych dokładnie w tym samym miejscu (2,9%). Te ostatnie nieznacznie powyżej ostatniej projekcji EBC (choć tutaj to jedynie przybliżenie). Ogólnie jednak rozpęd miar bazowych spada, co jest spójne z podejściem EBC i naszym zdaniem wciąż istnieje przestrzeń do cięć stóp procentowych w tym roku.

[Twitter Post](https://x.com/fwred/status/1808065856213049699)

<https://x.com/fwred/status/1808065856213049699>

· Strefa euro/USA: Artykuł ten odbija się obecnie szerokim echem i jest świeżutki. A więc go opisaliśmy. Jest poznawczo niezwykle, gdyż wywraca do góry nogami rozumienie przyczyn inflacji w strefie euro. Autorzy twierdzą, że były one głównie popytowe (nawet po szoku energetycznym). Tym samym postulują też, że nawet większej skali podwyżki stóp procentowych nie przyniosłyby znaczących negatywnych efektów (spadek PKB), lecz znaczący efekt inflacyjny (szybszy powrót do celu). Badanie zaczyna być jednak krytykowane, głównie ze względu na przyjęte narzędzie badawcze (VAR) oraz przypisanie „starych” parametrów modelu do nowej, po-covidowej rzeczywistości. Tak czy inaczej oto jest nasze podsumowanie tego artykułu:

[Twitter Post](https://x.com/mbank_research/status/1808071572973846871)

https://x.com/mbank_research/status/1808071572973846871