

# ECO FLASH

12 December 2019

## Eurozone economic slowdown: what if employment holds up?

Louis Boisset

- Eurozone GDP growth is causing concern, but the relative resilience of employment continues to surprise.
- This trend is nothing new. The negative impact on employment of previous crises has been fairly restrained.
- Despite considerable difficulties in the sector, manufacturing employment is holding up particularly well.
- The slowdown in productivity gains could, in the short term at least, help drive the growth in jobs.
- Slower growth in hours worked and low-skilled jobs: a possible labour hoarding phenomenon is under way in Eurozone companies.

Since the end of 2017, economic growth in the Eurozone has decreased significantly. From 0.8% (q/q), GDP growth has dropped to just 0.2% in recent quarters. The manufacturing sector, which went into recession in the second half of 2018, is the main source of concern. Although activity in the services sector has slowed, it is still holding up. The resilience of employment against this background is crucial and continues to surprise. Although it has slowed, growth in total employment in the Eurozone has remained relatively robust and above its long-term average (Figure 1). In Q3 2019, total employment grew by 1.0%<sup>1</sup> (year-on-year, after 1.2% and 1.4% in Q2 and Q1 2019 respectively), from an average of 0.7% since 2011. Is this limited and slow adjustment of employment unprecedented in the Eurozone? Are different sectors seeing specific developments? How can we explain such resilience? Can this situation last? We will attempt to answer all of these questions.

<sup>1</sup> Figures are based on thousands of employees. In terms of hours worked the situation is similar: growth in employment has slowed gradually since mid-2018. In Q2 2019, however, the slowdown has been steeper (see below).

### GDP slows, but employment resists

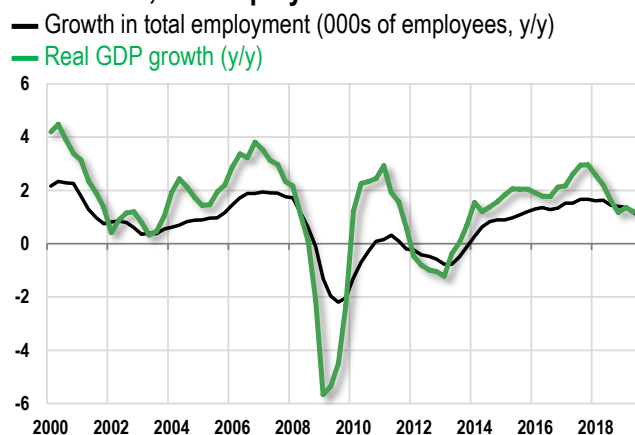
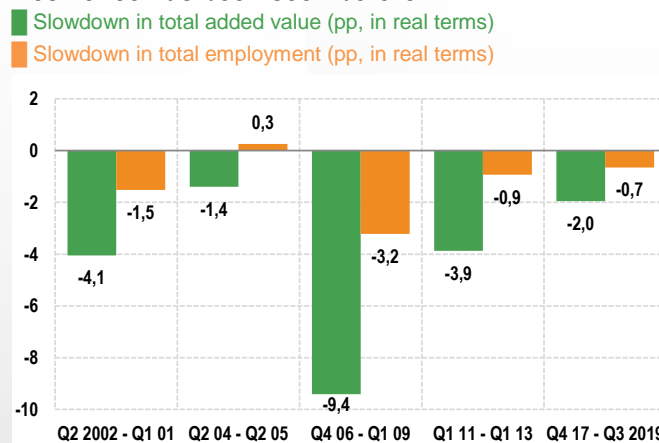


Figure 1

Source: Eurostat

### Resilience has been seen before



Note: This chart shows the difference between peak and trough growth rates. For example, between Q4 2006 and Q1 2009, growth in added value fell by 9.4 points.

Figure 2

Source: Eurostat

ECONOMIC RESEARCH DEPARTMENT



BNP PARIBAS



The bank  
for a changing  
world

## The situation is not as unusual as all that

Despite the fairly substantial slowdown in growth, employment trends have held up in the euro area since the end of 2017. This resilience in employment might be seen as surprising. This said, the limited response of employment to a negative shock in economic activity is not a new phenomenon. During previous periods of slowing growth or recession in the Eurozone, the slowing of employment dynamics has not been significantly sharper. We have identified five phases between 2000 and today. These correspond to the periods separating peaks and troughs of growth in total added value in the Eurozone (year-on-year, in real terms): Q2 2000-Q1 2002 (internet bubble), Q2 2004-Q2 2005 (modest slowdown), Q4 2006-Q1 2009<sup>2</sup> (global financial crisis), Q1 2011-Q1 2013 (sovereign debt crisis) and Q4 2017-Q3 2019 (current slowdown). As shown in Figure 2, compared to negative shocks to economic activity, the slowdown in employment observed in the past has not been especially greater than at present.

## The manufacturing employment resists, despite the difficulties

The deterioration in activity within the manufacturing sector has been particularly marked since the end of 2017. Growth in manufacturing added value (in real terms) fell from 4.7% in Q4 2017 (y/y) to -1.1% in Q3 2019. However, the negative effect on employment has been relatively contained so far, with growth dropping from 1.4% to 0.7% over the same period. Meanwhile, added value in services<sup>3</sup> has seen a much smaller deceleration in growth (from 2.8% to 1.7%), whilst the relative effect on employment growth has been significantly higher (employment growth has fallen by 0.7 points).

Within the short economic history of the Eurozone, this is not a new situation. In previous periods of slowdown or recession, employment in services has been significantly more affected by the decline in growth of this sector, than it was the case in manufacturing (see Figures 3a and 3b).

## How can we explain this situation?

*Structural changes: demographic shifts, slowdown in labour productivity growth, capital intensity*

Labour productivity gains in the Eurozone have been really subdued since the end of 2018 (Figure 4). This has been particularly noticeable in Italy and Germany. The productivity cycle has been very marked in recent times, reflecting the limited adjustment of employment in the short term to the slowdown of activity. However, these performances lie in a broader context of a declining trend in Eurozone productivity, which is also being seen in many developed countries. This implies that the minimum threshold of economic growth, above which jobs are created, is now lower. In addition, the Eurozone is experiencing major demographic changes. Slowing active population since the beginning of the 2000s in particular has facilitated the stabilisation of unemployment.

Moreover, the manufacturing sector is considered to be capital intensive (as are certain service sectors such as telecommunications), which could help explain the limited

<sup>2</sup> Although the recession didn't come until 2008, the slowdown started at the beginning of 2007.

<sup>3</sup> We have included all services – merchant and non-merchant – here.

## Manufacturing employment remains impassive

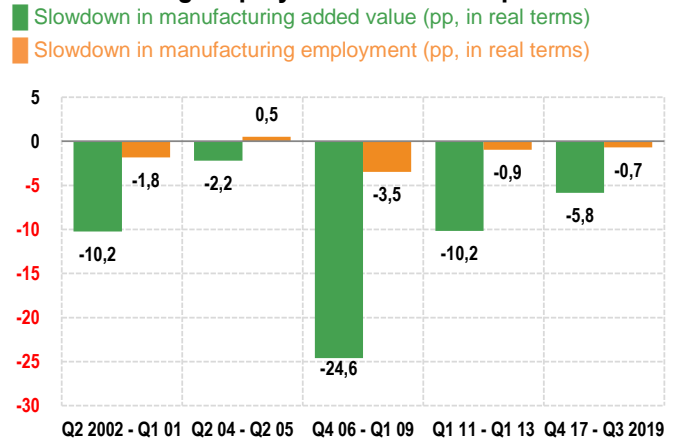


Figure 3a

Source: Eurostat

## Services have resisted so far

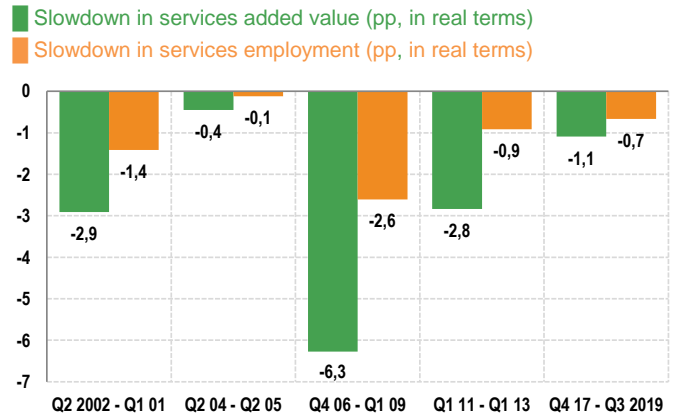


Figure 3b

Source: Eurostat

## The background: slowdown in productivity gains



Figure 4

Source: Eurostat

reaction of employment in this sector, given the sharp slowdown in activity. Adjustments may take place at the investment level instead. Here, whilst investment in machinery and equipment in the Eurozone has admittedly slowed since late-2017, growth has remained positive.

#### Labour hoarding by companies

Given the slowing activity and demand, companies may choose to retain part of their workforce, at the cost of margins erosion. "Labour hoarding" can thus be defined as the proportion of the labour factor that is not fully utilised by the company during the production process at any given point in time. From the company's point of view, retention of part of the workforce can be optimal given the fixed costs associated with adjustments to employee numbers<sup>4</sup>. These costs depend on specific national institutional and legislative features of labour markets<sup>5</sup>.

We have seen this labour retention phenomenon in the Eurozone before. During the crisis of 2008-2009, between the peak and trough of activity, and despite the severe contraction of GDP, reductions in job numbers were relatively limited<sup>6</sup>. The retention of workers limited the impact of the crisis on employment and unemployment. In some countries, this took the form of a greater reduction in the volume of hours worked and the expansion of part-time contracts. This said, trends in labour markets have varied from one member state to the next, with unemployment increasing significantly in Spain between late 2007 and late 2011, whilst it fell in Germany.

Arguments for the retention of labour may now be under way in the euro area, amplified by the recruitment difficulties reported by companies. The volume of hours worked has in this framework slowed since the peak of late 2017 and even more sharply in Q2 and Q3 2019 (Figure 5). In Q3 2019, growth in hours worked in the Eurozone decreased to 0.7%, from 1.6% in Q1 2019. This was even more marked in manufacturing. In the latter sector, there are still differences between countries. Since the beginning of 2019, Germany and the Netherlands have reduced the growth of hours worked whereas it has remained stable in France.

Moreover, as in the past, the slowdown seems to be having a greater effect on the employment of people with low levels of education. On an aggregated level, employment for people with low levels of education has been falling since early 2018, while it continues to rise for those with high levels of education (Figure 6). This divergence is particularly marked in France.

#### What should we expect over the next few quarters?

GDP growth in the euro area stabilised in Q3 2019 (0.2% q/q) whilst employment growth continued to slow down (1.0% y/y from 1.2%). Over the next few quarters, trends in the labour market will be crucial, given its influence on households' consumption. A number of factors warrant to remain rather confident.

<sup>4</sup> ECB, *Labour hoarding in the euro area*, monthly bulletin, box 4, July 2013

<sup>5</sup> Companies may also seek to reduce the volume of work consumed by reducing hours worked.

<sup>6</sup> BCE, *Euro area labour markets and the crisis*, Occasional Paper Series, n°138, October 2012

### Adjustments in working hours by companies

Growth in hours work in manufacturing (y/y)

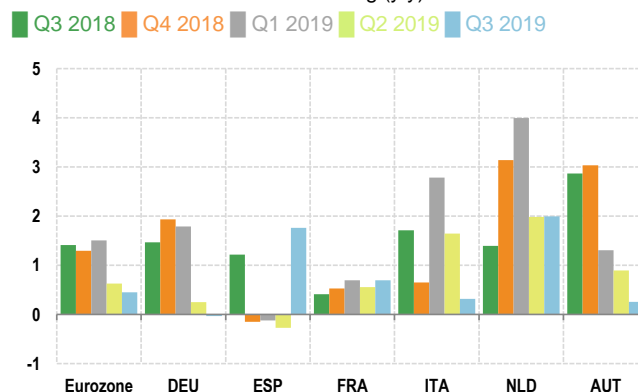
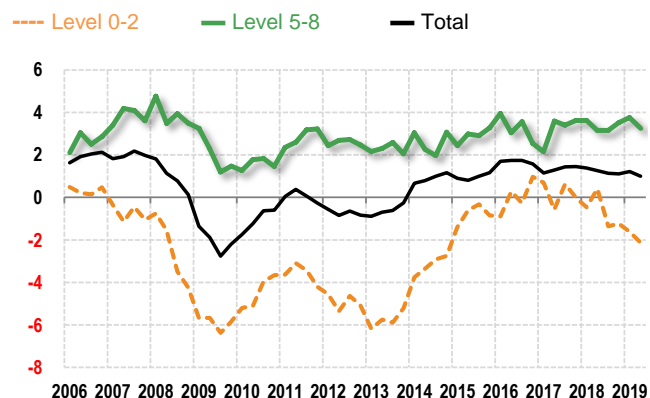


Figure 5

Source: Eurostat

### Labour hoarding targeted on high-skilled people

Employment growth by educational level (population aged 15 to 64, y/y)



Note: (i) level 0-2 = Less than primary education, primary education and first cycle of secondary education; and (ii) level 5-8 = Further education

Figure 6

Source: Eurostat

First, domestic demand has held up and helped to offset the sluggishness of external demand. Although net exports (i.e. exports less imports) have on average made a negative contribution to growth since early 2018, growth has been supported by investment and private consumption. This augurs well: domestic demand, and particularly household consumption, creates more jobs than exports<sup>7</sup>. Private consumption is largely made up of highly labour-intensive services, in contrast to the exporting manufacturing sector. For example, during the Eurozone sovereign debt crisis, private consumption was hit harder than exports. At that time unemployment increased significantly relative to the slowdown in economic activity. During the recession of 2008-2009 it was exports that suffered more. Thus, although unemployment rose, the increase was fairly contained relative to the fall in GDP growth. Since the end of 2017, the euro area unemployment rate has fallen by around 1 point.

<sup>7</sup> R. Anderton et al. *Disaggregating Okun's law-Decomposing the impact of the expenditure components of GDP on euro area unemployment*, ECB, Working Paper Series n°1747, December 2014



Next, aggregate fiscal and monetary policy in the Eurozone are likely to continue to boost domestic demand and growth overall. On the monetary policy side, the latest announcements indicate that financing conditions will remain very accommodative for quite some time to come. When it comes to fiscal policy, this is likely to be slightly expansionary, on aggregate, in 2020<sup>8</sup>.

Lastly, despite having fallen by around 2 points of added value since Q2 2017, non-financial companies' margins remain fairly comfortable in the euro area (more than 39% of added value in Q2 2019). However, labour hoarding is weighing on firms' profitability and thus cannot continue endlessly, particularly if the slowdown persists or worsens.

**Louis Boisset**

[louis.boisset@bnpparibas.com](mailto:louis.boisset@bnpparibas.com)

---

<sup>8</sup> European Commission, *European Economic Forecast*, Autumn 2019

**Recherche Economique Groupe**

**William De Vijlder** +33 1 55 77 47 31 [william.devijlder@bnpparibas.com](mailto:william.devijlder@bnpparibas.com)  
Chef économiste

**ECONOMIES AVANCEES ET STATISTIQUES**

**Jean-Luc Proutat** +33 1 58 16 73 32 [jeanluc.proutat@bnpparibas.com](mailto:jeanluc.proutat@bnpparibas.com)  
Responsable – Etats-Unis, Royaume-Uni

**Hélène Baudchon** +33 1 58 16 03 63 [helene.baudchon@bnpparibas.com](mailto:helene.baudchon@bnpparibas.com)  
France – Marché du travail

**Louis Boisset** +33 1 57 43 02 91 [louis.boisset@bnpparibas.com](mailto:louis.boisset@bnpparibas.com)  
Banque centrale européenne, synthèses conjoncturelles zone euro, Japon

**Frédérique Cerisier** +33 1 43 16 95 52 [frederique.cerisier@bnpparibas.com](mailto:frederique.cerisier@bnpparibas.com)  
Zone euro (gouvernance européenne et finances publiques), Espagne, Portugal

**Catherine Stephan** +33 1 55 77 71 89 [catherine.stephan@bnpparibas.com](mailto:catherine.stephan@bnpparibas.com)  
Pays nordiques – Commerce international – Education, santé, conditions de vie

**Raymond Van Der Putten** +33 1 42 98 53 99 [raymond.vanderputten@bnpparibas.com](mailto:raymond.vanderputten@bnpparibas.com)  
Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Suisse – Energie, climat – Projections à long terme

**Tarik Rharrab** +33 1 43 16 95 56 [tarik.rharrab@bnpparibas.com](mailto:tarik.rharrab@bnpparibas.com)  
Statistiques

**ECONOMIE BANCAIRE**

**Laurent Quignon** +33 1 42 98 56 54 [laurent.quignon@bnpparibas.com](mailto:laurent.quignon@bnpparibas.com)  
Responsable

**Laure Baquero** + 33 1 43 16 95 50 [laure.baquero@bnpparibas.com](mailto:laure.baquero@bnpparibas.com)

**Céline Choulet** +33 1 43 16 95 54 [celine.choulet@bnpparibas.com](mailto:celine.choulet@bnpparibas.com)

**Thomas Humblot** + 33 1 40 14 30 77 [thomas.humblot@bnpparibas.com](mailto:thomas.humblot@bnpparibas.com)

**ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS**

**François Faure** +33 1 42 98 79 82 [francois.faure@bnpparibas.com](mailto:francois.faure@bnpparibas.com)  
Responsable

**Christine Peltier** +33 1 42 98 56 27 [christine.peltier@bnpparibas.com](mailto:christine.peltier@bnpparibas.com)  
Adjointe – Grande Chine, Vietnam, autres pays d'Asie du Nord, Afrique du Sud

**Stéphane Alby** +33 1 42 98 02 04 [stephane.alby@bnpparibas.com](mailto:stephane.alby@bnpparibas.com)  
Afrique francophone

**Sylvain Bellefontaine** +33 1 42 98 26 77 [sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com](mailto:sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com)  
Turquie, Ukraine, Europe centrale

**Sara Confalonieri** +33 1 42 98 43 86 [sara.confalonieri@bnpparibas.com](mailto:sara.confalonieri@bnpparibas.com)  
Afrique lusophone et anglophone

**Pascal Devaux** +33 1 43 16 95 51 [pascal.devaux@bnpparibas.com](mailto:pascal.devaux@bnpparibas.com)  
Moyen-Orient, Balkans

**Hélène Drouot** +33 1 42 98 33 00 [helene.drouot@bnpparibas.com](mailto:helene.drouot@bnpparibas.com)  
Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

**Salim Hammad** +33 1 42 98 74 26 [salim.hammad@bnpparibas.com](mailto:salim.hammad@bnpparibas.com)  
Amérique latine

**Johanna Melka** +33 1 58 16 05 84 [johanna.melka@bnpparibas.com](mailto:johanna.melka@bnpparibas.com)  
Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan, CEI

**CONTACT MEDIA**

**Michel Bernardini** +33 1 42 98 05 71 [michel.bernardini@bnpparibas.com](mailto:michel.bernardini@bnpparibas.com)

## NOS PUBLICATIONS

**CONJONCTURE**

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité

**EMERGING**

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes

**PERSPECTIVES**

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents

**ECOFLASH**

Un indicateur, un évènement économique majeur. Le détail ...

**ECOWEEK**

L'actualité économique de la semaine et plus...

**ECOTV**

Tous les mois, nos économistes décryptent l'actualité économique, en images

**ECOTV WEEK**

Quel est l'évènement de la semaine ?

La réponse dans vos deux minutes d'économie

Les informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit, expressément ou implicitement, ni leur exactitude, ni leur exhaustivité, ni leur mise à jour. Ce document ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres ou autres placements. Il ne constitue ni du conseil en investissement, ni de la recherche ou analyse financière. Les informations et opinions contenues dans ce document ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement ; elles sont par ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des instruments éventuellement mentionnés dans le présent document. Toute éventuelle référence à une performance réalisée dans le passé ne constitue pas une indication d'une performance future. Dans toute la mesure permise par la loi, aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable (y compris en raison d'un comportement négligent) au titre de pertes directes ou découlant indirectement d'une utilisation des informations contenues dans ce document ou d'une confiance accordée à ces informations. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. Sauf indication contraire dans le présent document, il n'est pas prévu de le mettre à jour. BNP Paribas SA et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après « BNP Paribas »), sont susceptibles d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore, à titre principal, d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. BNP Paribas est susceptible notamment de détenir une participation au capital des émetteurs ou personnes mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à terme, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. Les cours, rendements et autres données similaires du présent document, y figurent au titre d'information. De nombreux facteurs agissent sur les prix de marché et il n'existe aucune certitude que les transactions peuvent être réalisées à ces prix. BNP Paribas, ses dirigeants et employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'emploi ou dirigeant auprès de toute personne mentionnée dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de cette (ces) personne(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de la personne mentionnée aux présentes au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas peut être partie à un contrat avec toute personne ayant un rapport avec la production du présent document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de, ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquels il a été élaboré.

BNP Paribas est en France constituée en société anonyme. Son siège est situé au 16 boulevard des Italiens 75009 Paris. Ce document est élaboré par une société du Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit (en tout ou partie) ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagé par les termes des restrictions ci-dessus.

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :

Le présent document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume-Uni par BNP Paribas Succursale de Londres. BNP Paribas Succursale de Londres est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudential et autorisée et soumise à une réglementation limitée par la Financial Services Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails de l'autorisation et de la réglementation par la Financial Services Authority.

Le présent document a été approuvé pour publication en France par BNP Paribas SA, constituée en France en société anonyme et autorisée par l'Autorité de Contrôle Prudential (ACP) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Le siège social de BNP Paribas est situé au 16, boulevard des Italiens, 75009, Paris, France.

Le présent document est distribué en Allemagne par BNP Paribas Succursale de Londres ou par BNP Paribas Niederlassung Frankfurt sur le Main, une succursale de BNP Paribas S.A. dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas S.A. Niederlassung Frankfurt sur le Main, Europa Allee 12, 60327 Frankfurt, est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudential et est autorisée et soumise à une réglementation limitée par le Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Etats-Unis : le présent document est distribué par BNP Paribas Securities Corp., ou par une succursale ou une filiale de BNP Paribas ne bénéficiant pas du statut de broker-dealer au sens de la réglementation américaine. BNP Paribas Securities Corp., filiale de BNP Paribas, est un broker-dealer enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission et est membre de la Financial Industry Regulatory Authority et d'autres bourses principales. BNP Paribas Securities Corp. n'accepte la responsabilité du contenu d'un document préparé par une entité non américaine du groupe BNP Paribas que lorsqu'il a été distribué à des investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp.

Japon : le présent document est distribué au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, ou par une succursale ou une entité du groupe BNP Paribas qui n'est pas enregistrée comme une maison de titres au Japon, à certaines institutions financières définies par l'article 17-3 alinéa 1 du décret d'application de la Loi japonaise sur les Instruments et marchés financiers. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, est une maison de titres enregistrée conformément à la Loi japonaise sur les Instruments et marchés financiers et est membre de la Japan Securities Dealers Association ainsi que de la Financial Futures Association du Japon. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non japonaise membre du groupe BNP Paribas que lorsqu'il fait l'objet d'une distribution par BNP Paribas Securities (Japan) Limited à des entreprises basées au Japon. Certains des titres étrangers mentionnés dans le présent document ne sont pas divulgués au sens de la Loi japonaise sur les Instruments et marchés financiers.

Hong-Kong : le présent document est distribué à Hong Kong par BNP Paribas Hong Kong Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Hong Kong Branch exerce sous licence bancaire octroyée en vertu de la Banking Ordinance et est réglementée par l'Autorité Monétaire de Hong Kong. BNP Paribas Hong Kong Branch est aussi une institution agréée réglementée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités réglementées de types 1, 4 et 6 (Regulated Activity Types 1, 4 et 6) en vertu de la Securities and Futures Ordinance. Les informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site <https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

Bulletin édité par les Etudes Economiques – BNP PARIBAS

Siège social : 16 boulevard des Italiens – 75009 PARIS

Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34 –

Internet : [groupparibas.com](http://groupparibas.com) - [www.economic-research.bnpparibas.com](http://www.economic-research.bnpparibas.com)

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

VOUS POUVEZ VOUS ABONNER SUR NOTRE SITE ONGLET ABONNEMENT <http://economic-research.bnpparibas.com>

ET

NOUS SUIVRE SUR LINKEDIN <https://www.linkedin.com/showcase/bnp-paribas-economic-research/> OU TWITTER [https://twitter.com/EtudesEco\\_BNPP](https://twitter.com/EtudesEco_BNPP)

