

ÉTATS-UNIS : RALENTISSEMENT DU MARCHÉ DU TRAVAIL ET RÉCESSION

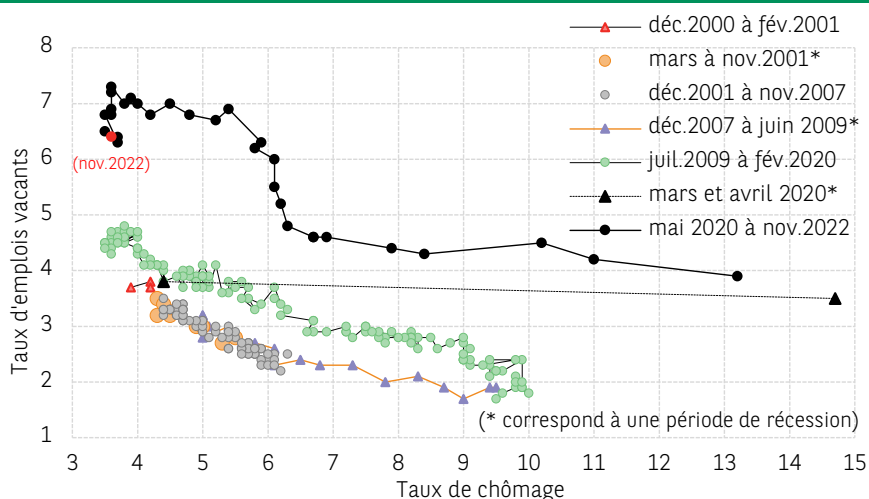
Félix Berte

Alors que le marché du travail américain connaît de fortes tensions depuis la reprise économique en 2021, les premiers signes de détente apparaissent, ce qui devrait freiner la dynamique des salaires. L'ampleur de cette décélération sera déterminante pour garantir la désinflation et le retour progressif à une stabilité des prix.

Cette détente du marché du travail sera également déterminante pour la croissance économique. D'un point de vue historique, le ralentissement du marché du travail a (quasiment) toujours conduit à une récession. Néanmoins, plusieurs singularités actuelles du marché du travail (importance du débauchage, courbe de Beveridge plus convexe que par le passé, etc.) vont dans le sens d'un possible atterrissage en douceur (*soft landing*).

Aujourd'hui, les données du marché du travail n'indiquent pas de risque de récession imminent mais la situation pourrait évoluer rapidement au cours des mois à venir.

COURBE DE BEVERIDGE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : BLS, BNP PARIBAS

LE MARCHÉ DU TRAVAIL RALENTIT MAIS RESTE TRÈS TENDU

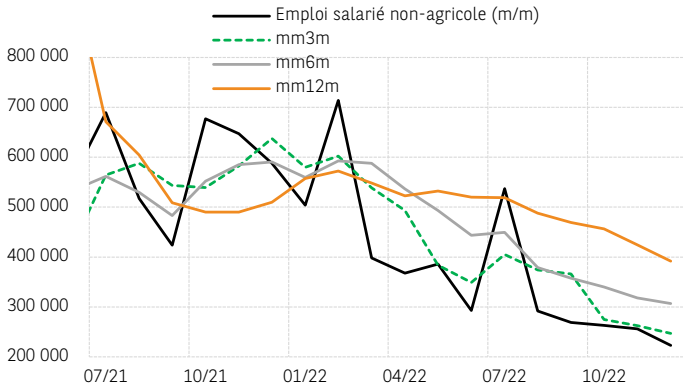
Depuis la crise de la Covid-19, le marché du travail américain est sous tension. Le taux de participation au marché du travail (62,3% en décembre 2022 contre 63,3% en décembre 2019) et le taux d'emploi (59,5% en décembre 2022 contre 61% en décembre 2019) n'ont toujours pas retrouvé leurs niveaux d'avant-crise. En cause notamment, l'augmentation du nombre de départs en retraite anticipée, pour des raisons de santé ou d'opportunité¹, a réduit le nombre d'actifs sur le marché du travail alors même que la vigueur de la reprise économique, initiée en 2021, a stimulé les créations d'emploi.

Si les entreprises ont d'abord réembauché des actifs sans emploi pour répondre à leurs besoins, contribuant ainsi à faire baisser le taux de chômage à son plus bas depuis 50 ans (3,5% en décembre 2022), elles ont rapidement été confrontées à des difficultés de recrutement et à des pénuries de main d'œuvre. Comme le montre la courbe de Beveridge (*graphique 1*), les ouvertures de postes sont restées dynamiques alors que le taux de chômage était déjà proche (voire même en dessous) du taux de chômage naturel². En mars 2022, il y a eu jusqu'à deux postes vacants pour un demandeur d'emploi.

¹ Les performances des marchés financiers au cours de l'année 2021 ont entraîné des effets de richesse permettant à certains actifs proches de la retraite de partir de manière anticipée.

² Selon Olivier Blanchard, Alex Domash, Lawrence H. Summers, le taux de chômage naturel aux États-Unis est passé de 3,6% en décembre 2019 à 4,9% en juillet 2022.

RYTHME D'EMBAUCHE AUX ÉTATS-UNIS



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BLS, BNP PARIBAS

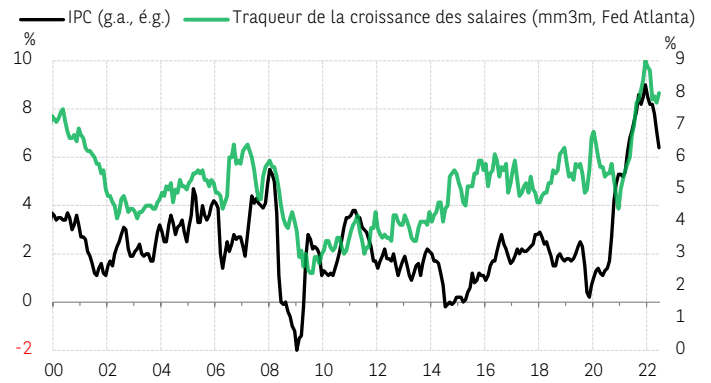
Le choc d'inflation de 2022 et la détérioration des perspectives de croissance américaine à partir de l'été 2022 ont toutefois ralenti le dynamisme de l'emploi, même si les tensions ont perduré. En décembre 2022, les créations nettes d'emplois ont nettement ralenti, même si elles sont restées à un niveau relativement élevé (*graphique 2*), notamment dans les services aux entreprises (+212k sur un mois) et dans la production de biens manufacturés (+39k).

LE DYNAMISME DE L'EMPLOI A SOUTENU LES SALAIRES ET L'INFLATION

Pour satisfaire leurs besoins en main d'œuvre, les entreprises ont augmenté les salaires afin d'inciter certains inactifs (qui forment le halo du chômage) à revenir sur le marché du travail, mais aussi pour convaincre certains actifs en recherche d'emploi à se tourner vers de nouveaux secteurs (quitte à les former), notamment le secteur de l'hôtellerie et de la restauration. Les pénuries de main d'œuvre ont également poussé les entreprises à proposer des salaires plus élevés pour attirer des actifs déjà en emploi (*poach workers*, débauchage). Cette pratique a contribué à augmenter les démissions d'employés pour de nouveaux postes (*Great resignation*), ce qui a pu accentuer les pénuries. Les salaires (*average hourly earnings*, AHE) dans le privé ont ainsi progressé de 4,6% en glissement annuel en décembre 2022, avec une répartition relativement homogène entre le secteur des biens (4,4%) et celui des services (4,6%).

Cette dynamique des salaires a été un facteur de soutien non négligeable au pouvoir d'achat des ménages, dans un contexte d'inflation forte, qui influe par conséquent positivement sur la croissance économique américaine. Néanmoins, ces hausses de salaires ont également contribué à renforcer l'inflation, puisqu'un certain nombre d'entreprises ont répercuté les hausses de salaires dans leurs prix de vente³.

INFLATION ET SALAIRES



GRAPHIQUE 3

SOURCES : BLS, RÉSERVE FÉDÉRALE D'ATLANTA, BNP PARIBAS

Bien qu'une boucle salaires-prix, c'est-à-dire un effet d'entraînement réciproque entre les augmentations de salaires et l'augmentation du niveau des prix, ne se soit pas matérialisée aux États-Unis (*graphique 3*), le ralentissement de l'inflation sera bien fonction du ralentissement des salaires, donc de l'assouplissement du marché du travail.

UN RALENTISSEMENT DU MARCHÉ DU TRAVAIL SANS RÉCESSION EST-IL POSSIBLE ?

Les conséquences du ralentissement marché du travail font l'objet d'un débat, notamment sur l'ampleur de la baisse à venir de la croissance économique.

En s'appuyant sur les travaux de William Beveridge, les économistes Olivier Blanchard, Alex Domash et Lawrence Summers⁴ montrent que la baisse du taux d'emplois vacants aux États-Unis, consécutive au ralentissement économique, devrait conduire, comme à l'accoutumé, à une augmentation du taux de chômage, ce qui devrait affecter négativement la consommation. La position actuelle du marché du travail américain le long de la Courbe de Beveridge (*en haut à gauche sur le graphique*) est le résultat d'une forte reprise de l'activité économique et d'un appariement moins efficace. Cela s'explique par une réallocation plus forte (*job-to-job*) ainsi que par des difficultés de recrutement. Cette situation impliquerait une forte augmentation du taux de chômage naturel par rapport à son niveau pré-Covid-19, et donc un marché du travail américain d'autant plus sous tension. Plus largement, l'histoire économique nous apprend qu'une baisse du taux d'emplois vacants a de fortes chances d'entraîner à la hausse le taux de chômage. Théoriquement, pour qu'une baisse du taux de vacances n'implique pas une hausse du taux de chômage, une baisse des réallocations et/ou une baisse des difficultés de recrutement est nécessaire. Or, la Fed ne dispose d'aucun levier sur ces paramètres. Si l'histoire est vouée à se répéter, la contraction de l'économie serait ainsi inévitable à mesure de la détérioration du marché du travail, dont le retournement pourrait être rapide et conséquent.

³ Laurence Ball, Daniel Leigh et Prachi Mishra, *Understanding U.S. Inflation During the COVID Era*, IMF Working Papers, octobre 2022.

⁴ Olivier Blanchard, Alex Domash, Lawrence H. Summers, *Bad news for the Fed from the Beveridge space*, Peterson Institute for International Economics (PIIE) Policy Brief, 22-7 juillet 2022.



« IS THIS TIME DIFFERENT? »

Les économistes de la Réserve fédérale (Fed) et des banques centrales régionales proposent toutefois une analyse plus optimiste, en soulignant la singularité de la situation actuelle. Selon Andrew Figura et Chris Waller⁵, la courbe de Beveridge est plus convexe qu'auparavant, ce qui implique qu'une forte baisse du taux d'emplois vacants n'entraînerait qu'une faible hausse du taux de chômage. Selon leurs calculs, une baisse du taux d'emplois vacants de 7% à 4,6% n'entraînerait qu'une hausse du taux de chômage d'un point. Par ailleurs, cette baisse laisserait une demande de travail relativement forte ce qui limiterait les licenciements. Historiquement, les licenciements sont importants lorsque la demande de travail est faible.

Les auteurs montrent également que les ouvertures de postes concernent principalement des travailleurs déjà en emploi⁶ (graphique 4) : leur suppression n'aurait donc qu'une conséquence limitée sur le taux de chômage. Considérons en effet qu'il existe deux types de postes vacants : ceux à destination de salariés sans emploi et ceux à destination de salariés en emploi. Or, cette répartition des emplois vacants a changé au cours de la décennie passée. Dans les années 2000, les ouvertures de postes étaient également réparties entre les deux catégories alors que depuis les années 2020, la proportion des postes à destination des actifs employés avait tendance à être plus importante. Dans ce contexte, la normalisation monétaire, en réduisant la demande de travail, conduirait principalement supprimer des postes à destination d'actifs déjà en emploi et la réduction de ces ouvertures de poste n'affecterait pas substantiellement le taux de chômage.

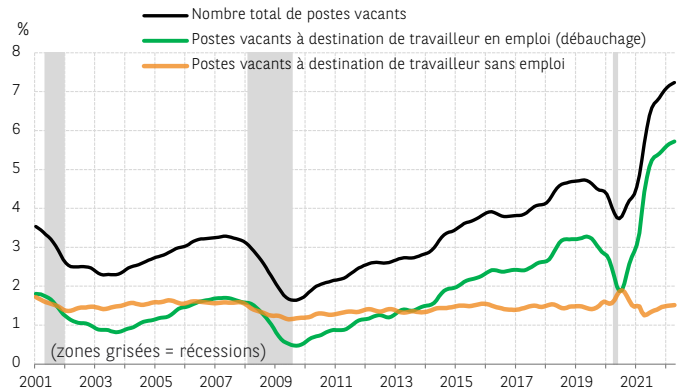
Si les deux argumentaires apportent des idées convaincantes quant aux conséquences du ralentissement du marché du travail sur l'activité économique, elles n'en restent pas moins hypothétiques. Quelles informations le marché du travail peut-il donner aujourd'hui sur l'entrée des États-Unis en récession ? Deux indicateurs, l'un coïncidant et l'autre avancé, permettent d'apprécier le risque récessif à travers l'évolution du marché du travail.

D'après Claudia Sahm⁷, une récession apparaît lorsque la moyenne mobile sur trois mois du taux de chômage augmente d'au moins un demi-point de pourcentage au-dessus de son minimum au cours des 12 derniers mois. Selon les dernières données disponibles (graphique 5), les États-Unis ne seraient donc pas en récession⁸. La principale limite de cette théorie est qu'elle n'a pas de pouvoir prédictif : elle indique de manière coïncidente l'entrée en récession.

En s'appuyant sur l'évolution du taux de chômage lissé, Thomas Mertens⁹ montre qu'une récession surgit lorsque la série a atteint son point le plus bas mais que son taux de variation augmente. Selon les conclusions de ses travaux, les États-Unis ne font pas non plus face à une récession imminente, bien que cela puisse changer au cours des mois à venir.

En résumé, si le marché du travail continue de ralentir progressivement, la récession pourrait être évitée mais la désinflation prendrait alors plus de temps, ce que la Fed ne verrait probablement pas d'un bon œil.

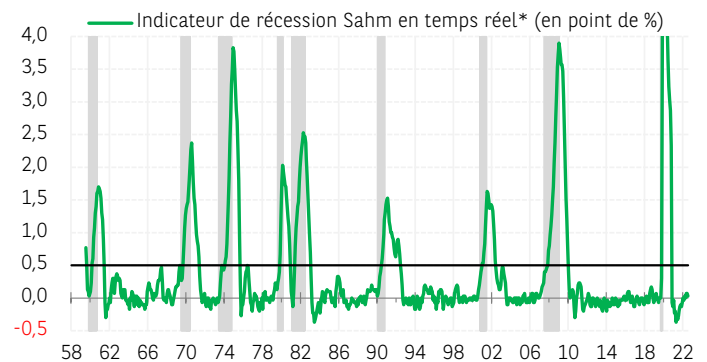
OFFRES D'EMPLOI POUR TRAVAILLEURS EN EMPLOI (DÉBAUCHAGE) ET SANS EMPLOI AUX ÉTATS-UNIS



GRAPHIQUE 4

SOURCES : TEXAS WORKFORCE COMMISSION, BLS, BNP PARIBAS

INDICATEUR DE RÉCESSION SAHM



* L'économie américaine entre en récession lorsque la moyenne mobile 3 mois du taux de chômage augmente d'au moins un demi-point de % au-dessus de son minimum au cours des 12 derniers mois.

GRAPHIQUE 5

SOURCES : RÉSERVE FÉDÉRALE DE ST. LOUIS, NBER, BNP PARIBAS

À l'inverse, une détérioration plus forte du marché du travail ferait plus certainement basculer l'économie américaine en récession. L'inflation s'en trouverait plus fortement ralentie et la Fed pourrait relâcher plus vite la pression sur les taux. Plus que jamais, le marché du travail sera déterminant pour la croissance et l'inflation en 2023.

Félix Berte

felix.berte@bnpparibas.com

⁵ Andrew Figura et Chris Waller, « What does the Beveridge curve tell us about the likelihood of a soft landing? », FEDS Notes, Juillet 2022.

⁶ Anton Cheremukhin, « Does employers' worker poaching explain the Beveridge curve's odd behavior? », Dallas Fed Economics, novembre 2022.

⁷ Claudia Sahm, « Direct Stimulus Payments to Individuals », Recession Ready: Fiscal Policies to Stabilize the American Economy, mai 2019.

⁸ Voir également : William De Vijlder, « États-Unis : créations d'emplois et taux de chômage », Ecweek, BNP Paribas, janvier 2023.

⁹ Thomas Mertens, « Recession Prediction on the Clock », Federal Reserve Bank of San Francisco (FRBSF) Economic Letter, Décembre 2022.

William De Vijlder
Chef économiste

+33 1 55 77 47 31

william.devijlder@bnpparibas.com

ÉCONOMIES DE L'OCDE ET STATISTIQUES

Hélène Baudchon
Responsable – Zone euro - Climat

+33 1 58 16 03 63

helene.baudchon@bnpparibas.com

Felix Berte
États-Unis, Royaume-Uni

+33 1 40 14 01 42

felix.berte@bnpparibas.com

Stéphane Colliac
France

+33 1 42 98 26 77

stephane.colliac@bnpparibas.com

Guillaume Derrien
Europe du Sud, Japon - Commerce international

+33 1 55 77 71 89

guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

Veary Bou, Tarik Rharrab
Statistiques

PROJECTIONS ÉCONOMIQUES, RELATIONS AVEC LE RÉSEAU FRANCE

Jean-Luc Proutat
Responsable

+33 1 58 16 73 32

jean-luc.proutat@bnpparibas.com

ÉCONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon
Responsable

+33 1 42 98 56 54

laurent.quignon@bnpparibas.com

Céline Choulet

+33 1 43 16 95 54

celine.choulet@bnpparibas.com

Thomas Humblot

+33 1 40 14 30 77

thomas.humblot@bnpparibas.com

Marianne Mueller

+33 1 40 14 48 11

marianne.mueller@bnpparibas.com

ÉCONOMIES ÉMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure
Responsable – Argentine, Turquie, méthodologie, modélisation

+33 1 42 98 79 82

francois.faure@bnpparibas.com

Christine Peltier
Adjointe – Grande Chine, Vietnam, méthodologie

+33 1 42 98 56 27

christine.peltier@bnpparibas.com

Stéphane Alby
Afrique francophone

+33 1 42 98 02 04

stephane.alby@bnpparibas.com

Pascal Devaux
Moyen-Orient, Balkans

+33 1 43 16 95 51

pascal.devaux@bnpparibas.com

Hélène Drouot
Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

+33 1 42 98 33 00

helene.drouot@bnpparibas.com

Perrine Guérin
Afrique du Sud, pays d'Afrique anglophones et lusophones

+33 1 42 98 43 86

perrine.guerin@bnpparibas.com

Salim Hammad
Amérique latine

+33 1 42 98 74 26

salim.hammad@bnpparibas.com

Cynthia Kalasopatan Antoine
Ukraine, Europe centrale

+33 1 53 31 59 32

cynthia.kalasopatanantoine@bnpparibas.com

Johanna Melka
Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan

+33 1 58 16 05 84

johanna.melka@bnpparibas.com

CONTACT MEDIA

Mickaelle Fils Marie-Luce

+33 1 42 98 48 59

mickaelle.filsmarie-luce@bnpparibas.com





CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou thématiques.



EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes.



PERSPECTIVES

Analyses et prévisions axées sur les économies développées.



ECOFASH

Un indicateur, un évènement économique majeur.



ECOWEEK

L'actualité économique, les récentes orientations, les indicateurs commentés, le calendrier, les prévisions.



ECOTV

Les interviews mensuels de nos économistes qui décryptent l'actualité économique.



ECOTV WEEK

Une vidéo sur les principaux sujets de la semaine.



EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique.

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'employé 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 engagés 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 Prudentiel 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 Prudentiel (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 Francfort, est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel 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.

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

ABONNEZ-VOUS SUR LE SITE ONGLET ABONNEMENT

[voir le site des études économiques](#)

ET

SUIVEZ-NOUS SUR LINKEDIN

voir la page [linkedin](#) des études économiques

OU TWITTER

voir la page [twitter](#) des études économiques



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 : www.group.bnpparibas.com - www.economic-research.bnpparibas.com

Directeur de la publication : Jean Lemierre / Rédacteur en chef : William De Vijlder



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change