



### Le marché du travail sera clé pour la normalisation de la politique de la BCE

La baisse du taux de chômage en zone euro est spectaculaire. Toutefois, le niveau de sous-emploi reste globalement encore élevé et la situation sur le marché du travail est très hétérogène selon les pays, ce qui fait qu'il est encore plus compliqué que d'ordinaire de savoir quand des pressions inflationnistes vont enfin se matérialiser. Les interrogations sur la mesure des excès d'offre sur le marché du travail seront clairement de plus en plus au cœur des débats sur le timing et sur le rythme du relèvement des taux BCE et seront donc à suivre avec une attention particulière.

Par Bastien Drut, Stratégiste Sénior chez CPR AM.

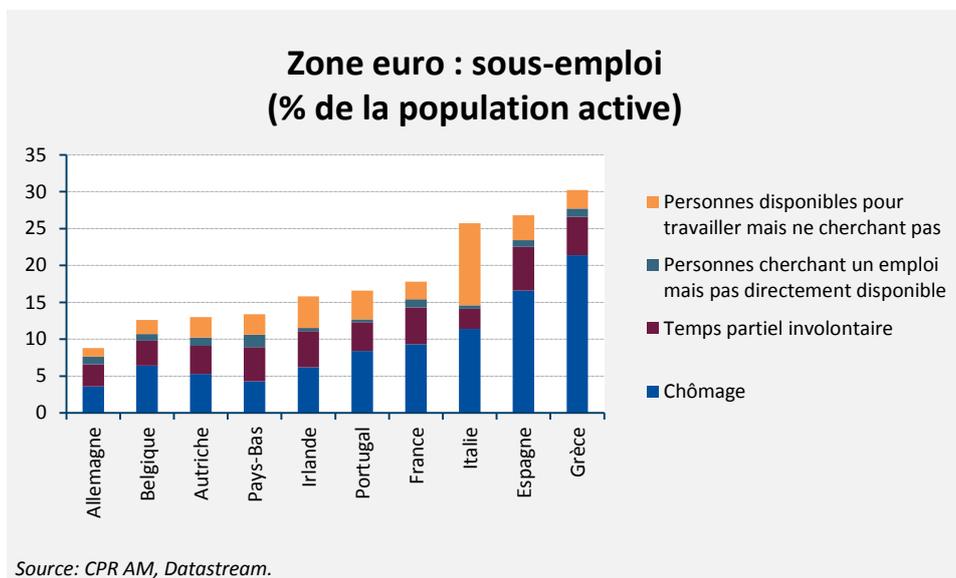
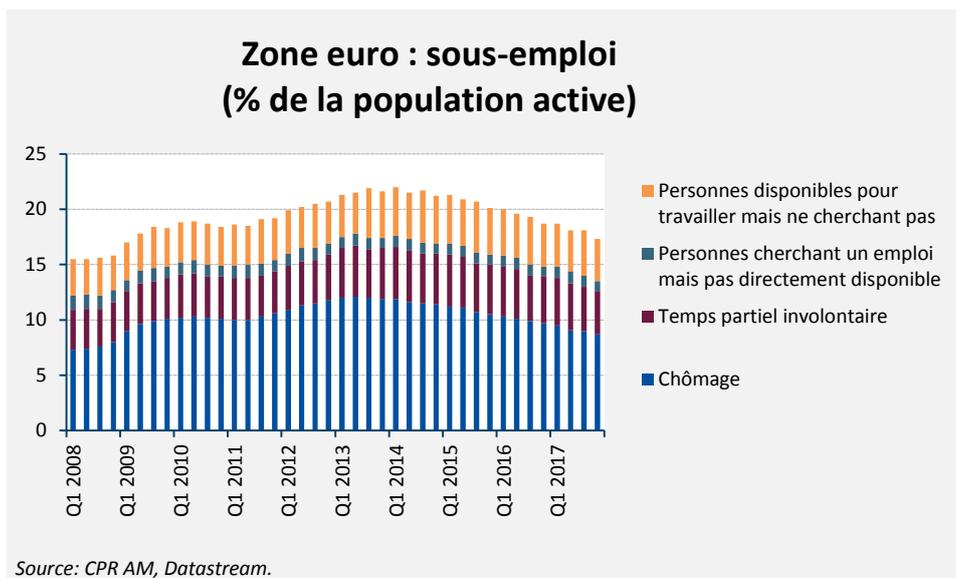
En mars, le conseil des gouverneurs de la Banque Centrale Européenne (BCE) a retiré son engagement à augmenter la taille et/ou la durée de son programme d'achats de titres en cas de détérioration des perspectives économiques. Il est désormais très probable que la BCE annonce l'arrêt de son « Quantitative Easing (QE) » dès cette année et l'attention va progressivement se tourner vers la normalisation de la politique de taux directeurs. Cependant, l'inflation sous-jacente reste relativement faible en dépit des bons chiffres d'activité et de l'amélioration constatée sur le marché du travail. Les débats au sujet de la courbe de Phillips, qui relie l'inflation au taux de chômage, sont repartis de plus belle et les membres du directoire de la BCE (Mario Draghi, Benoît Coeuré, Peter Praet) ont récemment multiplié les discours sur la quantification des capacités inutilisées et en particulier sur celle des excès d'offre sur le marché du travail (« *labour market slack* »).

**Il n'y a pas que le chômage !** Les membres de la BCE mentionnent désormais fréquemment un indicateur similaire au taux de chômage élargi, U6, calculé par le *Bureau of Labour Statistics* aux Etats-Unis, qui comprend d'autres formes de sous-utilisation de la main-d'œuvre que le taux de chômage :

- le travail à temps partiel involontaire (personnes travaillant à temps partiel alors qu'elles souhaiteraient travailler à temps plein) ;
- les personnes découragées (personnes disponibles pour travailler mais ne cherchant plus d'emploi car la perspective d'y parvenir leur paraît trop faible) ;
- les personnes cherchant du travail mais n'étant pas immédiatement disponibles.

Ce « U6 européen » a nettement baissé ces derniers trimestres, en passant de près de 22% de la population active en 2013 à un peu plus de 17% au T4 2017, et se situe au plus bas depuis 2009.

**Toutefois, la situation du marché du travail est très hétérogène en zone euro** : l'amélioration est notable pour la zone euro en agrégé mais le sous-emploi reste élevé dans certains pays comme l'Italie, l'Espagne ou la Grèce. En Italie, 11,1% de la population active se déclare disponible pour travailler mais ne cherche pas d'emploi, car jugeant la probabilité d'y parvenir trop faible ! C'est quasiment autant que le nombre de personnes en recherche active d'emploi. En Espagne, le travail à temps partiel involontaire représente 5,9% de la population. En Grèce, le taux de chômage a baissé de 7 points de pourcentage depuis la mi-2013 mais se situe encore au-dessus de 20%. En revanche, le taux de chômage de l'Allemagne atteint régulièrement de nouveaux plus bas historiques (3,5% en février selon les chiffres d'Eurostat).



Le taux de chômage de la zone euro baisse rapidement (8,5% en février) et est proche de passer sous le NAWRU (taux de chômage en deçà duquel les salaires accélèrent) estimé par la Commission Européenne (8,4%). **Mais dans une situation aussi hétérogène et avec un niveau de sous-emploi globalement encore élevé, il est encore plus compliqué que d'ordinaire de savoir quand des**

**pressions inflationnistes vont enfin se matérialiser en zone euro...** En conséquence, la BCE va probablement s'installer dans une période de « data – dépendance », comme cela avait été le cas de la Réserve Fédérale (FED) en 2015, et va probablement adopter une position plus attentiste focalisée sur les chiffres publiés (inflation sous-jacente, marché du travail, salaires). La FED avait attendu un an après la fin de ses achats de titres pour relever le taux de ses *fed funds*, en décembre 2015, en justifiant la première hausse de taux en une décennie par le fait que « *la sous-utilisation des capacités de travail avait diminué de façon appréciable.* » Le taux de chômage aux Etats-Unis était alors très proche du taux de chômage de long terme estimé par les membres du FOMC. A ce propos, il est remarquable que les économistes de la BCE estiment que le taux de chômage en zone euro atteindra 7,7% en 2019 et 7,2% en 2020... et donc que le potentiel de résorption des excès de capacité est significatif.

**Ces interrogations sur la mesure des excès de capacités seront clairement de plus en plus au cœur des débats sur le timing et sur le rythme du relèvement des taux de la BCE et seront donc à suivre avec une attention particulière.**

*Achevé de rédiger – Avril 2018*

#### Information :

Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de CPR AM sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Les informations contenues dans ce document n'ont aucune valeur contractuelle et n'engagent pas la responsabilité de CPR AM. Elles sont basées sur des sources que nous considérons fiables, mais nous ne garantissons pas qu'elles soient exactes, complètes, valides ou à propos, et elles ne doivent pas être considérées comme telles à quelque fin que ce soit. Les informations contenues dans ce document n'ont aucune valeur contractuelle. Cette publication ne peut être reproduite, en totalité ou en partie, ou communiquée à des tiers sans l'autorisation préalable de CPR AM. Sous réserve du respect de ses obligations, CPR AM ne pourra être tenu responsable des conséquences financières ou de quelque nature que ce soit résultant de l'investissement. L'ensemble de la documentation réglementaire est disponible en français sur le site [www.cpram.fr](http://www.cpram.fr) ou sur simple demande au siège social de la société de gestion. Les performances passées ne sont pas constantes dans le temps et ne sont donc pas un indicateur fiable des performances futures.

#### A propos de CPR Asset Management :

CPR AM est une société spécialisée en gestion, agréée AMF, filiale autonome à 100% d'Amundi. CPR AM se consacre exclusivement au métier de la gestion pour compte de tiers (institutionnels, entreprises, assurances, banques privées, gérants de fonds et professionnels du patrimoine). CPR AM couvre les principales classes d'actifs (actions, convertibles, diversifiés, taux et crédit).

CPR AM en chiffres (fin décembre 2017)

- Plus de 46 milliards d'actifs gérés
- Plus de 100 collaborateurs dont plus d'un tiers dédié à la gestion

**CPR Asset Management**, Société anonyme au capital de 53 445 705 € - Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 01-056 - 90 boulevard Pasteur, 75015 Paris - France – 399 392 141 RCS Paris.

