

# Le puzzle du marché du travail américain

## Des caractéristiques à la fois de début et de fin de cycle



*Par Bastien Drut, Responsable de la Macro Stratégie Thématique chez CPR AM*

**Les rapports sur l'emploi des mois d'avril et de mai ont déçu, avec des créations d'emplois bien en deçà des attentes, un taux de chômage qui baisse lentement et un taux de participation qui ne rebondit pas. Cela tendrait à faire penser que le marché du travail américain est dans une configuration typique des débuts de cycle économique. Cependant, d'autres indicateurs sont eux cohérents avec une configuration de fin de cycle, ce qui rend la lecture de ces rapports bien plus compliquée que d'ordinaire.**

### Des créations d'emploi qui ont déçu en avril et mai

En faisant l'hypothèse que les statistiques ne sont pas biaisées (nous verrons en fin de texte que certaines questions peuvent se poser), les créations d'emplois ont déçu en avril et mai (respectivement 278 000 et 559 000 emplois non-agricoles), en sortant nettement en dessous des attentes (près de 1 million en avril et 650 000 en mai). Le taux de chômage n'a que légèrement baissé, à 5,8% de la population active en mai (et même 8% si on réincorporait les 3,5 millions de personnes sorties de la population active depuis février 2020). Intuitivement, le fait que les demandeurs d'emplois soient aussi nombreux fait penser aux phases post-récession.

*Voir Annexes – Graphiques 1 & 2*

L'un des points frappants au sujet du marché du travail américain est que le nombre de personnes dans la population active reste inférieur de 3,5 millions par rapport à février 2020. Un tiers d'entre eux concerne les plus de 55 ans, ce que l'on peut expliquer par des départs à la retraite anticipés (retrait définitif du marché du travail) ou par une crainte du covid, cette catégorie d'âge étant plus menacée que les autres. Outre cette classe d'âge, c'est pour les 25-34 ans que le taux de participation a le moins rebondi, probablement à cause des problèmes de garde d'enfants. En tout cas, il est vraiment indispensable de regarder le taux de participation classe d'âge par classe d'âge car le taux de participation calculé par le BLS a de moins en moins de sens (voir encadré).

*Voir Annexes – Graphiques 3 & 4*

### le taux de participation calculé par le BLS n'a plus de sens

Chaque mois, l'une des variables les plus commentées du rapport sur l'emploi est le taux de participation, qui est le ratio de la population active sur la population totale. Le « hic » est que pour la population totale, le BLS considère la population de 16 ans et plus, sans limite supérieure or le vieillissement de la population fait que la population en âge de travailler (15 à 64 ans dans les statistiques d'Eurostat ou de l'OCDE) a atteint un pic ces derniers trimestres et se met à baisser alors même que la population de 16 ans et plus continue d'augmenter rapidement.

*Voir Annexes – Graphiques 5 & 6*

Ainsi, le taux de participation publié par le BLS, qui stagne depuis des mois, n'était pas non plus remonté sur la période 2015-2019 alors que les conditions sur le marché du travail s'étaient nettement améliorées. Au contraire, un taux de participation calculé à partir de la population en âge de travailler était bien cohérent avec une telle amélioration sur la période et remonte bien graduellement sur l'année écoulée.

Enfin, même si les créations d'emplois ont été inférieures aux attentes, il est important de noter que leur rythme a été malgré tout robuste depuis la réouverture de février (fort assouplissement des restrictions sanitaires, en particulier dans les Etats républicains), avec une moyenne de 539 000 par mois pour la période allant de février à mai. En restant sur ce rythme, l'emploi retrouverait son niveau de février 2020 vers l'été 2022.

*Voir Annexes – Graphique 7*

### Mais d'autres indicateurs, eux, sont caractéristiques des périodes de fin de cycle

Cela peut paraître paradoxal en période de chômage élevé mais ces dernières semaines, les articles de presse ont surtout fait état ... de difficultés de recrutement expérimentées par les entreprises. En réalité, l'offre de travail observable aujourd'hui est cohérente avec une période de fin de cycle et cela se comprend bien : dans un certain nombre de secteurs, la pandémie a été gérée de manière assez fluide avec la mise en place du télétravail ou de protocoles sanitaires. Jerome Powell lui-même avait souligné cette « adaptation » lors du FOMC de janvier. En mai, 48% de PME indiquaient qu'elles avaient des offres d'emplois non pourvues, la proportion la plus élevée depuis la création de cette enquête en 1975, alors qu'elle est généralement très basse en début de cycle.

*Voir Annexes – Graphique 8*

Un autre indicateur allant dans ce sens est le nombre de postes ouverts : celui-ci a atteint 9,3 millions en avril, soit le plus haut niveau jamais observé et de loin, ce qui fait que le nombre de chômeurs par poste ouvert est déjà proche de 1, généralement observés en fin de cycle. Cette configuration est habituellement associée à des tensions salariales : d'ailleurs, le salaire moyen horaire a augmenté de 0,8% en avril puis 0,5% en mai, c'est-à-dire à un rythme non observé depuis le début des années 1980. Il existe évidemment des disparités entre secteurs ou entre zones géographiques mais la tendance est clairement à la baisse du ratio chômeur sur poste ouvert. A l'exception du secteur minier, ce ratio est nettement en dessous de 2 et a très fortement baissé ces derniers mois. Pour certains secteurs, c'est un peu comme si on reprenait le cycle là où il s'était arrêté à cause du covid.

De manière générale, la coïncidence d'une forte demande de travail et d'un chômage élevé peut s'expliquer par un déséquilibre entre les compétences des demandeurs d'emploi et celles qui sont recherchées par les entreprises (« *skills mismatch* »). Ce problème existait déjà avant la crise covid et n'a pas disparu avec elle mais il se superpose à des ajustements spécifiques à celle-ci (changement de

parcours, changement de secteur, changement de lieu de résidence, etc). Un peu de temps pourrait être nécessaire afin que l'offre et la demande de travail se rencontrent<sup>1</sup>, d'autant plus que les allocations chômage sont nettement plus généreuses que d'ordinaire (jusque début septembre pour les Etats, en majorité démocrates, qui ne les ont pas suspendues).

*Voir Annexes – Graphiques 9 & 10*

### Les statistiques perturbées par la crise ?

Pour la deuxième fois d'affilée, les créations d'emplois dans le secteur privé annoncées par le rapport sur l'emploi ont été très en deçà de celles annoncées par le rapport ADP : 219 000 pour le *job report* en avril contre 654 000 pour le rapport ADP et 492 000 pour le *job report* en mai contre 978 000 pour le rapport ADP (écart de 0,9 million sur l'ensemble des deux mois). Les différences sont énormes et ont de quoi surprendre (pour rappel, le chiffre communiqué par le rapport ADP provient des données provenant des feuilles de paie d'environ un cinquième des employés du secteur privé). Par ailleurs, le nombre total de personnes à l'assurance chômage (tous programmes confondus) a baissé de 2,8 millions entre la semaine du 13 mars et la semaine du 15 mai (les semaines comprenant le 12 du mois sont prises en compte pour le *job report*) alors que le nombre de chômeurs n'a baissé que de 0,4 million sur l'ensemble des mois d'avril et de mai pour le *job report* (0,8 million si on considère le sous-emploi U6). Là aussi, les différences sont très importantes.

**L'une des sources de perturbation des statistiques du *job report* a trait à la désaisonnalisation.** En effet, un certain nombre de facteurs saisonniers relatifs aux secteurs de l'éducation, de l'hôtellerie restauration et des loisirs ne se sont pas réalisés à la même période que les années précédentes en raison des restrictions sanitaires. En conséquence, l'application des méthodes de désaisonnalisation introduit mécaniquement des biais dans les chiffres publiés dans le *job report* : les mois d'avril et de mai sont, avec le mois d'octobre, ceux pour lesquels les créations d'emplois non-désaisonnalisées sont habituellement les plus fortes, et le traitement statistique a pu mener à une sous-estimation des créations d'emplois sur ces mois.

*Voir Annexes – Graphique 11*

**La situation du marché du travail américain est atypique car elle possède à la fois des caractéristiques de début et de fin de cycle économique. Certains secteurs se sont très bien adaptés à la pandémie tandis que d'autres sont encore sinistrés. S'il est tout à fait compréhensible que**

<sup>1</sup> Voir sur le sujet la note « US labor market heated up in May as jobs grew and wages soared » du Peterson Institute, 2 juin 2021.

la Fed ait adopté une politique monétaire très accommodante dans un premier temps, notamment avec la très forte hausse du taux de chômage, maintenir le même cap va devenir de plus en plus difficile car le marché du travail devient tendu çà et là.

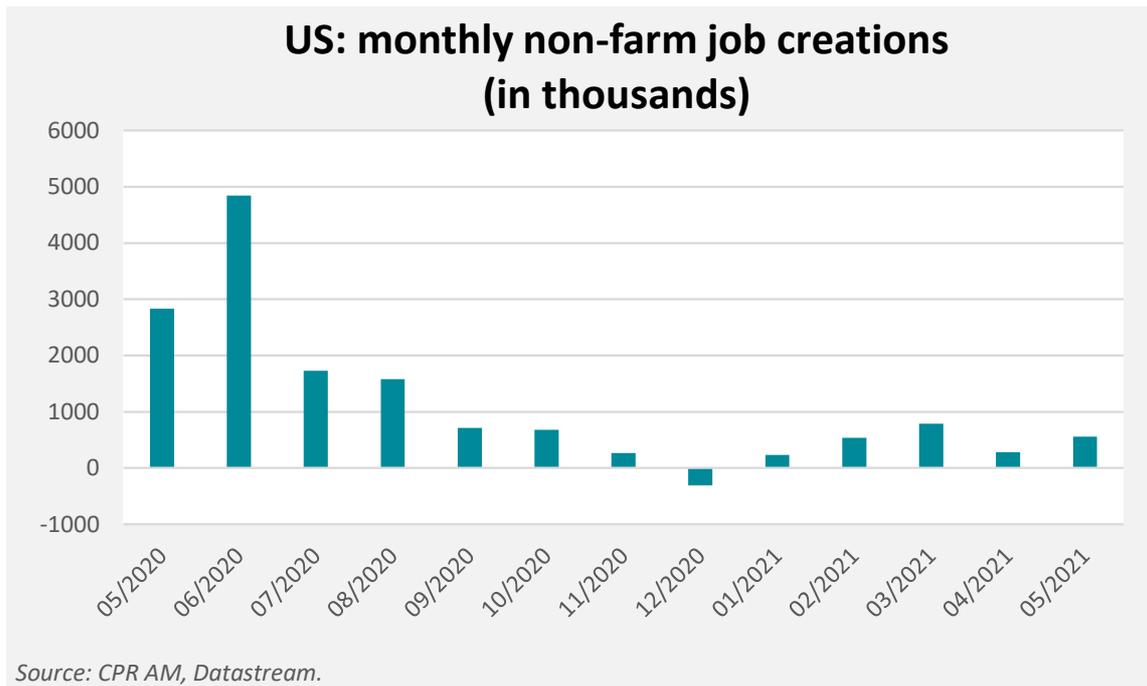
des achats d'actifs. C'est sur ces sujets que Jerome Powell sera cuisiné lors des conférences de presse des FOMC du 16 juin et du 28 juillet (avec une annonce du « tapering » lors de la conférence de Jackson Hole du 26 au 28 août ?).

In fine, les évolutions de salaire seront probablement le juge de paix, qui pourrait pousser à une fin plus rapide

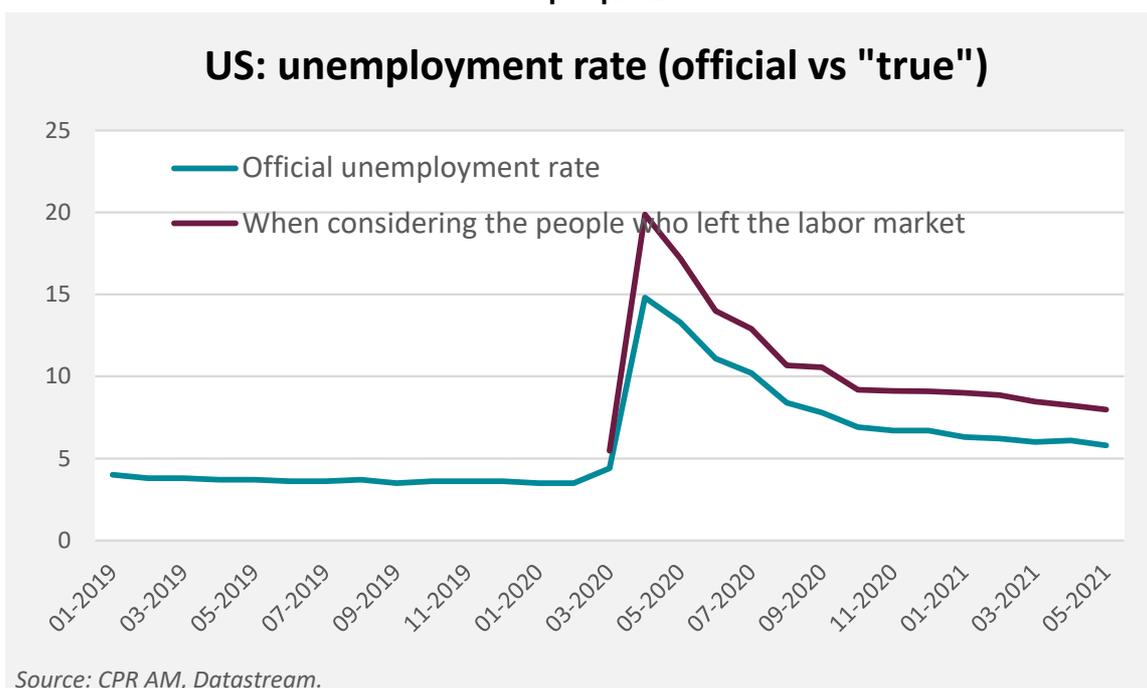
Publié le 10 juin 2021

## Annexes

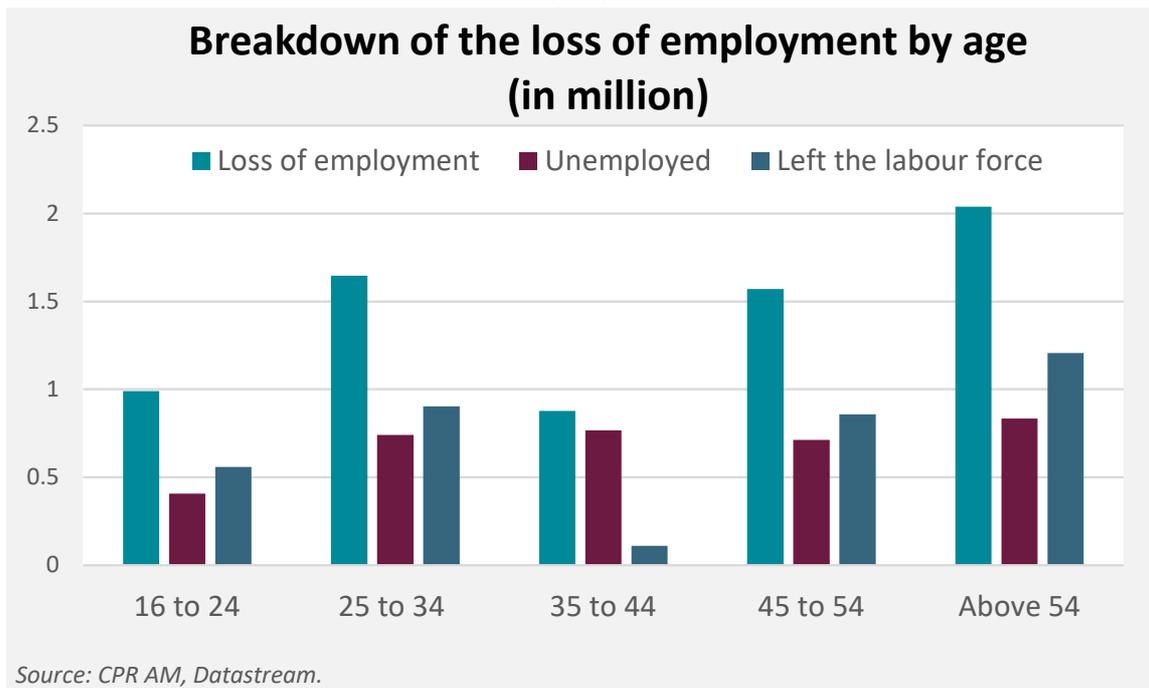
Graphique 1



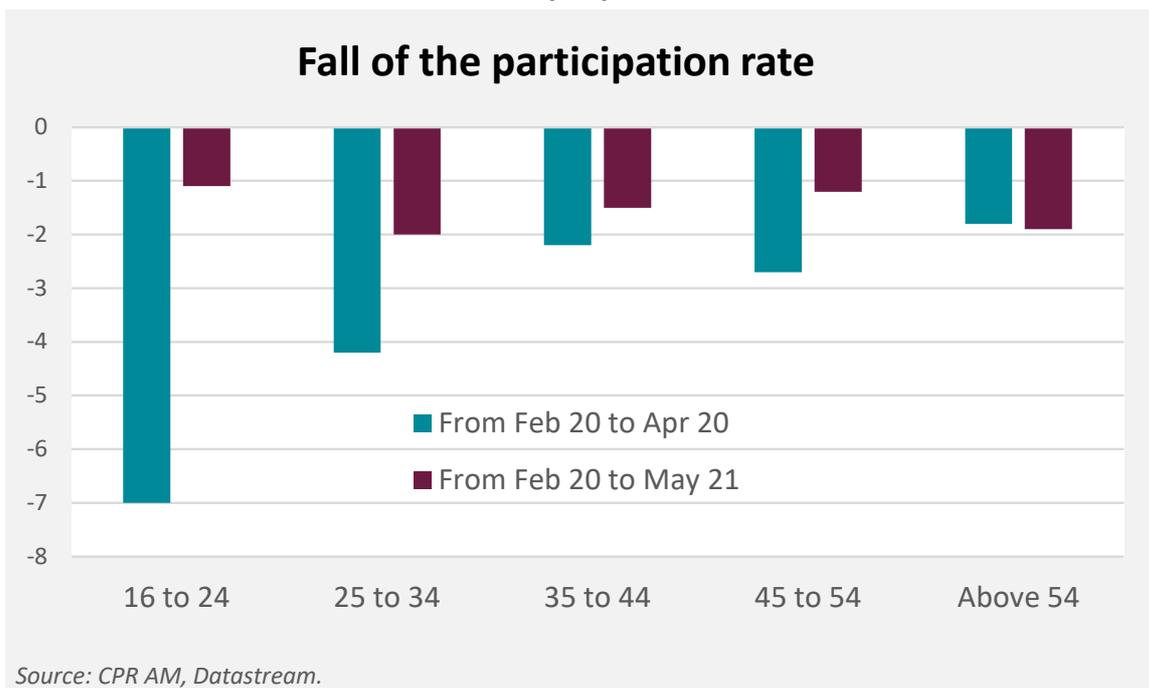
Graphique 2



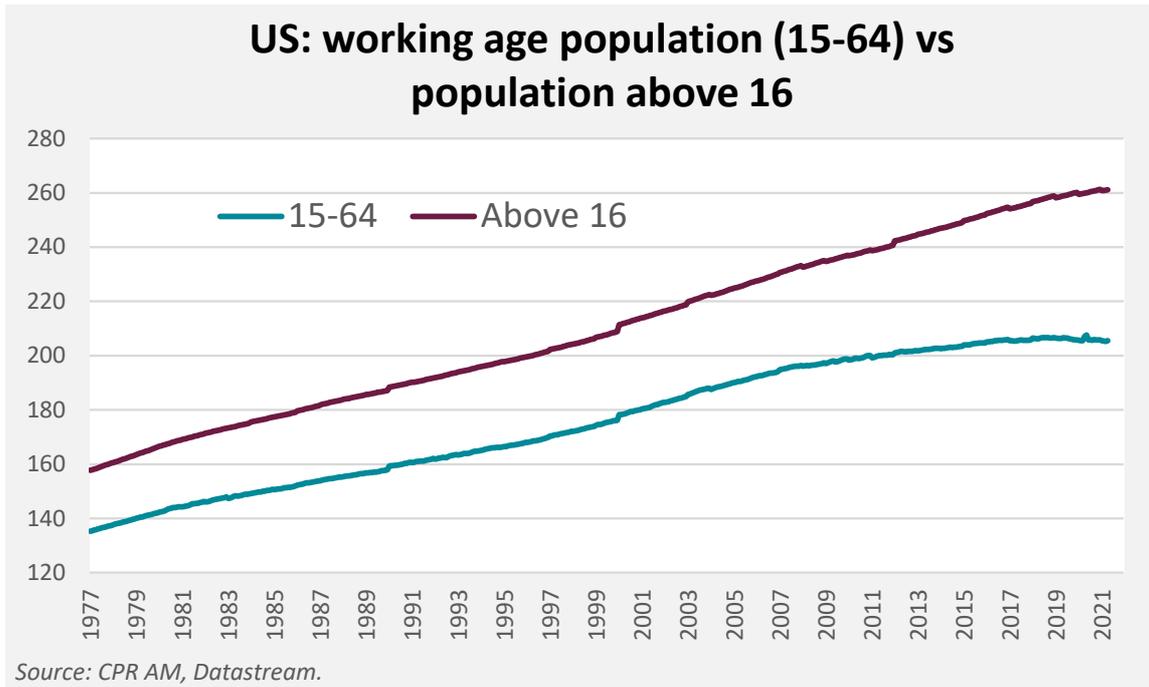
Graphique 3



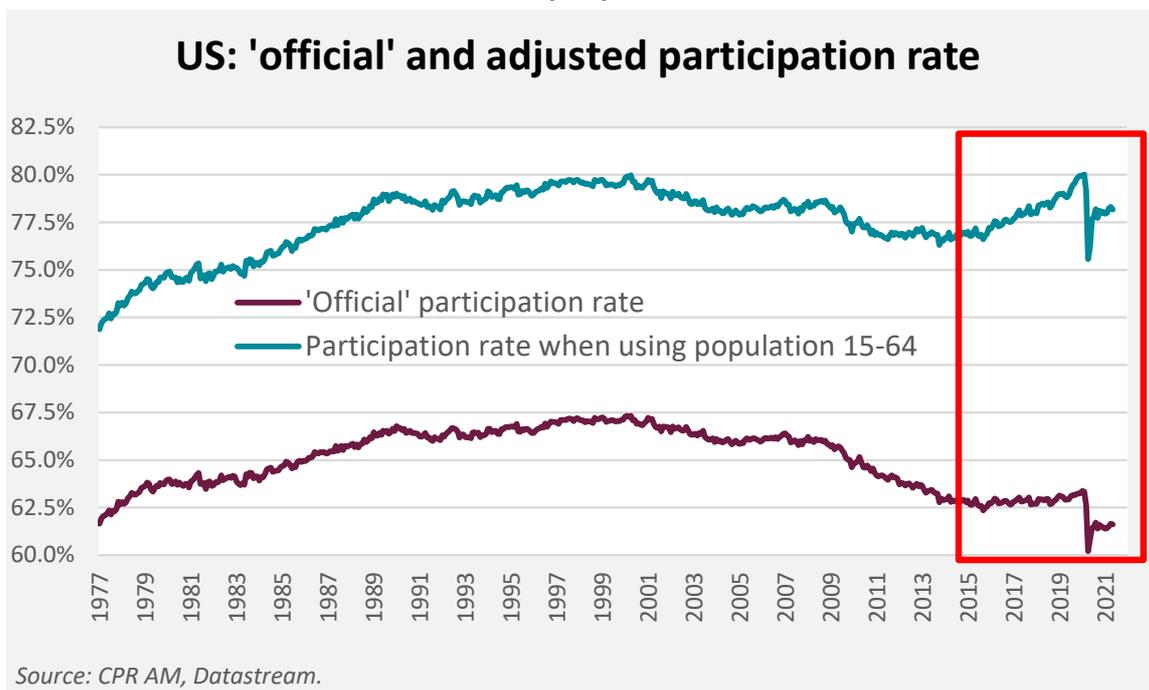
Graphique 4



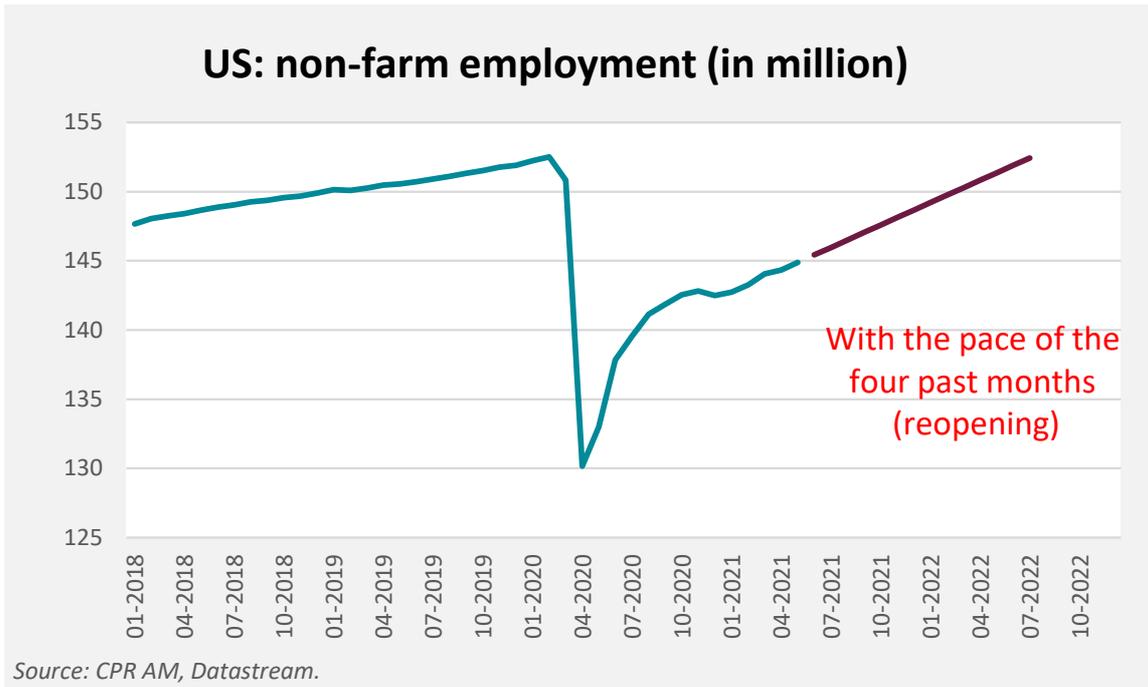
Graphique 5



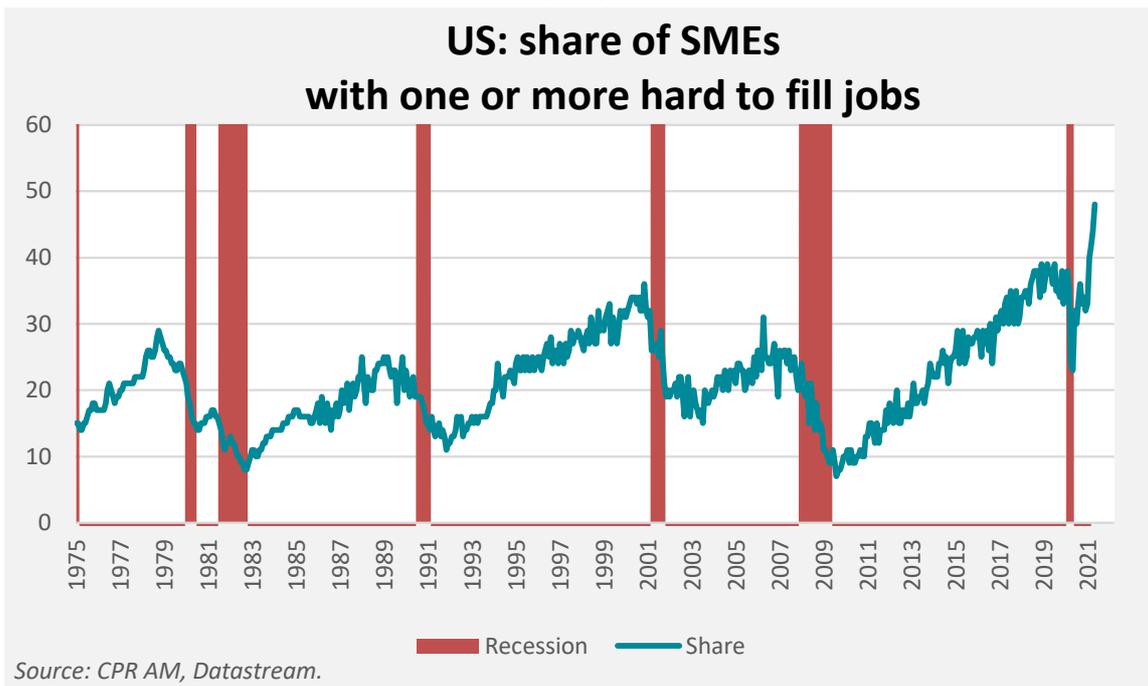
Graphique 6



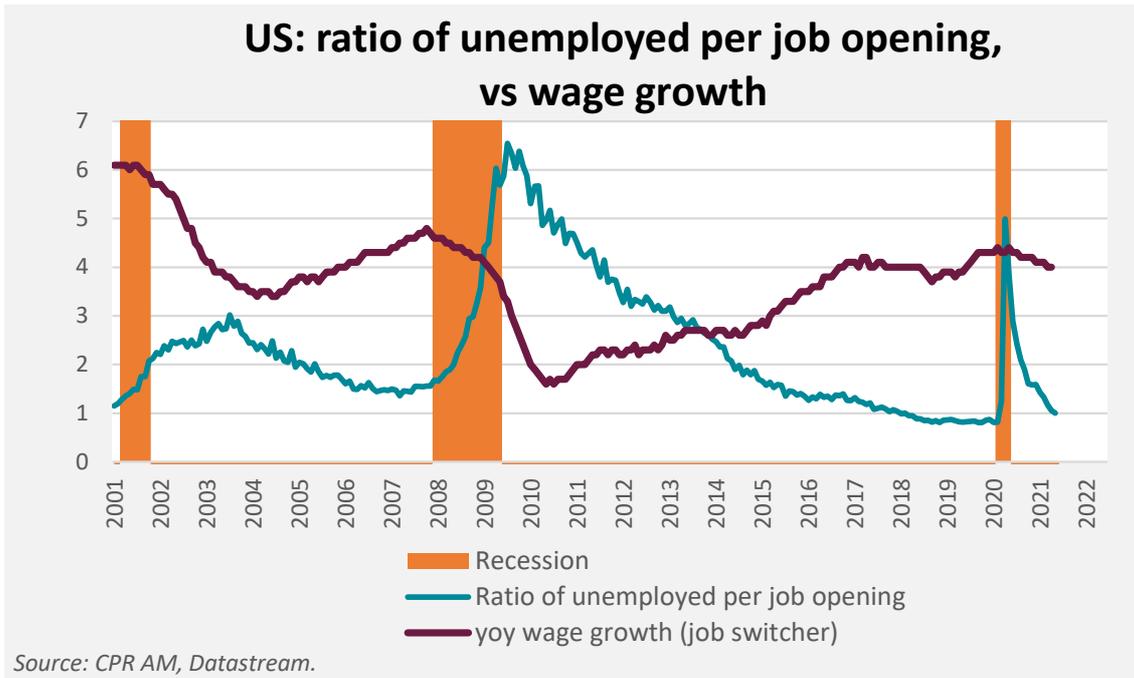
Graphique 7



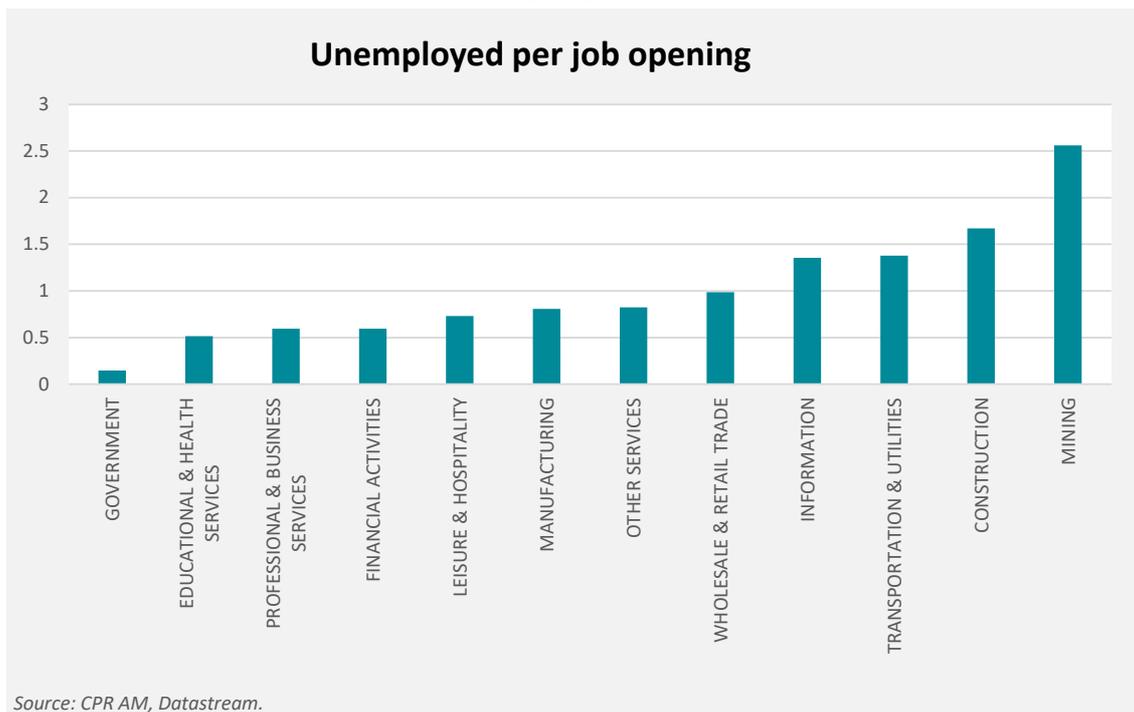
Graphique 8



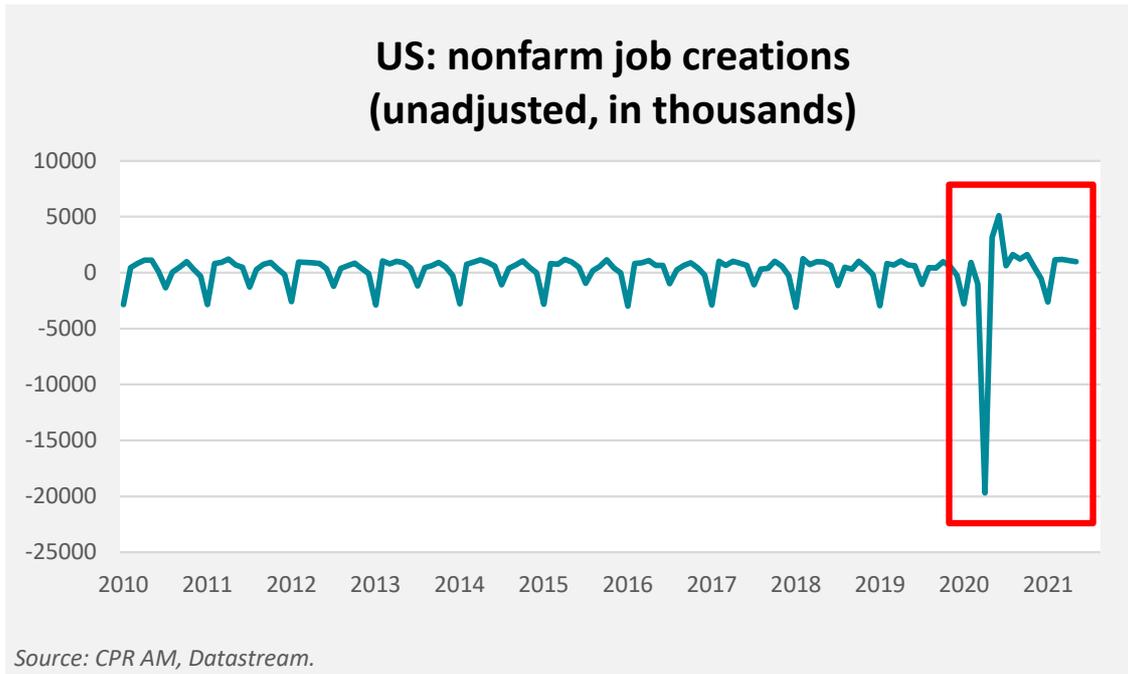
Graphique 9



Graphique 10



Graphique 11

**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.

**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.


[cpr-am.com](http://cpr-am.com)

[@CPR\\_AM](https://twitter.com/CPR_AM)

[cpr-asset-management](https://www.linkedin.com/company/cpr-asset-management)