

**Vue
d'ensemble**

Page 4

Mauvaise semaine pour la zone euro**Focus 1****Zone euro : les conditions du marché du travail continuent de se dégrader**

Page 5

Sur le plan historique, il existe une corrélation inverse très nette entre l'évolution du chômage et celle de la production : plus la croissance économique est rapide, plus le taux de chômage chute fortement. Ce rapport s'est encore resserré au cours des dernières décennies, grâce, dans une certaine mesure, aux réformes du marché du travail mises en place depuis les années 1990. Au cours des prochains mois, les conditions du marché du travail devraient continuer de se dégrader, ce qui, combiné à une reprise fragile, devrait limiter les pressions inflationnistes pour les mois à venir. La BCE présentera ses nouvelles prévisions d'inflation lors de la réunion du conseil des gouverneurs de la semaine prochaine. Les chiffres annoncés devraient rester bien en deçà de la barre des 2% pour 2010 et 2011. Dans un tel contexte, le taux refi devrait demeurer inchangé à 1% jusqu'en 2011.

Focus 2**Etats-Unis : politique monétaire : une normalisation, pas un durcissement**

Page 8

En février, la Réserve fédérale a commencé à normaliser sa politique monétaire, en mettant un terme à divers programmes de fourniture de liquidités et en relevant le taux d'escompte de 25pb. Ces modifications sont adoptées à des fins de normalisation de la politique monétaire, et non pas en vue de la durcir. Le FOMC réaffirme que les conditions économiques justifieront probablement des niveaux exceptionnellement bas de taux des Fed funds pendant une période prolongée, un message cohérent avec ses projections prudentes en matière de chômage et d'inflation. Le FOMC ne devrait pas chercher à relever le taux des Fed funds en 2010.

Données et enquêtes publiées récemment et à paraître

Page 11

Editorial**Marché du travail américain : un goût d'Europe ?**

Le ralentissement du déstockage et les mesures de soutien public à l'activité ont permis un vif rebond de la croissance américaine au deuxième semestre 2009, les indicateurs conjoncturels, comme l'ISM manufacturier, indiquent une activité soutenue début 2010. Pour autant, le rythme de croissance attendu ultérieurement devrait se trouver modéré par la poursuite du désendettement des ménages qui doivent réajuster leur dette à un niveau de richesse plus bas, tandis que les effets de la fin du déstockage, des mesures de stimulation budgétaire et de dispositions exceptionnelles, mises en place par la Fed pour soutenir le marché immobilier, sont appelés à s'essouffler. On sait que la récession de 2008-2009, par sa profondeur et sa durée, va avoir des conséquences durables sur la croissance potentielle. Le retour au PIB potentiel prendra du temps.

Philippe d'Arvisenet

(suite page 2)



Editorial (suite)

Marché du travail américain : un goût d'Europe ?

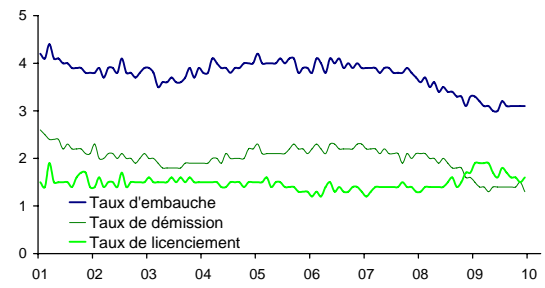
Les pertes d'emplois ont connu une nette modération dans les derniers mois. Des signes de retour à la création d'emplois apparaissent (recours accru aux heures supplémentaires et au travail intérimaire). Enfin, l'embauche massive, mais temporaire, d'agents publics d'ici à la mi-2010 permet d'anticiper une embellie sur le marché du travail. Cela n'interdit pas de s'interroger sur les tendances de fond susceptibles de marquer durablement le fonctionnement du marché du travail.

On a constaté durant la crise un ajustement très agressif des effectifs à la baisse de l'activité, moins du fait des licenciements ou plus généralement des pertes d'emplois (la hausse des licenciements a été en partie compensée par un recul des démissions) que du fait de la chute des embauches (Graphique 1). L'ajustement des effectifs a été nettement plus violent aux Etats-Unis que dans la zone euro, qui a pourtant connu une récession plus profonde (rappelons que le recul du PIB en 2009 a été en moyenne annuelle de 2,5% aux Etats-Unis mais de 4% dans la zone euro) (Graphiques 2 et 3). L'ajustement opéré aux Etats-Unis qui a débouché sur un rebond impressionnant des gains de productivité (5,1% en glissement annuel), joint à la modération de la hausse des rémunérations, a conduit à un net repli des coûts unitaires du travail (-2,8% en glissement annuel). Cette évolution, difficilement extrapolable, plaide pour un redressement des créations d'emplois plus marqué et surtout plus rapide qu'en Europe.

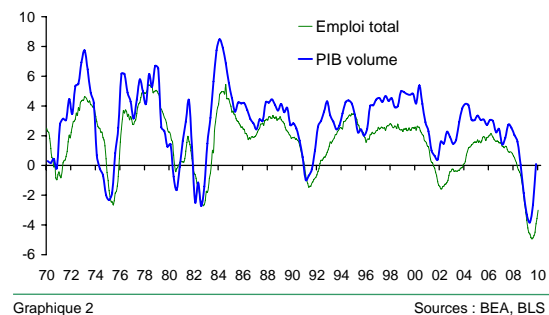
Dans les dernières années, la relation de long terme entre le chômage et la croissance (relation d'OKUN) a subi une modification qui permet d'attendre un recul du taux de chômage pour un rythme donné de la croissance plus marqué que par le passé.

La relation d'OKUN relie l'évolution du taux de chômage à l'écart entre croissance et croissance potentielle. Une croissance s'écartant d'un point du taux de croissance potentielle était associée à un recul du taux de chômage de 0,4 point environ. Or, on a constaté en 2008 et 2009 que le taux de chômage a augmenté de 4,6 points (sur la base des moyennes annuelles) alors que le cumul des écarts entre croissance et croissance potentielle a été de 6 points. Sur la base de la relation d'OKUN calculée sur la période 1952-2000, la progression du taux de chômage aurait dû se limiter à 2,5 points, ce qui suggère l'existence d'une rupture dans cette relation de long terme. Sur cette même base et dans l'hypothèse d'une croissance potentielle de 2 points et d'une croissance effective qui s'inscrirait à 4% (une hypothèse extrêmement optimiste), le taux de chômage actuel de 10% ne reviendrait pas à un niveau comparable à celui observé avant la crise avant six ou sept ans.

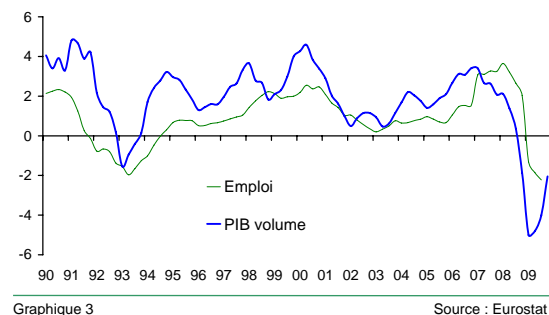
Etats-Unis: indicateurs du chômage
(en % de l'emploi, CVS)



Etats-Unis: croissance du PIB et de l'emploi
(glissement annuel, %)



Zone euro: croissance du PIB et de l'emploi
(glissement annuel, %)



L'estimation des coefficients de la relation d'OKUN paraît aujourd'hui trop pessimiste. En les calculant sur une période débutant en 1999 (et non pas au début des années 1950), le coefficient reliant l'évolution du chômage à la croissance se trouve relevé de moitié. Dans les hypothèses supra, le retour du taux de chômage à 4,6% pourrait être observé au milieu de la décennie.

Il convient, toutefois, de tenir compte du fait que le taux d'activité (*participation rate*), ratio de la population active à la population en âge de travailler s'est contracté (Graphique 4). Une partie de cette évolution est réversible, les salariés qui ont cessé d'être actifs (employés ou à la recherche d'un emploi) vont revenir sur le marché du travail avec l'embellie attendue, ce qui est de nature à freiner la baisse du taux de chômage.

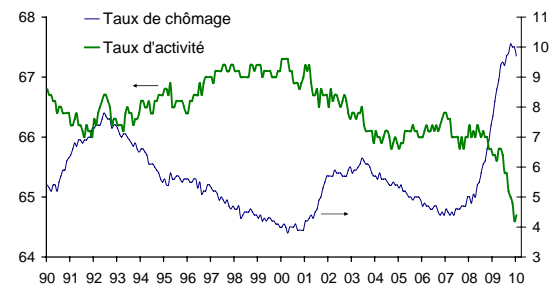
Une convergence avec l'Europe ?

La poussée du taux de chômage en 2008 et 2009 dépend à la fois de l'augmentation des entrées au chômage et de l'allongement de la durée du chômage, laquelle a atteint des niveaux historiques, bien au-dessus de ce que l'on a pu constater à la suite du deuxième choc pétrolier (Graphique 5). Cela pèse sur la croissance potentielle (obsolescence du capital humain, aversion à l'embauche des salariés ayant fait l'expérience d'un chômage de longue durée). L'allongement des périodes de chômage est à l'origine du phénomène d'hystérèse, c'est-à-dire la transformation d'une partie du chômage courant en chômage structurel et du relèvement corrélatif du NAIRU (taux de chômage compatible avec la stabilité de l'inflation).

On note, à cet égard, une amorce de modification de la courbe de Phillips qui relie l'évolution des salaires (ou de l'inflation) au taux de chômage (Graphique 6)¹. Si cette évolution devait se confirmer, cela n'irait pas sans conséquences pour la politique monétaire qui devrait se montrer plus rapidement restrictive dès lors que la baisse du taux de chômage serait amorcée.

Philippe d'Arvisenet

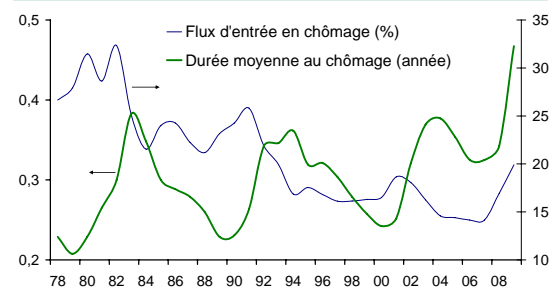
Etats-Unis: taux d'activité et taux de chômage



Graphique 4

Source : BLS

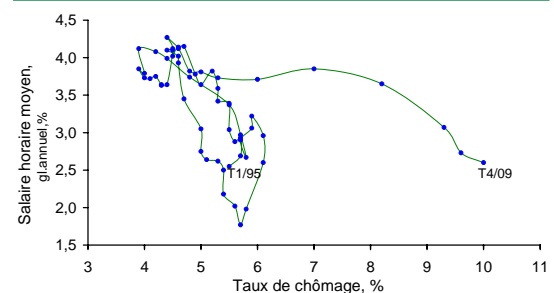
Etats-Unis: indicateurs du chômage



Graphique 5

Source : BLS

Etats-Unis: salaire et chômage depuis 1995



Graphique 6

Source : BLS

¹ Cette évolution remet en question l'idée selon laquelle les salaires seraient plus sensibles au taux de chômage dans les zones extrêmes de la distribution du taux de chômage, cf. P. d'Arvisenet « inflation et déflation » dans « Conjoncture, Taux, Change », mai-juin 2009.

Focus 1

Zone euro : le marché du travail continue de se dégrader

- Sur le plan historique, il existe une corrélation inverse très nette entre l'évolution du chômage et celle de la production : plus la croissance économique est rapide, plus le taux de chômage chute fortement.
- Cette relation rapport s'est encore resserrée au cours des dernières décennies, grâce, dans une certaine mesure, aux réformes du marché du travail mises en place depuis les années 1990.
- Au cours des prochains mois, les conditions du marché du travail devraient continuer de se dégrader, ce qui, combiné à une reprise fragile, devrait limiter les pressions inflationnistes pour les mois à venir.
- La BCE présentera ses nouvelles prévisions d'inflation lors de la réunion du conseil des gouverneurs de la semaine prochaine. Les chiffres annoncés devraient rester bien en deçà de la barre des 2% pour 2010 et 2011. Dans un tel contexte, le taux refi devrait demeurer inchangé à 1% jusqu'en 2011.

Depuis le lancement de l'euro, les conditions sur le marché du travail se sont constamment améliorées jusqu'au printemps 2008. Les réformes mises en place au cours des dernières décennies ont fortement encouragé l'emploi, les entreprises recourant davantage au temps partiel et aux contrats à durée déterminée.

L'arrivée des perturbations financières et la chute libre de l'activité à la fin de 2008 ont totalement inversé cette tendance. L'emploi se contracte depuis le troisième trimestre 2008 ; d'après les dernières données disponibles, il aurait alors reculé de 0,5% en glissement trimestriel, pour continuer de baisser, selon les résultats des enquêtes, au dernier trimestre 2009 et durant les premiers mois de 2010, accroissant ainsi davantage le taux de chômage.

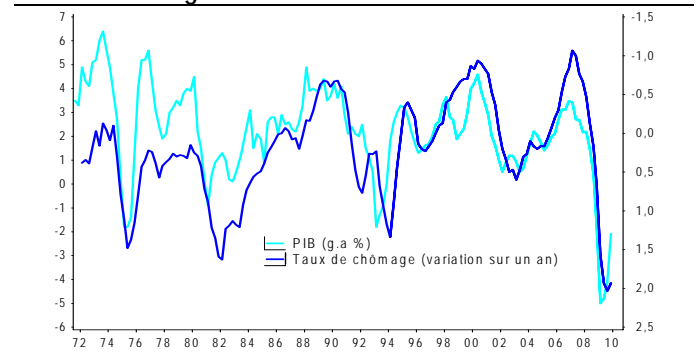
Corrélation entre croissance et chômage

Sur le plan historique, il existe une corrélation inverse très nette entre l'évolution du chômage et celle de la production : plus la croissance économique est rapide, plus le taux de chômage chute fortement. Dans la théorie économique, cette relation est appelée « loi d'Okun ». Le graphique 1, qui décrit les variations annuelles du taux de chômage et de la croissance du PIB, semble montrer que cette corrélation inverse pourrait devenir de plus en plus marquée.

Au cours des dernières décennies, le taux de chômage semble être devenu plus sensible aux variations de la production qu'il ne l'était dans les années 1980 ou 1970. Les réformes du marché du travail, mises en œuvre depuis le début des années 1990, ont clairement

joué un rôle fondamental à ce propos. Nous avons constaté que la corrélation entre le taux de croissance annuel du PIB et la variation annuelle du chômage augmentait avec le temps, puisqu'elle est passée de -0,72 entre les années 1970 et 1980 à -0,88 sur les vingt dernières années (1992-2009). Une simple équation dynamique de la loi d'Okun confirme ce constat (voir tableau 1). Le coefficient affecté à la croissance du PIB est plus élevé (en valeur absolue) pour un échantillon allant du premier trimestre 1993 au dernier trimestre 2009 que pendant les décennies 1970 et 1980. En outre, le coefficient relatif au chômage passé est moins élevé dans le second échantillon, ce qui dénote une moindre persistance du chômage (voir tableau 1), qui peut également s'expliquer par les réformes du marché du travail.

Graphique 1 : croissance du PIB et variation annuelle du taux de chômage



Sources : Eurostat, BCE, BNP Paribas

Tableau 1 : Loi d'Okun - modèle dynamique

	Variable expliquée : variation sur un an du taux de chômage (D4 UNR)			
	Coef.	t-stat	Coef.	t-stat
C	0,03	0,43	0,20	2,61
PIB_ga	-0,07	-4,45	-0,13	-8,54
PIB_ga (-2)	0,06	3,05	0,07	3,26
PIB_ga (-4)	-0,03	-1,12	-0,15	-4,40
PIB_ga (-5)	0,04	1,97	0,09	2,93
D4 UNR(-1)	0,99	18,47	0,94	12,37
D4 UNR(-3)*	-0,07	-1,77	-0,21	-3,81
Echantillon	1973T4-1991T4		1993T1-2009T4	
DW	1,7		1,7	

Sources : BNP Paribas, données de la BCE et d'Eurostat

* 7 décalages pour la meilleure spécification dans le premier échantillon

Jusqu'où le chômage peut-il encore monter ?

Le Comité en charge de la datation des cycles économiques de la zone euro (CEPR) a identifié trois récessions antérieures à la dernière en date, qui ont respectivement atteint leurs pics et leurs plus bas : au troisième trimestre 1974 et au premier trimestre 1975 ; au premier trimestre 1980 et au troisième trimestre 1982 ; au deuxième trimestre 1992 et au troisième trimestre 1993 (voir graphique 2). Lors de la récession de 1991-1993, les conditions sur le marché du travail se sont dégradées pendant une dizaine de trimestres. Le taux de chômage était monté de 9,2% environ au deuxième trimestre 1992 à 10,8% au deuxième trimestre 1994 (soit une hausse de 1,6 point de pourcentage), avant de repartir à la baisse par la suite.

Au cours de la crise actuelle, le taux de chômage est susceptible de croître beaucoup plus, pour deux raisons : 1) comme nous l'avons souligné plus haut, les variables du marché du travail sont devenues plus réactives à l'évolution de la croissance et 2) la récession de 2008/2009 a été, et de loin, la plus grave jamais connue par la zone euro (voir graphique 3). Depuis le pic cyclique du premier trimestre 2008, le taux de chômage a déjà augmenté de 2,1 points de pourcentage, pour passer de 7,2% à 9,3% au dernier trimestre 2009.

D'après les estimations économétriques, cette tendance pourrait se poursuivre au cours des prochains mois, avec un pic du chômage aux alentours de 10,6%-10,8% au second semestre 2010.

Fait particulièrement inquiétant, une large part de cette hausse du chômage est susceptible de se transformer en chômage structurel, en raison de l'effet dit d'hystérésis. En effet, de longues périodes de chômage provoquent une perte de qualification du capital humain. En outre, une récession longue et sévère pourrait réduire le taux de participation au marché du travail, les demandeurs d'emploi découragés consacrant moins d'efforts à leur recherche. Une augmentation du taux de chômage structurel diminuerait le taux de croissance potentiel de la production, ce qui pèserait sur les perspectives de croissance à moyen terme.

Un marché du travail plus flexible que lors des décennies précédentes a indéniablement, en période de récession, un effet d'accélérateur sur le chômage, mais, à l'inverse, ce dernier devrait également se retourner plus rapidement une fois que l'activité reprendra un rythme de croissance durable.

Programmes gouvernementaux et emploi dans la crise actuelle

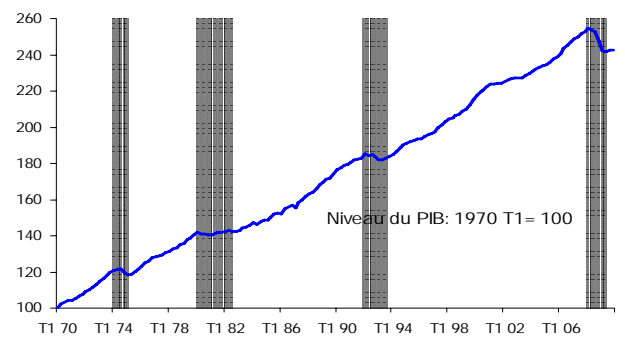
Le graphique 4 montre que le chômage varie à l'inverse de la production. Sans tenir compte des dernières données observées entre le dernier trimestre 2008 et le dernier trimestre 2009, période de forte chute de l'activité, la corrélation est plus prononcée, et le chômage encore plus sensible aux variations de la production. Ce phénomène peut s'expliquer dans une certaine mesure par les

mesures adoptées par les entreprises et par les gouvernements au cours de la crise actuelle, qui ont permis d'amortir la chute de l'emploi total et de ralentir la montée du taux de chômage.

Les employeurs ont utilisé différentes stratégies, telles que le remplacement des salariés à des postes à temps partiel, ou la réduction du nombre d'heures travaillées, pour préserver leur capital humain plutôt que de réduire massivement leurs effectifs.

Dans l'ensemble de la zone euro, les salariés à temps partiel représentaient presque 20% de l'emploi total au troisième trimestre 2009, soit une hausse de 0,7 point par rapport au troisième trimestre 2008. Cette augmentation est relativement forte sachant que, entre le deuxième trimestre 2007 et le deuxième trimestre 2008, le travail à temps partiel n'a crû que de 0,1 point (voir tableau 2). En outre, le nombre d'heures travaillées par semaine pour les salariés à temps plein a diminué en moyenne jusqu'à 41,3 heures au troisième trimestre 2009, 0,3 heure de moins qu'au troisième trimestre 2008.

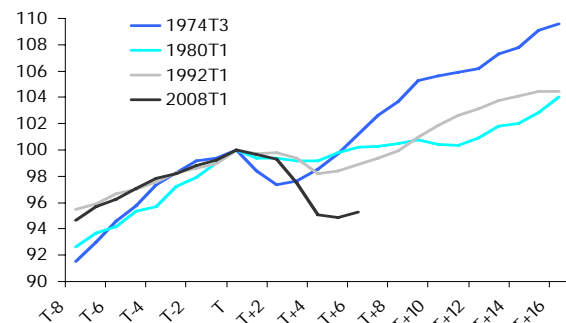
Graphique 2 : PIB et récessions



Sources : Eurostat, BCE, BNP Paribas

Les colonnes représentent les récessions identifiées par le CDCE

Graphique 3 : la récession de 2008-2009 a été la plus sévère jamais connue dans la zone euro



Sources : Eurostat, BCE, BNP Paribas.

T représente le pic d'activité avant la crise précédente

Les salariés disposant de contrats de travail temporaire ont particulièrement souffert de la crise. Entre les troisièmes trimestres 2008 et 2009, le nombre de personnes employées en travail temporaire a reculé de plus de 7%, et leur part dans l'emploi total a cédé presque un point de pourcentage sur la période.

Modération de la croissance des salaires

Les perspectives de ralentissement de la croissance pour les prochains mois, combinées à la dégradation actuelle des conditions du marché du travail, vont certainement limiter l'inflation salariale. Depuis un pic cyclique de 3,6% en glissement annuel au dernier trimestre 2008, le taux de croissance annuel des rémunérations unitaires s'est tassé à 1,4% sur la même base au dernier trimestre, soit son plus bas niveau jamais enregistré depuis la création de l'UEM, et à peine plus que le record absolu à la baisse de mi-1998. La hausse attendue du taux de chômage devrait encore tirer ce chiffre à la baisse (voir graphique 5). Sachant que la progression des salaires représente le principal moteur de l'inflation sous-jacente, les pressions inflationnistes devraient rester extrêmement modérées au cours des deux ans à venir.

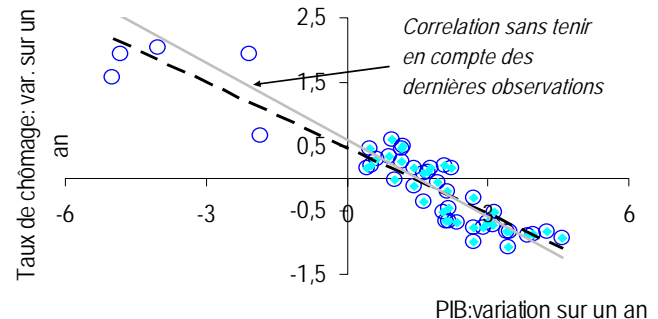
Pas de changement du taux refi avant longtemps

A l'occasion du conseil des gouverneurs de la semaine prochaine, la BCE présentera ses nouvelles prévisions d'inflation et de croissance pour 2010 et 2011. En décembre, la BCE s'attendait à ce que l'inflation reste largement inférieure à 2% pour les deux années. La fragilité de la reprise, combinée à l'érosion actuelle de l'emploi, devrait limiter les pressions inflationnistes pour les trimestres à venir. Par conséquent, la BCE devrait laisser ses prévisions d'inflation bien en deçà de la barre des 2% pour 2010 et 2011.

Dans de telles conditions, nous ne pensons pas que la Banque centrale modifiera, à court terme, sa politique monétaire conventionnelle, et le taux refi devrait rester à son plus bas historique de 1% jusque tard dans l'année 2011. En revanche, la BCE devrait continuer de se dégager progressivement de ses mesures de prêt non conventionnelles. Elle a déjà réduit la fréquence et la durée de ses opérations : plus d'opérations à 12 mois et dernière opération à six mois à la fin de mars. Les modalités de celle-ci pourraient être les mêmes que celles de l'opération de refinancement à long terme (ORLT) à 12 mois de décembre : quantité illimitée et taux indexé sur la moyenne du *bid rate* minimum des opérations de refinancement hebdomadaires, celles-ci s'effectuant d'ailleurs pour le moment toujours au taux *refi*.

La liquidité restera abondante au cours des prochains mois, avec des excédents possibles jusqu'à la fin du troisième trimestre 2010, ce qui devrait empêcher l'Eonia de monter trop rapidement en direction du taux *refi*. Précisons qu'en temps « normal », l'Eonia fluctue autour du taux refi, mais qu'il se situe aujourd'hui aux alentours de 0,3%, un niveau à peine supérieur au taux d'intérêt des facilités de dépôt. Il ne fait aucun doute que la politique monétaire européenne restera extrêmement accommodante durant toute cette année.

Graphique 4 : les mesures adoptées par les entreprises et par les gouvernements pendant la crise ont contribué à amortir la chute de l'emploi



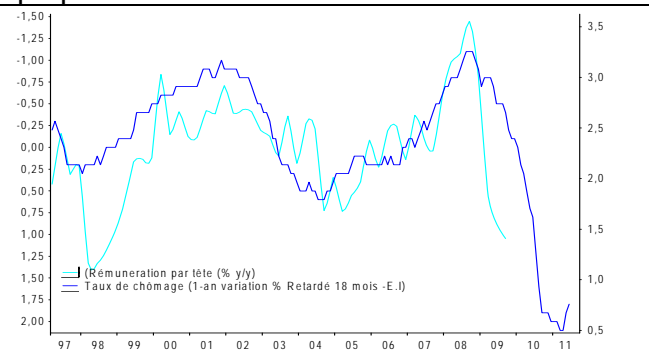
Sources : Eurostat, BCE, BNP Paribas.

Tableau 2 : indicateurs du marché du travail

	T3 06	T3 07	T3 08	T3 09
PIB g.a %	3,1	2,7	0,4	-4
Emploi g.a %	1,7	1,9	0,5	-2,1
Emploi à tps. partiel en pourcentage de l'emploi total	18,8	19,1	19,2	19,9
Nombre de salariés sous contrats temporaires (%)	16,5	16,9	16,4	15,6
Nb. de salariés occupant un emploi temporaire (a/a, %)	41,8	41,8	41,6	41,3

Source : Eurostat

Graphique 5 : les salaires devraient continuer de ralentir



Sources : BCE, Eurostat, BNP Paribas

Tableau 3 : prévisions économiques

	PIB		Inflation	
	2010	2011	2010	2011
BCE*	0.8	1.2	1.3	1.4
Commission européenne **	0.7	1.5	1.1	1.5
BNP Paribas	1	1.5	1.2	0.8

Sources : Commission européenne, BCE, BNP Paribas. *Prévisions de décembre. ** Prévisions d'automne