

Economie

Focus US
N° 2019 - 41

Economie US : la décennie passée, la décennie future

Jeudi 31 Octobre 2019

Bruno Cavalier - Chef Economiste
bruno.cavalier@oddo-bhf.com
+33 (0)1 44 51 81 35

Fabien Bossy - Economiste
fabien.bossy@oddo-bhf.com
+33 (0)1 44 51 85 38

<https://www.oddosecurities.com>

Dix ans après la fin de la Grande Récession, on peut encore voir les traces de ce choc sur le marché du travail. Sur cette décennie, l'emploi a progressé plus vite que la population active (rattrapage post-crise) et les gains de productivité ont été médiocres. Sauf accident majeur, ces tendances pourraient se corriger sur la décennie future. Les projections des tendances de l'emploi faites par le BLS envisagent un rééquilibrage sectoriel : ralentissement de la productivité dans la tech et le secteur pétrolier depuis un haut niveau, rebond dans l'industrie. Les services à la personne resteraient les gros contributeurs à la hausse de l'emploi.

Le focus de la semaine

C'est un exercice périlleux de faire des prévisions à dix ans, mais en se dégageant des aléas du cycle, on peut en tirer quelques éclairages intéressants. C'est le travail auquel se livre tous les deux ans le *Bureau of Labor Statistics*. Son dernier rapport pour la décennie 2018-2028 vient de paraître¹. On a résumé les détails chiffrés de l'étude dans le tableau ci-dessous. Voici les grandes leçons à en tirer.

- **Ralentissement de la croissance de l'emploi.** Après un effondrement de 2008 à 2010, l'emploi a fortement rebondi, progressant de plus de 1.5% par an sur les cinq dernières années. C'est un effet de rattrapage. Si l'on prend comme référence le pic pré-crise, la tendance est plus modeste. Le BLS prévoit que l'emploi devrait évoluer en ligne avec son rythme naturel (la population active) de 0.5% par an.
- **Accélération de la productivité.** Sauf à revoir radicalement le potentiel de croissance (ce qui n'est pas l'hypothèse de l'étude), des gains de productivité plus élevés sont le pendant du freinage de l'emploi. Il est logique que les entreprises fassent peu d'effort de productivité quand la main-d'œuvre disponible est très abondante, et vice-versa. Selon le BLS, le rebond serait très net dans l'industrie.
- **Freinage des secteurs dynamiques (technologie, pétrole).** L'informatique, notamment les nouvelles technologies, et le secteur pétrolier, avec la révolution du *shale*, ont largement contribué à la croissance économique post-crise. Le BLS prévoit que ces secteurs resteraient dynamiques, mais à un rythme moindre. Leur contribution à la hausse de l'activité passerait de 19% sur la décennie passée à 11% sur la décennie future. En termes d'emplois, leur contribution était somme toute assez modeste, à 9% du total, et resterait presque inchangée.
- **Davantage d'emplois de services aux personnes.** Dans les sociétés avancées et vieillissantes, la demande en éducation, santé et autres services (restauration, loisirs) est forte. Elle va le rester. Ces secteurs représentent environ un cinquième de l'emploi total, mais leur contribution à la hausse de l'emploi depuis 2008 a été 58%. Le BLS projette que cette part monterait à 63% dans la prochaine décennie.

¹ Voir BLS (2019), *Projections overview and highlights, 2018-2028*

US : emploi et production par secteurs d'activité de 2008 à 2018, et projections du BLS de 2018 à 2028

	Primary sector	o/w oil	Manuf.	Constr. & RE	Whole./retail trade & transp.	o/w warehous. & courriers	Info.	o/w new tech.	Finance	Business services	o/w computer syst. design	Educ. & health	Accommodation & food & other services	Government	Total
Employment (000s)															
2008	2 781	161	13 964	9 292	25 678	1 250	2 984	657	6 077	17 792	1 446.3	19 228	19 757	22 509	149 276
2018	2 993	145	13 243	9 544	27 105	1 865	2 828	1 046	6 314	21 000	2 121.6	23 667	22 971	22 449	161 038
2028	3 049	129	12 585	10 464	27 175	2 052	2 834	1 274	6 482	22 662	2 642.3	27 536	24 622	22 574	169 436
_annual growth															
08/18	0.7	-1.0	-0.5	0.3	0.5	4.1	-0.5	4.7	0.4	1.7	3.9	2.1	1.5	0.0	0.8
18/28	0.2	-1.2	-0.5	0.9	0.0	1.0	0.0	2.0	0.3	0.8	2.2	1.5	0.7	0.1	0.5
Real output (bn \$)															
2008	956	260	6 503	2 919	3 891	238	1 268	295	2 125	2 880	267.8	2 100	1 664	3 353	27 658
2018	1 117	466	6 598	3 322	4 692	178	1 834	644	2 343	3 618	497.8	2 665	1 945	3 559	31 692
2028	1 457	692	7 690	3 983	5 860	200	2 424	970	2 900	4 449	671.9	3 481	2 333	3 784	38 360
_annual growth															
08/18	1.6	6.0	0.1	1.3	1.9	-2.9	3.8	8.1	1.0	2.3	6.4	2.4	1.6	0.6	1.4
18/28	2.7	4.0	1.5	1.8	2.2	1.2	2.8	4.2	2.2	2.1	3.0	2.7	1.8	0.6	1.9

Risque de conflits d'intérêts:

ODDO BHF et/ou une de ses filiales peuvent être en situation de conflits d'intérêts avec certains des émetteurs mentionnés dans cette publication. Vous pouvez consulter l'ensemble des mentions des conflits d'intérêts en dernière page de ce document. Le présent document n'est pas un document contractuel ; il est strictement destiné à l'usage privé du destinataire. Les informations qu'il contient se fondent sur des sources que nous estimons fiables, mais dont nous ne pouvons garantir l'exactitude ni l'exhaustivité. Les opinions exprimées dans le document sont le résultat de notre évaluation à la date de la publication. Elles peuvent donc être révisées à une date ultérieure.



Economie

- Selon le *Conference Board*, la confiance des consommateurs est restée presque stable en **octobre**. Comme souvent observé dernièrement, l'indice des conditions présentes se redresse (+1.7) tandis que l'indice des anticipations se replie (-1.9). L'écart des deux indices a rarement été plus élevé. C'était le cas en 2000, au pic du cycle et des marchés d'actions. On se gardera de pousser trop loin le parallèle avec cette période-là, sinon pour noter que la faiblesse de l'économie US venait alors comme aujourd'hui des entreprises, non des ménages. Dans la situation présente, le jugement des consommateurs sur le marché du travail reste solide. Parmi les éléments négatifs de l'enquête, il y a un net repli des intentions d'achat d'automobiles (la corrélation historique avec les achats réels est assez faible).
- Selon l'indice Case-Shiller, le prix des logements anciens a baissé de 0.2% m/m en **septembre** (sur les 20 grandes villes couvertes, le repli ne concerne que New York et Las Vegas). Après un net ralentissement à compter du printemps 2018, la hausse annuelle des prix donne depuis quelques mois des signes de stabilisation un peu au-dessus de 3% par an. Il n'y a pas de chute de la demande de maisons, bien au contraire. Les promesses de ventes s'emballent (+1.5% en **septembre**, +6.3% sur an, au plus haut depuis 2015), un signe supplémentaire de la reprise du marché résidentiel en réponse à la baisse des taux d'intérêt.
- Selon la première estimation du BEA, le PIB réel a augmenté de 1.9% t/t en rythme annualisé au **T3 2019**. En ligne avec de solides ventes au détail cet été, la consommation privée a progressé de 2.9% (vs 4.6% au T2) et contribue pour 1.9pts à la hausse du PIB. Toutes les autres composantes combinées ont donc eu une contribution nulle. Côté positif, on note qu'après six trimestres de contraction, l'investissement résidentiel a nettement rebondi (+5.1%), en réponse à la forte baisse des taux hypothécaires. Ce devrait amorcer une tendance haussière. Les dépenses publiques ressortent sur leur tendance des cinq dernières années, à +2%. Côté négatif, comme le laissait attendre le repli des livraisons de biens capitaux, les dépenses des entreprises ont diminué (-3.0%). A elle seule, la baisse de l'investissement dans le secteur pétrolier retire 0.3pts à la croissance. Il est possible que cette correction s'amplifie au T4 puisque le repli du nombre de *rigs* s'est accéléré ces dernières semaines. De manière générale, les entreprises ont ajusté leur plan d'investissement par suite du choc d'incertitude commerciale et de l'affaiblissement de la demande mondiale. Les variations d'inventaires et les exportations nettes ont eu des contributions modestement négatives (-0.1pt).

Politique monétaire et budgétaire

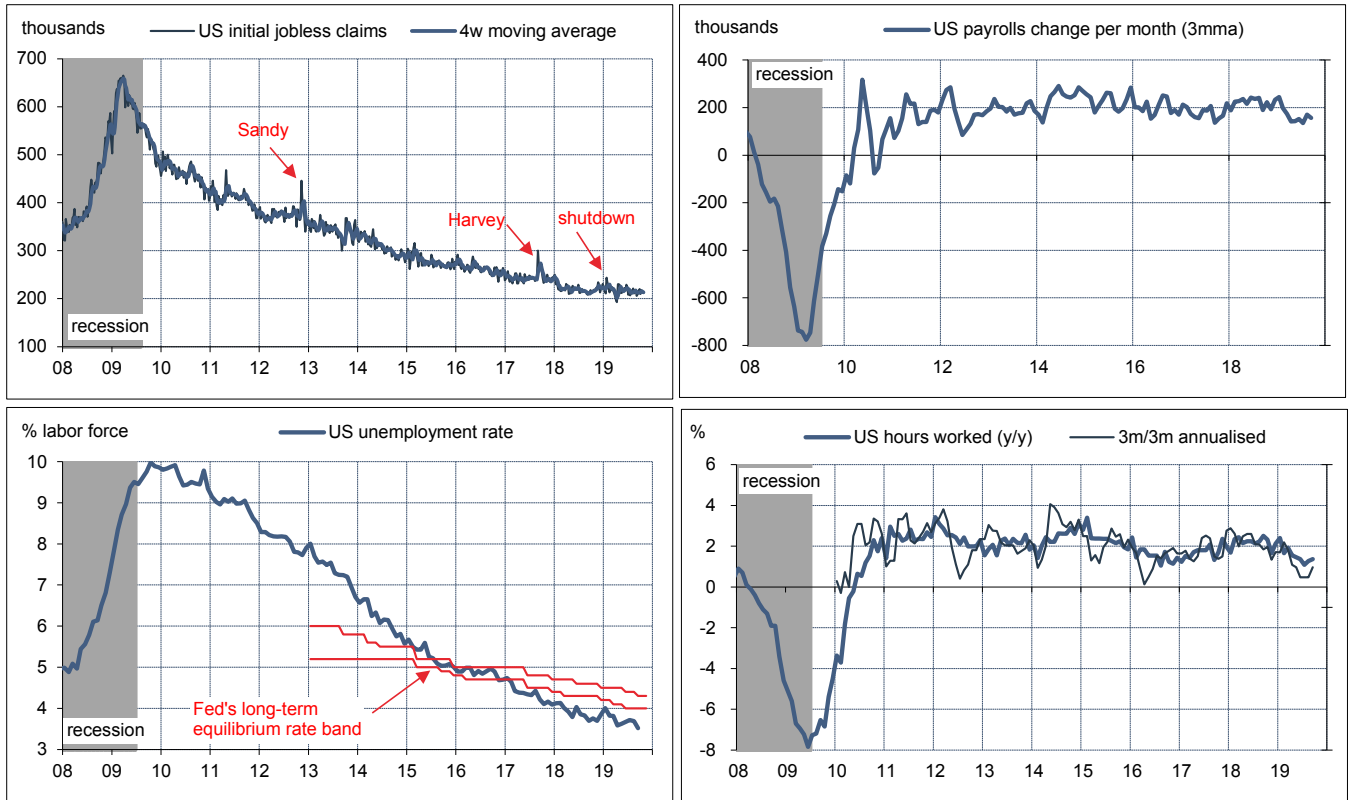
- Avec les données de **septembre**, on a une vue complète sur les évolutions du budget fédéral durant l'année fiscale 2019. Le déficit s'y établit à 984Md\$ ou 4.6% du PIB. Il était de 3.8% en FY2018 et 3.4% en FY2017. Il n'y a pas d'exemple d'un déficit aussi important avec un taux de chômage aussi bas. La hausse du déficit résulte du plan des baisses d'impôt votée fin 2017 puisque cette "réforme fiscale" a réduit les recettes de l'impôt sur les sociétés d'environ 75Md\$. Sur la même période – c'est une coïncidence – l'administration a augmenté les droits de douane sur les métaux industriels et les produits venant de Chine si bien que les recettes douanières, qui sont payées par les firmes importatrices américaines, ont augmenté de 35Md\$.
- Conformément aux attentes générales, le FOMC a voté le **30 octobre** par 8 voix contre 2 (en faveur du *statu quo*) une réduction de 25bp de la fourchette des taux directeurs à 1.5-1.75%. C'est la 3^{ème} baisse en trois réunions. A sa conférence de presse, Jerome Powell a précisé que la Fed privilégiait maintenant le *statu quo*. A à moins que les prochaines données montrent un affaïssissement soudain de l'emploi (hausse du chômage) et de l'activité, la Fed n'entend plus baisser ses taux à court terme. Elle n'entend pas davantage préparer une remontée des taux, tant qu'elle ne voit pas de remontée soutenue de l'inflation. Le marché des futures affiche désormais une probabilité de 79% en faveur du *statu quo* à la prochaine réunion du **11 décembre**.
- En raison des tensions sociales au Chili, le gouvernement a annulé le sommet de l'APEC des **16-17 novembre** au cours duquel les présidents américain et chinois auraient pu finaliser la "*phase 1*" d'un accord commercial. Les deux parties ont continué d'envoyer des signaux positifs sur le bon déroulement des discussions.

A suivre la semaine prochaine

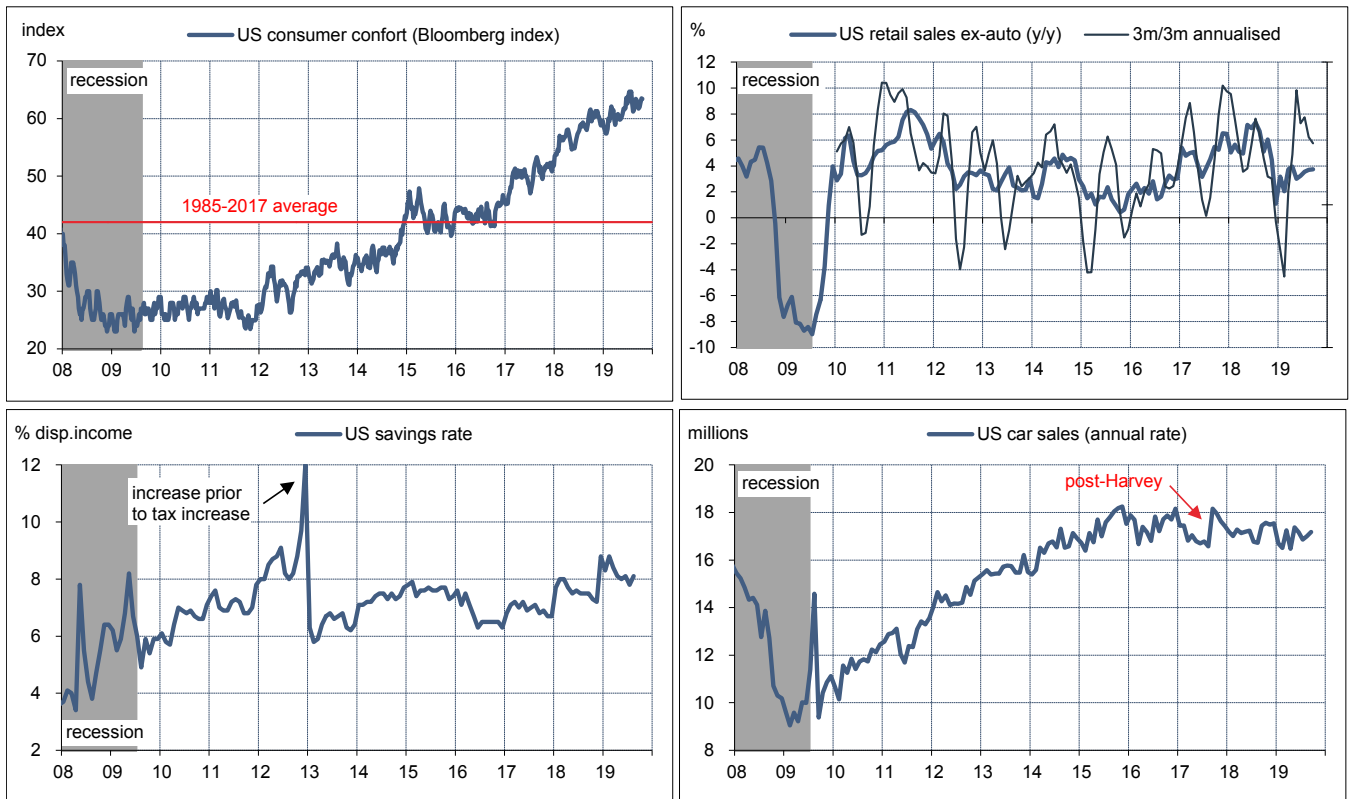
- Les principaux chiffres sont des enquêtes de sentiment : confiance des directeurs d'achat hors du secteur manufacturier (PMI, ISM) le **5 novembre**, confiance des consommateurs (Université du Michigan) le **8**.



Annexe 1 - Marché du travail



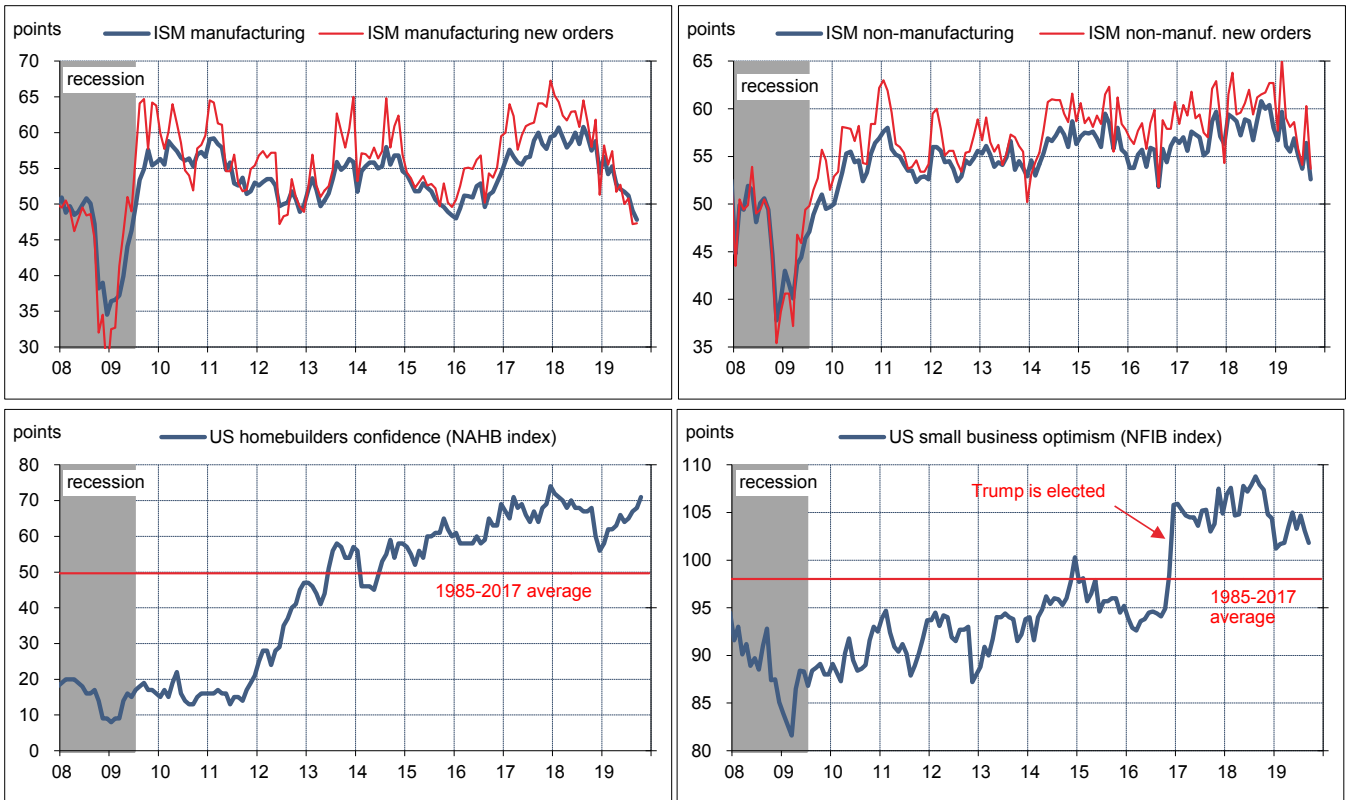
Annexe 2 - Consommateur



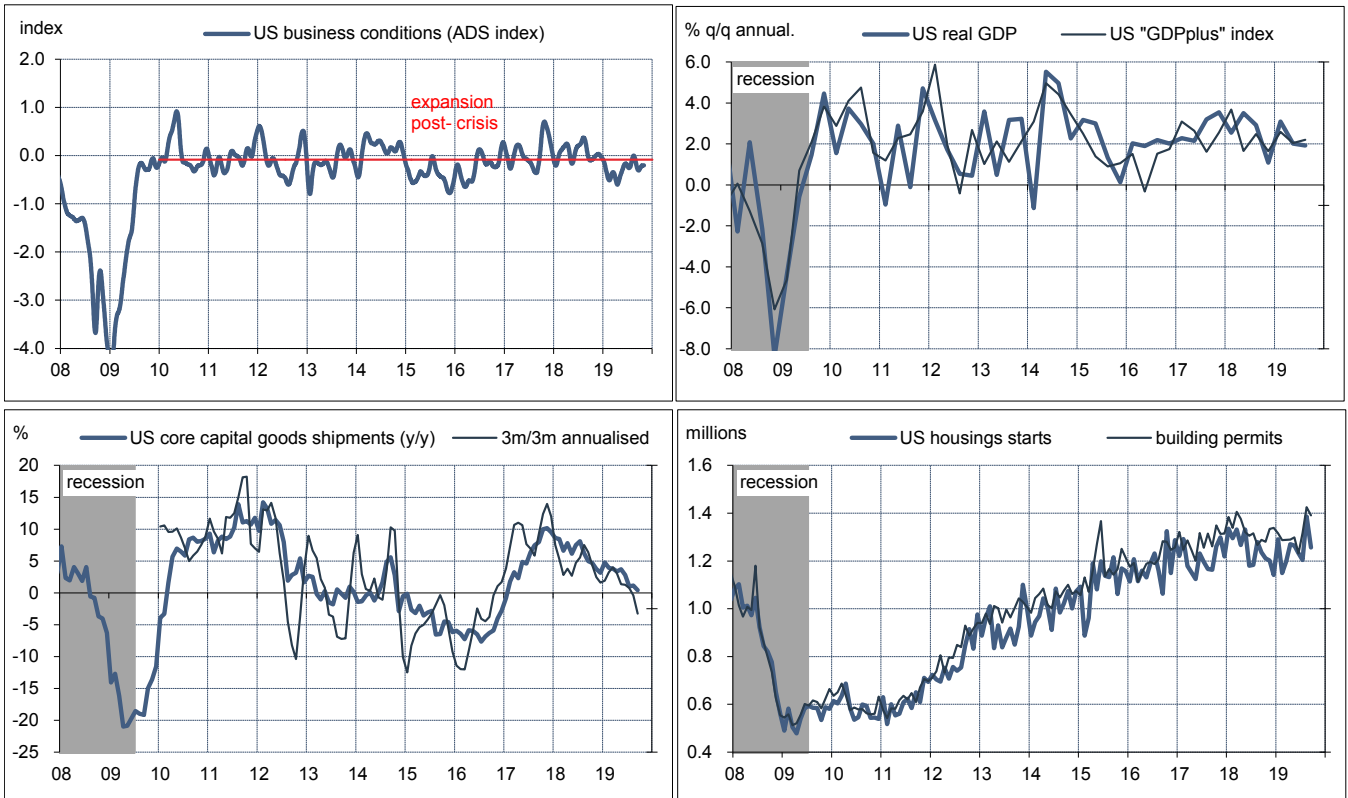
Sources : Thomson Reuters, Bloomberg, Oddo BHF Securities



Annexe 3 - Climat des affaires



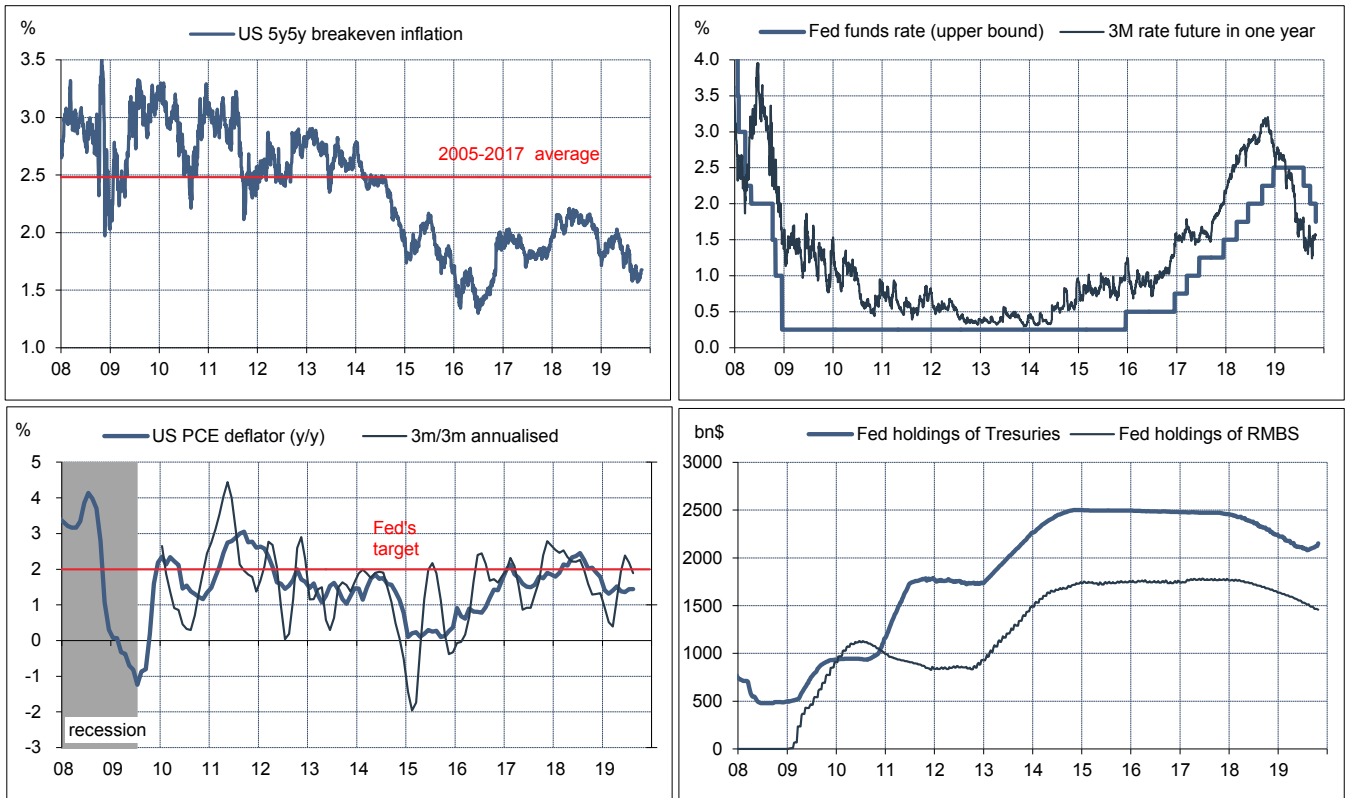
Annexe 4 - Conditions d'activité



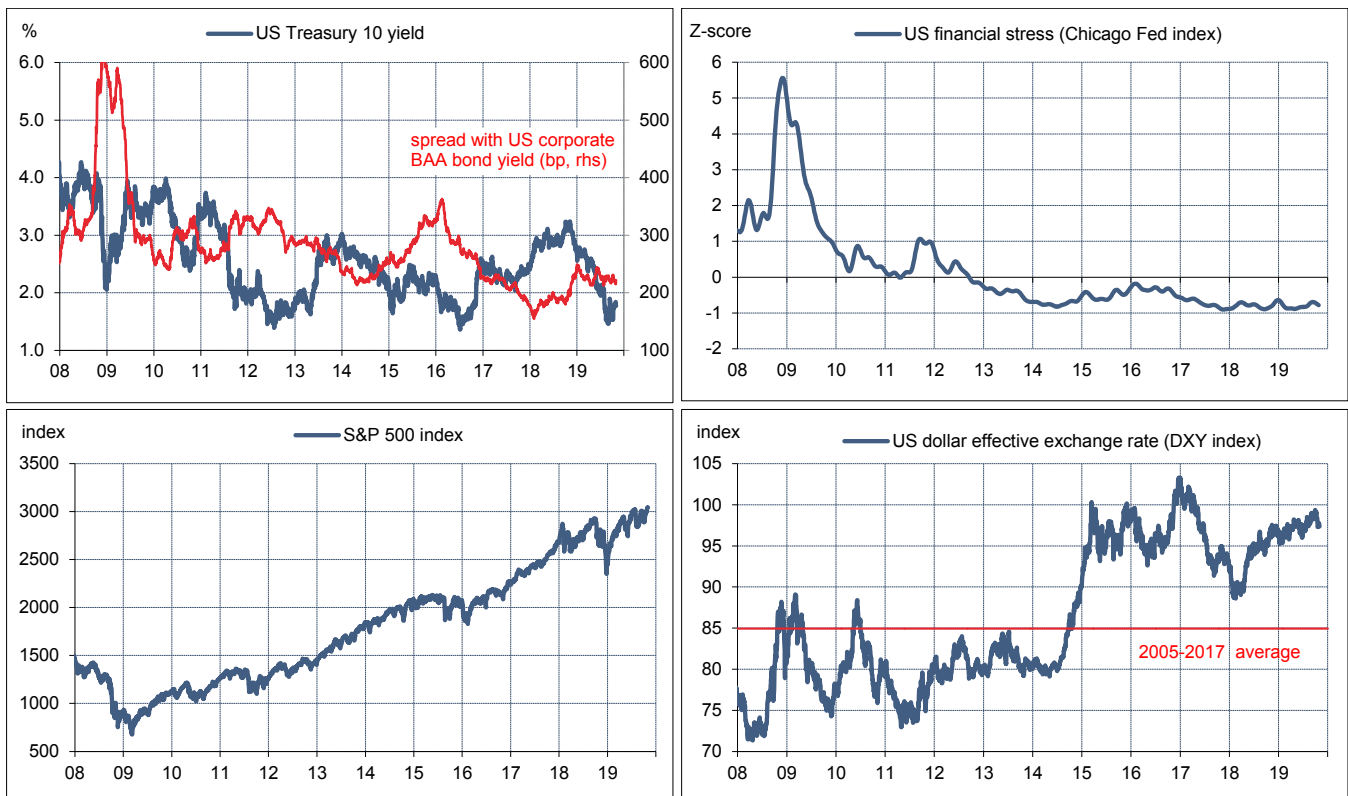
Sources : Thomson Reuters, Bloomberg, Oddo BHF Securities



Annexe 5 - Inflation et politique monétaire



Annexe 6 - Marchés financiers



Sources : Thomson Reuters, Bloomberg, Oddo BHF Securities



Disclaimer:

Avertissement relatif à la distribution par ODDO BHF SCA à des investisseurs autres que des ressortissants des Etats-Unis :

La présente étude a été réalisée par ODDO BHF Corporates & Markets, division d'ODDO BHF SCA (« ODDO »), agréée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF).

Lorsqu'elle est distribuée hors des Etats-Unis, l'étude est exclusivement destinée à des clients non américains d'ODDO ; elle ne saurait être divulguée à un tiers sans le consentement préalable et écrit d'ODDO.

Le présent document n'est pas et ne doit pas être interprété comme une offre de vente ni comme la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription à un quelconque investissement. Ce document a été préparé par nos économistes. Il ne constitue pas une analyse financière et n'a pas été élaboré conformément aux dispositions légales arrêtées pour promouvoir l'indépendance de la recherche en investissement. En conséquence, sa diffusion n'est soumise à aucune interdiction prohibant l'exécution de transactions personnelles avant sa publication. La présente étude a été préparée dans le respect des dispositions réglementaires destinées à promouvoir l'indépendance de l'analyse financière. Des « murailles de Chine » (barrières à l'information) ont été mises en place pour éviter la diffusion non autorisée d'informations confidentielles ainsi que pour prévenir et gérer des situations de conflit d'intérêts.

A la date de publication du présent document, ODDO et/ou l'une de ses filiales peuvent être en conflit d'intérêts avec le ou les émetteur(s) mentionnés. Tous les efforts raisonnables ont été déployés pour veiller à ce que les informations contenues dans les présentes ne soient pas erronées ou mensongères à la date de la publication, mais aucune garantie n'est donnée de même qu'aucune conviction ne doit être fondée sur l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Toutes les opinions exprimées dans le présent document sont le reflet du contexte actuel ; elles sont susceptibles de modification sans préavis. Les opinions, avis ou prévisions figurant dans ce document reflètent, sauf indication contraire, celles de son ou ses auteur(s) et ne reflètent pas les opinions de toute autre personne ou de ODDO. Cette étude ne constitue pas une recommandation personnalisée d'investissement de même qu'elle ne tient pas compte des objectifs d'investissement, de la situation financière ni des besoins propres aux clients. Ceux-ci sont invités à s'interroger sur l'adéquation entre un avis ou une recommandation quelconque, exprimés dans l'étude, et leur situation personnelle et, si besoin est, à consulter un professionnel, y compris un conseiller fiscal.

Cette étude s'adresse uniquement aux investisseurs institutionnels. Elle peut ne pas contenir l'information nécessaire pour que d'autres personnes prennent des décisions d'investissement. Consultez votre conseiller financier ou un professionnel de placement si vous n'êtes pas un investisseur institutionnel.

Avertissement relatif à la distribution par ODDO BHF SCA à des investisseurs ressortissants des Etats-Unis :

Merci de vous référer aux rapports de recherche sur les sociétés concernées pour une information complète et les mentions d'informations.

La présente étude a été réalisée par ODDO BHF Corporates & Markets, division d'ODDO BHF SCA (« ODDO »). Cette étude est distribuée aux investisseurs ressortissants des Etats-Unis exclusivement par ODDO BHF New York Corporation (« ONY »), MEMBER: FINRA/SIPC. Elle s'adresse exclusivement aux clients d'ONY ressortissants institutionnels des Etats-Unis et ne saurait être communiquée à un tiers sans le consentement préalable et écrit d'ONY. Ce document n'est pas et ne doit pas être interprété comme une offre de vente ni comme la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription à un quelconque investissement. Ce document vous est fourni à titre d'information uniquement et ne constitue pas une base suffisante pour prendre une décision d'investissement.

A la date de publication du présent document, ODDO, et/ou l'une de ses filiales peuvent avoir noué des relations d'affaires avec le ou les émetteur(s) mentionnés dans ce document. Tous les efforts raisonnables ont été déployés pour veiller à ce que les informations contenues dans les présentes ne soient pas erronées ou mensongères à la date de la publication, mais aucune garantie n'est donnée de même qu'aucune conviction ne doit être fondée sur l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations. Cependant, ODDO n'a pas d'obligation de mettre à jour ou modifier l'information contenue dans ce document. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Toutes les opinions exprimées dans le présent document sont le reflet du contexte actuel ; elles sont susceptibles de modification sans préavis.

Cette étude ne constitue pas une recommandation personnalisée d'investissement de même qu'elle ne tient pas compte des objectifs d'investissement, de la situation financière ni des besoins propres aux clients. Ceux-ci sont invités à s'interroger sur l'adéquation entre un avis ou une recommandation quelconque, exprimés dans l'étude, et leur situation personnelle et, si besoin est, à consulter un professionnel, y compris un conseiller fiscal.

Ce rapport n'est pas un rapport de recherche au sens de FINRA Rule 2241(a)(11) car ce rapport répond à l'une des exclusions de la définition de rapport de recherche au sens de la Règle 2241(a)(11)(A). Ce document s'adresse uniquement aux investisseurs institutionnels. Consultez votre conseiller financier ou un professionnel de placement si vous n'êtes pas sûr d'être un investisseur institutionnel.

Informations à communiquer conformément à la Loi et aux Règlements des Etats-Unis

Information Règle 15a-6 : Conformément à la Règle 15a-6 (a), toutes transactions réalisées par ODDO, et/ou par une de ses filiales avec un client institutionnel américain sur les titres décrits dans ce document réalisé hors des Etats-Unis, doivent être effectuées par l'intermédiaire d'ONY.

Coordonnées de la société chargée de la distribution de la recherche aux investisseurs ressortissants des Etats-Unis : ODDO BHF New York Corporation, MEMBER: FINRA/SIPC est une filiale à 100 % d'ODDO BHF SCA ; Philippe Bouclainville, Président (pbouclainville@oddone.com) 150 East 52nd Street New York, NY 10022 212-481-4002.

Vous pouvez consulter les mentions des conflits d'intérêts de toutes les sociétés mentionnées dans ce document sur le de Oddo & cie.