

## Qu'est-ce que le plein-emploi ? 10 réponses possibles

Mercredi 08 Décembre 2021

**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>

*Si la Fed suivait une pure stratégie de ciblage de l'inflation, sa fonction de réaction l'aurait logiquement conduite à durcir sa politique. Mais outre l'objectif de "stabilité des prix", la Fed vise aussi un "emploi maximal". L'économie US est-elle au plein-emploi, et si c'est non, en est-elle éloignée ? Selon la réponse à cette question, le calendrier des hausses de taux peut être différemment apprécié. Hélas, il n'y a pas de définition unique du plein-emploi. Nous proposons dix manières de le mesurer. Dans quelques cas, la case est déjà cochée. D'autres suivront en 2022. La situation de l'emploi ne peut plus servir d'argument pour différer longtemps la première hausse de taux. Le rythme de hausse sera, lui, dicté par l'évolution de l'inflation.*

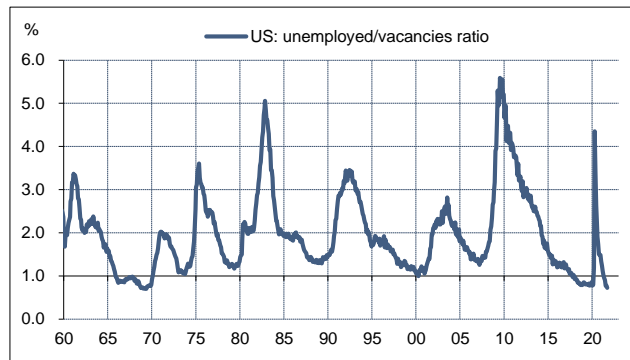
### Plein-emploi, mode d'emploi

Depuis près d'un siècle que Keynes a révolutionné la pensée économique<sup>1</sup>, il est devenu usuel d'analyser l'emploi en lien avec l'état de la demande globale. Comme on sait, c'est la déficience de l'emploi lors de la Grande dépression qui l'a conduit à proposer cette nouvelle approche. Mais il ne s'agit pas ici de revisiter la théorie ou l'histoire économique, mais de se demander si l'économie américaine est au plein-emploi ou s'en approche, après avoir subi en 2020 la plus forte (mais brève) chute de l'activité depuis les années 1930. Il n'y a pas une définition unique et invariante du plein-emploi. Nous examinons dans ce qui suit dix approches possibles.

#### 1) Quand il y a davantage de postes à pourvoir qu'il n'y a de chômeurs.

Il va sans dire que les services de travail ne sont pas homogènes et que chaque personne ne peut remplir la fonction de n'importe quelle autre pour des raisons tenant par exemple à sa formation, sa mobilité géographique, etc. Ces problèmes d'appariement de la main-d'œuvre aux besoins des entreprises ne sont pas nés avec la pandémie, mais il est certain que les difficultés de recrutement se sont trouvées accrues du fait de la crise – sans préjuger des répercussions à plus long terme de la désorganisation du système éducatif depuis deux ans sur la qualité de la main-d'œuvre.

Cela posé, quand le nombre de postes vacants dépasse celui le nombre de chômeurs, il y a là un signe indéniable de tensions sur le marché du travail. Aux Etats-Unis, ce seuil a été franchi vers la **mi-2021**. Le nombre de postes vacants dépasse désormais dix millions et celui des chômeurs est tombé au voisinage de 7 millions. Le BLS ne publie la série des *job vacancies* que depuis 2000, mais il est possible de la rétopoler sur longue période (graphe). Le ratio chômeurs/postes vacants n'est tombé sous l'unité qu'à la fin des années 1960 (plein-emploi) et dans les deux années ayant précédé la pandémie (haut de cycle). Les comparaisons intertemporelles doivent être faites avec prudence. Le coût de publicité d'une offre de travail a baissé au fil du temps, ce qui pousse peut-être les entreprises à les multiplier quand elles ont des difficultés de recrutement.



<sup>1</sup> Pour rappel, le titre de son magnum opus paru en 1936 est : "Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie".

#### 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.

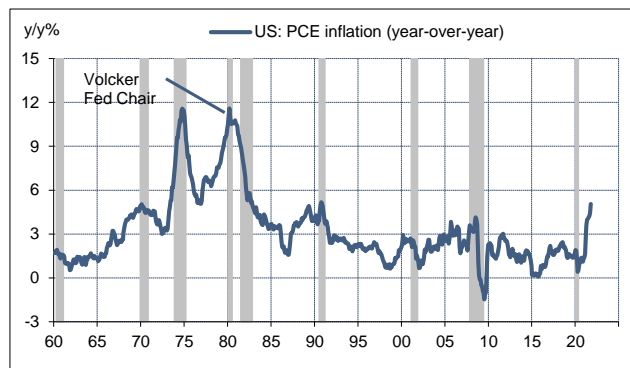
Le présent document n'est pas un document contractuel ; il est strictement destiné à l'usage privé du destinataire. Les informations qu'il contient se fondent sur des sources que nous estimons fiables, mais dont nous ne pouvons garantir l'exactitude ni l'exhaustivité. Les opinions exprimées dans le document sont le résultat de notre évaluation à la date de la publication. Elles peuvent donc être révisées à une date ultérieure.



### 2) Quand le chômage est si bas qu'il cause l'accélération des prix

La relation entre chômage et inflation est un des champs les plus débattus de l'analyse économique (courbe de Phillips). Jusqu'aux années 1970, il était admis qu'on pouvait arbitrer entre les deux variables, par exemple accepter un peu plus d'inflation pour obtenir un peu moins de chômage. L'échec de cette approche a popularisé l'idée qu'il existait un taux de chômage n'entraînant pas une accélération de l'inflation (NAIRU), et que ce taux représentait le plein-emploi.

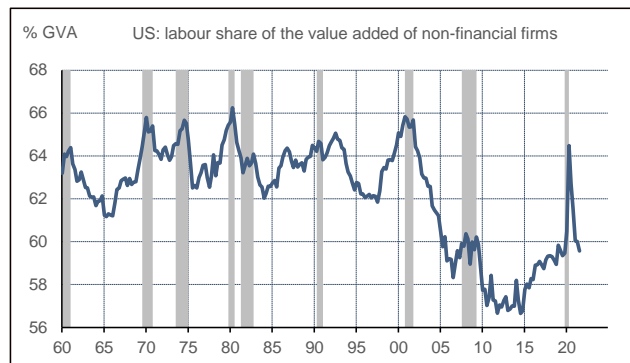
Avant la crise financière de 2008, il était estimé entre 5% et 6% aux Etats-Unis. Dans les années suivant cette crise, le chômage a baissé sous 5%, puis sous 4%, sans que l'inflation ne se redresse. Il a alors été beaucoup question de l'aplatissement ou de la non-linéarité de la courbe de Phillips et d'une réduction du taux de chômage naturel. La pandémie aurait-elle exercé un effet opposé ? Toujours est-il que l'inflation a connu une forte accélération en 2021 alors que le chômage restait encore relativement élevé (6.3% en janvier 2021, 4.2% en novembre). Mesuré sur un an, le taux d'inflation du PCE-core a dépassé la cible de la Fed dès **avril 2021**. Tous les indices de prix alternatifs (médians, tronqués ou sous-jacents) confirment que l'inflation accélère, même si, vu sur longue période, le phénomène est loin d'atteindre la hauteur des pics des années 1970 (graphe). A observer l'inflation, le plein-emploi serait non seulement atteint mais même dépassé.



### 3) Quand le chômage est si bas qu'il cause l'accélération des salaires

Il convient d'apporter pas mal de nuances à la conclusion du point précédent car les tensions de prix résultent de forces qui ont peu de rapport avec le marché du travail US et beaucoup avec les perturbations de la chaîne logistique mondiale. Se concentrer sur les salaires est mieux à même de déceler les tensions inflationnistes domestiques. La version d'origine de la courbe de Phillips liait d'ailleurs chômage et salaires.

Quelle est la situation présente ? Le taux de salaire horaire, qui est l'indicateur le plus communément observé, affiche un gain de 4.8% sur un an, soit environ deux points de plus que dans les années pré-pandémie<sup>2</sup>. Ce n'est pas un signal suffisant pour conclure car les salaires peuvent augmenter pour deux raisons : soit parce que le marché du travail est si tendu que les salariés ont un fort pouvoir de négociation salariale ; soit parce que la productivité augmente. Les deux phénomènes ne sont pas exclusifs. Le Livre Beige signale que les firmes doivent faire des efforts sur les salaires et sur les avantages non-salariaux (bonus, horaires) pour garder/attirer la main d'œuvre. Par ailleurs, dans cette crise, la productivité apparente a augmenté. Au total, la part des salaires dans la valeur ajoutée des entreprises était au T3 2021 exactement à son niveau de 2019 (graphe). Idem pour la part des rémunérations totales dans le revenu national. L'évolution des salaires, et plus largement des coûts du travail, envoie un signal **incertain** sur le niveau de tension du marché du travail.

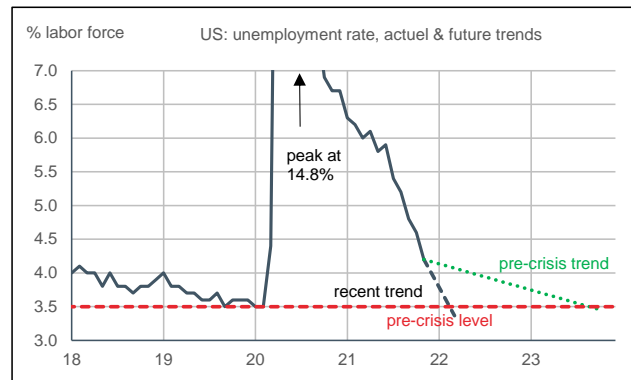


<sup>2</sup> Cet indice est affecté par des effets de composition. Au printemps 2020, les destructions d'emplois étant concentrées sur les bas salaires, le taux horaire s'est mécaniquement envolé (+8.2% en avril 2020), puis a rechuté (+0.3% en avril 2021). Ces distorsions ont maintenant largement disparu.



#### 4) Quand le chômage sera revenu à son niveau pré-crise

Quand la pandémie a frappé l'économie US en février 2020, le taux de chômage US était à 3.5%, un niveau alors quasi inchangé depuis deux trimestres. Il semblait bien qu'on avait atteint un niveau incompressible, d'autant que le repli du chômage bénéficiait aussi aux catégories les plus défavorisées du fait de leur d'éducation ou de leurs conditions sociales. La récession brutale a fait bondir le chômage jusqu'à 14.8% en avril 2020 (en fait, il faut ajouter plusieurs points à ce chiffre car le BLS a reconnu des erreurs de catégorisation de la force de travail). La baisse a ensuite été quasi continue. En novembre 2021, le chômage était à 4.2%. En prolongeant la tendance baissière récente, le niveau pré-crise serait retrouvé en mars 2022. Ce serait plutôt vers la **fin 2022 ou début 2023** si l'on tient compte d'un ralentissement probable des gains en emplois. Pour rappel, dans le cycle précédent, il avait fallu environ 18 mois pour passer de 4.2% à 3.5%.



#### 5) Quand l'emploi sera revenu à son niveau pré-crise

L'avis presque unanime était que la situation de l'emploi avant la pandémie était bonne, voire excellente. Revenir à la situation de départ pourrait être un critère de plein-emploi. En février 2020, il y avait 153 millions d'employés dans le secteur non-agricole<sup>3</sup>. Au pire moment de la récession, il y en avait 22 millions de moins. L'écart s'est réduit à 4 millions environ. Une fois surmontée l'incertitude causée chaque fois qu'un nouveau variant apparaît, l'activité des secteurs impliquant de fortes interactions sociales sera de moins en moins perturbée. Un petit calcul d'extrapolation suggère que le niveau d'emploi pré-pandémie serait atteint vers l'**été 2022**.

#### 6) Quand l'emploi sera revenu sur sa tendance de croissance

Dans le point précédent, le défaut évident est qu'on ne tient pas compte de la hausse de la population active, qui était d'environ 120k par mois. Le retour au plein-emploi doit plutôt se mesurer par rapport au scénario contrefactuel sans pandémie. Sur la base des tendances qui prévalaient au début 2020, le nombre d'employés aurait gagné entre 3.5 millions en deux ans, ce qui donne un écart, non de 4 millions, mais de 7.5 millions par rapport à la tendance pré-pandémie. Sous l'hypothèse d'un freinage linéaire du rythme des créations d'emplois, cet écart serait comblé en **mai 2024**. D'autres trajectoires sont possibles selon l'évolution de la participation (voir points 7 et 8). Si le choc négatif sur la participation ne se corrige pas, c'est la tendance pré-crise qu'il faut abaisser et, par suite, la durée de convergence.

#### 7) Quand le taux de participation sera revenu à son niveau pré-crise.

La participation est le pourcentage de la population en âge de travailler qui occupe un emploi ou bien est à la recherche active d'un emploi. Ce concept combine donc certaines des approches précédentes. C'est la présence sur le marché du travail, comme employé ou comme chômeur, qui compte.

Après avoir atteint un pic à la fin des années 1990 (>67%), la participation a reculé, faiblement d'abord, puis rapidement dans les années ayant suivi la crise de 2008. Outre les forces démographiques, cela traduisait une faiblesse du marché du travail, même si le chômage était lui aussi en déclin. A l'opposé, la participation s'est stabilisée et a même un peu remonté de 2015 à 2019. Elle dépassait 63% avant la pandémie. La chute brutale lors du confinement n'a été que partiellement compensée (61.8% en novembre 2021). Les départs en retraite ont en effet été bien plus forts que ce qu'aurait justifié le seul vieillissement de la population active. Par rapport au niveau pré-crise, la participation est inférieure de 1.9 points pour les plus de 55 ans, de 1.1 point pour les 25-54 ans, et de seulement 0.3 point pour les moins de 25 ans. Rien ne laisse augurer à ce jour que les néo-retraités, encouragés à quitter le marché du travail de manière précoce, ne soient prêts à faire machine arrière. Ce type de décision n'est pas aisément réversible, même

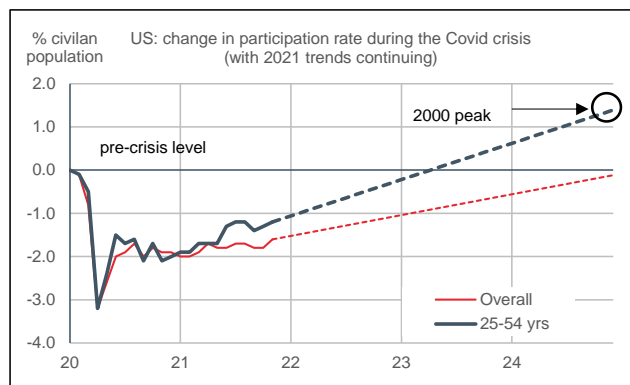
<sup>3</sup> Pour rappel, ce n'est pas cette estimation de l'emploi qui sert au calcul du taux de chômage.



avec des conditions d'emploi plus favorables. Un effondrement des prix d'actifs, et donc un choc sur le revenu des retraités, pourrait inverser le mouvement, mais ce n'est sûrement pas ce que peut souhaiter la Fed. De ce point de vue, on ne peut pas donner un horizon raisonnable pour une correction du taux de participation.

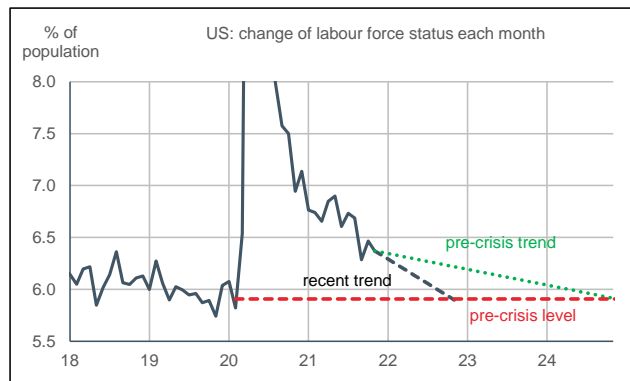
### 8) Quand la participation des 25-54 ans sera au niveau pré-crise

Pour s'affranchir de l'effet de composition dû aux départs en retraite, il vaut mieux examiner le taux de participation des 25-54 ans. Après tout, les retraités n'ont pas une influence directe sur les salaires. Depuis le début de 2021, il se dessine un mouvement haussier de ce taux de participation "réduit", même si le bruit statistique reste important (graphe). Si on extrapole la tendance, le niveau de participation pré-pandémie sera retrouvé en **avril 2023**. Pour revenir au pic de 1999/2000, il faudrait attendre **novembre 2024**. Une correction complète n'apparaît pas imminente mais si la participation continue de monter, cela indiquera que l'économie US continue de s'affranchir des restrictions sanitaires. Parmi les causes des difficultés de recrutement, les firmes signalent, outre les départs en retraite, les obligations pour garde d'enfant (qui pèsent surtout sur les mères de famille) et les craintes d'être contaminé dans des métiers à forte interaction sociale. Parmi les pays développés, les Etats-Unis se distinguent par l'absence d'un réel système de soutien aux parents qui travaillent.



### 9) Quand les flux d'entrée/sortie du marché du travail seront normalisés

À tout moment, chaque adulte est dans l'un des trois états suivants : être employé, être chômeur, être en dehors de la force de travail pour des causes diverses (handicaps, retraites). D'un mois à l'autre, chacun peut soit rester dans son état (c'est le cas le plus fréquent), soit en changer. La proportion des changements d'état augmente toujours durant les récessions et diminue durant les expansions. Juste avant la pandémie, cette proportion était inférieure à 6%, un point bas historique (la série débute en 1990). Elle a bondi à 14% en avril 2020, du fait de l'envolée soudaine du chômage et des flux de sortie du marché du travail. Dernièrement, elle se situe à 6.5%. Comme on l'a fait plus haut au sujet du chômage (point 4), on peut estimer des trajectoires de normalisation de ses flux. L'extrapolation de la tendance récente donne **novembre 2022**, mais si l'on suppose que certains facteurs récents sont biaisés par la pandémie et vont se corriger, le retour à la situation pré-crise serait plutôt atteint à la **fin 2024** (graphe).



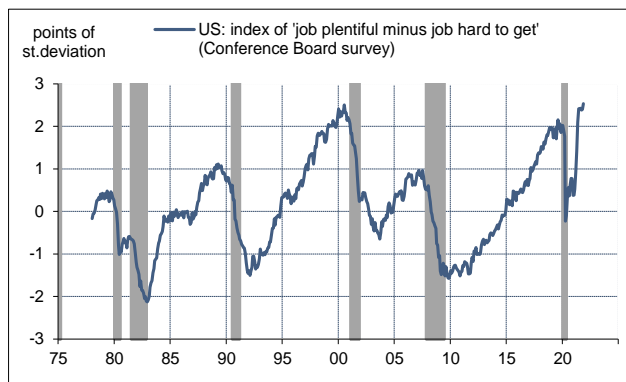
### 10) Quand les ménages n'ont plus aucune crainte de chômage

Jusqu'à présent, nous avons considéré le plein-emploi comme un concept économique dont on cherche à donner une mesure statistique. C'est l'approche usuelle, il va sans dire, mais le plein-emploi est aussi un concept politique puisque le chômage ou le risque de chômage, autrement dit la déviation du plein-emploi, peut influencer le choix des électeurs. Comme on l'a rappelé en préambule, à la suite de Keynes, la prévention du chômage de masse est devenue après la Seconde guerre mondiale un objectif prioritaire des gouvernements dans les pays avancés. De ce point de vue, le plein-emploi pourrait



se définir comme le niveau de chômage, quel qu'il soit, qui ne provoque pas une anxiété telle que le gouvernement en place risque d'être rejeté à la prochaine élection<sup>4</sup>.

Les Américains de 2021 ont-ils encore peur du chômage ? La question n'est pas posée de manière aussi directe dans les enquêtes de confiance des consommateurs, mais on s'en approche en leur demandant comment ils évaluent la disponibilité du travail ou la difficulté à trouver un emploi. L'enquête du Conference Board fournit une perspective sur plus de quatre décennies (graphe). L'indice des conditions du marché du travail (*job plentiful minus job hard to get*) a rebondi à son niveau pré-pandémie dès **mai 2021** et se situe désormais à un record absolu. Il est singulier d'atteindre un tel niveau si tôt après la fin d'une récession, et non pas au terme d'une longue phase d'expansion.



Les sondages d'opinion confirment que le chômage est sorti du radar des Américains. Selon Gallup qui demande de citer le problème principal des Etats-Unis<sup>5</sup>, seulement 5% des sondés cite le chômage (en 2011, c'était 39%), un peu plus cite l'inflation (dans les années 1970, on dépassait 50%), tout cela loin derrière les questions touchant à la situation politique (21%) ou la pandémie (15%). Dans la hiérarchie des problèmes économiques, l'inflation a donc clairement pris le pas sur le chômage. Début décembre, toujours selon Gallup<sup>6</sup>, 10% des sondés jugeaient que la poussée d'inflation leur causait des difficultés sévères, 35% des difficultés modérées, 54% ne signalant aucune difficulté. Le durcissement de ton de la Fed, préalable à un resserrement de sa politique, trouve là sa justification : l'emploi n'est sans doute pas encore "maximal" comme le voudrait son mandat, mais il s'en approche. A l'opposé, la hausse des prix est sortie de la zone où on peut considérer qu'elle est sous contrôle.

<sup>4</sup> Pour un rappel de ce long débat sur la nature du plein-emploi, voir Rees (1957), "The meaning and measurement of full employment", NBER

<sup>5</sup> Voir <https://news.gallup.com/poll/1675/most-important-problem.aspx>

<sup>6</sup> Voir <https://news.gallup.com/poll/357731/inflation-causing-hardship-households.aspx>



**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 Réglementations 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@oddonyc.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 site de la recherche de Oddo & cie.