

Economie

Focus US

N° 2020 - 30

Emploi US : choc ponctuel vs dommages permanents

Vendredi 31 juillet 2020

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>

Malgré le choc très brutal ayant frappé le marché du travail, les ménages américains n'affichent pas une déprime extrême. Deux raisons expliquent cette relative sérénité. Primo, ceux qui ont perdu leur emploi ont été bien indemnisés. Secundo, la plus grande partie d'entre eux espèrent être rappelés assez vite par leur employeur. Se profilent désormais deux écueils. Le premier est que les indemnités de chômage seront nettement réduites dans le futur paquet fiscal. Le second est que la résurgence de l'épidémie de coronavirus risque de transformer les licenciements temporaires en licenciements permanents.

Le focus de la semaine

En mai, puis en juin, l'emploi a fortement rebondi. Les indicateurs à haute fréquence suggèrent qu'il n'en a pas été de même en juillet (le prochain rapport mensuel sur le marché du travail sera publié le 7 août). L'essentiel du sursaut était concentré dans quatre secteurs représentant moins d'un tiers de l'économie : construction, commerce de détail, hôtels et restaurants, services à la personne (notés a+b+c+d dans le tableau ci-dessous). Or ces secteurs sont aussi les plus exposés au risque sanitaire qui pousse les ménages à réduire leurs déplacements. Le vif rebond des cas d'infection pourrait laisser cet été le taux d'emploi près de 10 points sous son niveau pré-pandémie.

Dans les enquêtes sur leur moral, les ménages n'expriment pourtant pas une anxiété excessive (voir p.2), comme s'ils jugeaient que le choc n'était que transitoire. De fait, la majorité des nouveaux chômeurs espèrent être rappelés par leur entreprise avant six mois. En juin, sur 18.1 millions de chômeurs recensés, près de 60% étaient dans ce cas (on dit qu'ils sont *on layoff*). Seulement 7.5 millions cherchaient vraiment un nouvel emploi. A cette date, le taux de chômage était officiellement de 11.1% mais si on avait exclu les personnes ayant l'espoir de retrouver leur entreprise, on ne serait qu'à 4.8%, contre 3.4% au point bas (voir 1^{ère} ligne du tableau et la répartition par secteurs). Hélas, cet espoir est parfois déçu car les entreprises font face à des contraintes plus fortes. D'avril à juin, nous estimons ainsi que la baisse du nombre de chômeurs *on layoff* se décompose pour les deux-tiers par des reprises d'emploi et pour l'autre tiers par un licenciement permanent. Si on prolonge cette tendance, le taux de chômage "corrige" continuerait de monter d'environ deux points dans les 6 prochains mois. Ce n'est pas le genre d'évolutions qui caractérisent une véritable reprise.

US : évolution de l'emploi par secteurs (sans ajustements saisonniers)

	Employment						Unemployment excluding those on new layoffs				
	pre-shock level (millions)	% of total	February (index)	April	June	Jan. 2010 vs Jan. 08	February	April	June	Jan. 2008	Jan. 2010
Total	156	100	100	84	90	95	3.4	3.4	4.8	5.0	9.5
_Mining & utilities	2	1	100	98	98	95	2.8	2.3	5.7	3.0	5.4
_Construction	11	7	(a)	100	83	95	5.3	6.0	6.1	9.9	19.5
_Manufacturing	16	10	100	86	91	83	3.9	2.9	4.1	5.1	12.3
_Wholesale trade	4	2	100	88	88	92	3.0	3.7	4.3	3.1	8.2
_Retail trade	16	10	(b)	100	83	91	4.4	4.1	5.3	5.7	10.5
_Transportation & warehousing	8	5	100	86	86	86	3.8	2.9	5.6	4.0	11.0
_Information	3	2	100	88	87	90	2.6	3.9	5.2	4.9	9.7
_Finance	11	7	100	94	96	94	1.8	2.2	2.5	3.1	6.4
_Business services	20	13	100	90	96	99	4.1	4.0	4.9	6.0	10.3
_Education & health	36	23	100	86	91	105	1.9	1.8	3.4	2.4	4.7
_Leisure & hospitality	14	9	(c)	100	58	71	5.8	6.8	10.1	9.2	13.9
_Other services	8	5	(d)	100	73	85	2.8	3.0	4.3	4.0	8.6
_Government	8	5	100	96	100	101	1.3	1.1	2.0	1.6	3.7
(a)+(b)+(c)+(d)	49	32	100	74	85	91	4.8	5.1	6.7	7.4	13.2
Other nonfarm sectors	106	68	100	89	93	96	2.8	2.6	3.9	3.7	7.7

Sources : Thomson Reuters, Odco BHF Securities

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.

Ce document a été imprimé pour Felix CACHERA Le 10/08/2020 09:25:43.



Economie

- Le climat des affaires a continué de se redresser en **juillet** malgré la nouvelle montée du risque sanitaire depuis quelques semaines. A ce stade, la reprise tend à ralentir, mais elle ne cale pas. Les indices PMI de Markit ont ainsi progressé de 1.5 pts dans le secteur manufacturier et 1.7 pts dans les services, à 51.3 et 49.6 respectivement. (Les hausses et les niveaux sont plus hauts en Europe). L'indice de la Fed de Dallas gagne 1.9 pts à 53.7 (en équivalent-ISM) et celui de la Fed de Richmond 3.2 pts à 55.3. Il est vrai que les carnets de commandes de biens capitaux continuent de se regarnir. Après une chute de 32% en mars-avril, ils ont rebondi de 24% sur mai et juin. Le choc sur l'industrie a été bref et intense, mais n'a pas les mêmes ramifications que lors des récessions industrielles de 2009 et, plus récemment, de 2014-2016 (crise du secteur pétrolier).
- Il y a semble-t-il un plus d'hésitation en ce qui concerne le moral des ménages. L'indice du *Conference Board* a reculé de 5.7 pts en **juillet**, par suite d'évolutions divergentes entre la situation présente (+7.5) et les anticipations (-14.6). Il s'établit à 92.6, plus proche de son point bas récent (85.7 en avril) que de son niveau du début d'année (>130). L'indice des conditions d'emploi poursuit son redressement pour le 3^{ème} mois à la file, mais reste très inférieur à son niveau pré-pandémie.
- D'après la première estimation, la croissance du PIB américain ressort à -32.9% en rythme annualisé au **T2** (-9.5% en rythme non annualisé). C'est de loin la plus forte baisse de l'après-guerre. Au plus fort de la crise financière le recul maximal n'avait été que de 8.4% (au T4 2008). Le gros est expliqué par le recul de -34.6% de la consommation privée. L'investissement est aussi en nette baisse, -38.7% dans le résidentiel et -27.0% dans le secteur non-résidentiel. Mais la baisse de l'investissement est en réalité assez faible. Habituellement, lors des récessions, l'investissement recule d'un ordre de magnitude plus élevé que la consommation. Les inventaires contribuent à la baisse du PIB à hauteur de 4 pts. Contrairement à l'usage lors des récessions, le commerce extérieur ne contribue que faiblement à la croissance (+0.7 pts vs +2.4 pts au S1 2009) car la demande domestique américaine a relativement mieux tenu que la demande étrangère.
- Pour la deuxième semaine consécutive, les inscriptions hebdomadaires au chômage ont cessé de baisser et s'établissent à 1.43 millions (vs 1.42 la semaine précédente). Cela semble confirmer le ralentissement de la reprise en juillet.

Politique monétaire et budgétaire

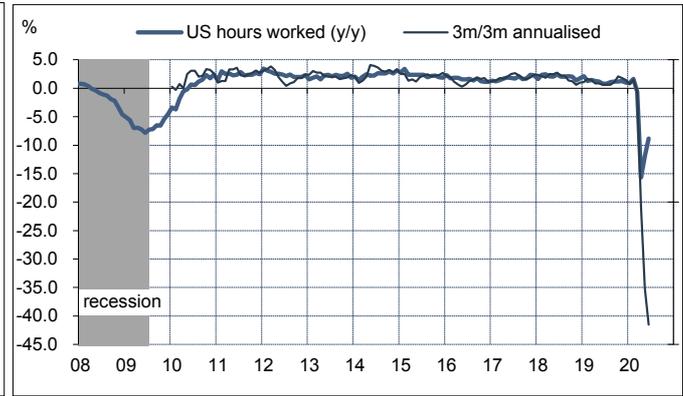
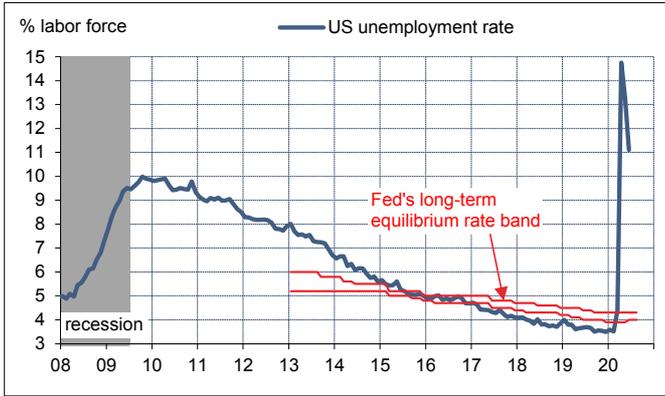
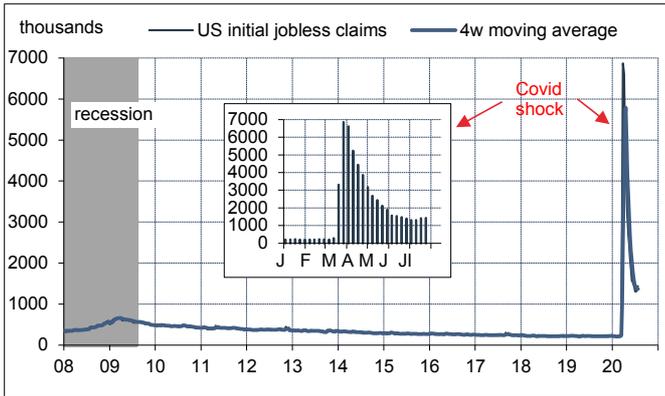
- La réunion du FOMC du **29 juillet** s'est terminée sans annonce nouvelle mais en réaffirmant que la Fed était résolue à utiliser toute la gamme de ses outils pour soutenir l'économie. Lors de sa conférence de presse, Jerome Powell a une fois de plus exprimé ses inquiétudes, notant que le rythme de la reprise avait fléchi depuis la précédente réunion du 10 juin. Les facilités de liquidité d'urgence ont été prolongées de trois mois jusque fin 2020, et les lignes de swap en dollar jusqu'à la fin mars 2021. Le taux des fonds fédéraux est fermement ancré à zéro à l'horizon visible et les achats d'actifs sont prolongés à leur rythme récent.
- Les Républicains ont exposé le **28 juillet** leur proposition pour un nouveau paquet fiscal (HEALS Act), mais certains points de désaccord subsistent avec la Maison Blanche. La partie la plus controversée concerne l'aide aux ménages. Le GOP propose un nouveau chèque de 1200\$ (plus 500\$ par enfants du ménage) mais aussi une baisse du complément d'assurance-chômage, qui passerait de 600\$ par semaine actuellement à 200\$ durant les deux prochains mois, le temps de mettre sur pied un système offrant un taux de remplacement du salaire à 70% (le taux médian actuel est estimé à 134%). La proposition inclut aussi une extension du Paycheck Protection Program et des crédits d'impôts pour les entreprises qui conservent leurs employés. Le coût affiché de ce plan se situe à 1.1 trillion \$. Les négociations ont commencé avec les démocrates qui demandent en particulier un geste plus généreux pour les ménages et des aides aux états. La Chambre à majorité démocrate avait proposé un HEROES Act à 3 trillions.

A suivre la semaine prochaine

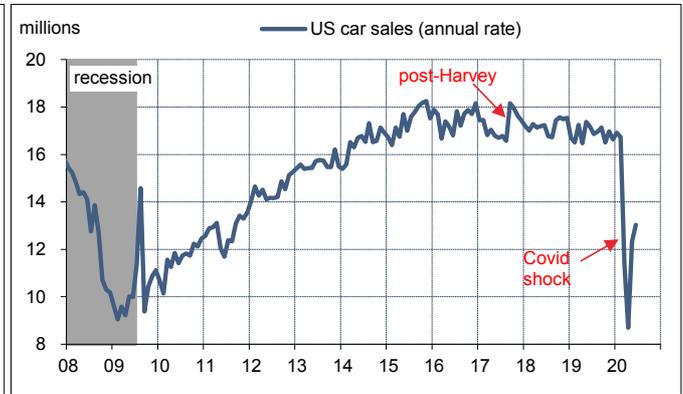
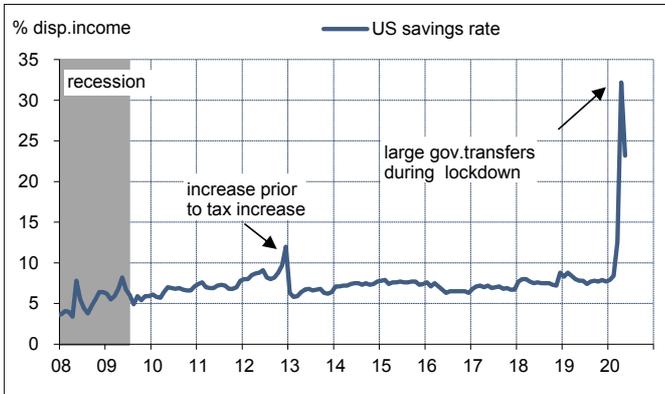
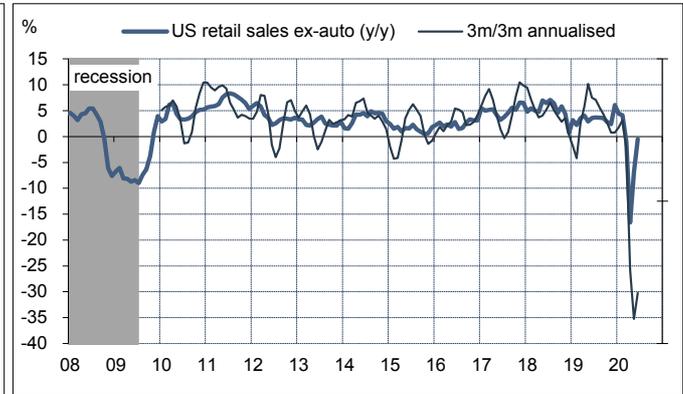
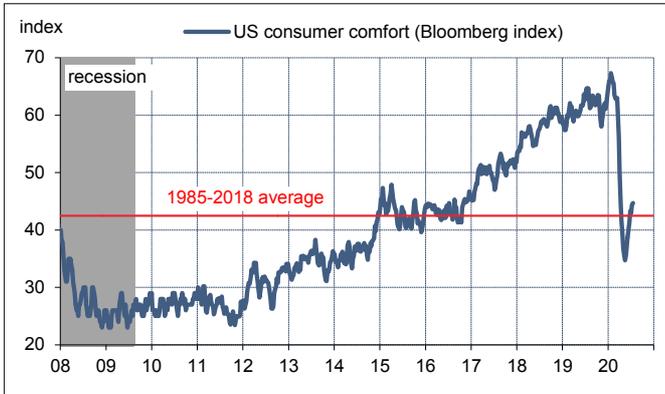
- Ce *Focus-US* est le dernier numéro avant la pause estivale. La situation sanitaire et l'évolution de la politique fiscale resteront les deux principaux sujets d'attention dans les prochaines semaines. Cela mis à part, les principales données à suivre seront : l'ISM manufacturier (le **3 août**), l'ISM non-manufacturier (le **5**), le rapport sur l'emploi (le **7**, voir p.1), l'inflation (le **12**), les ventes au détail et la production industrielle (le **14**), les minutes de la Fed (le **19**) et les estimations préliminaires des PMI d'août (le **21**). On cherchera surtout dans ces données à estimer le coût de la recrudescence de l'épidémie.



Annexe 1 - Marché du travail



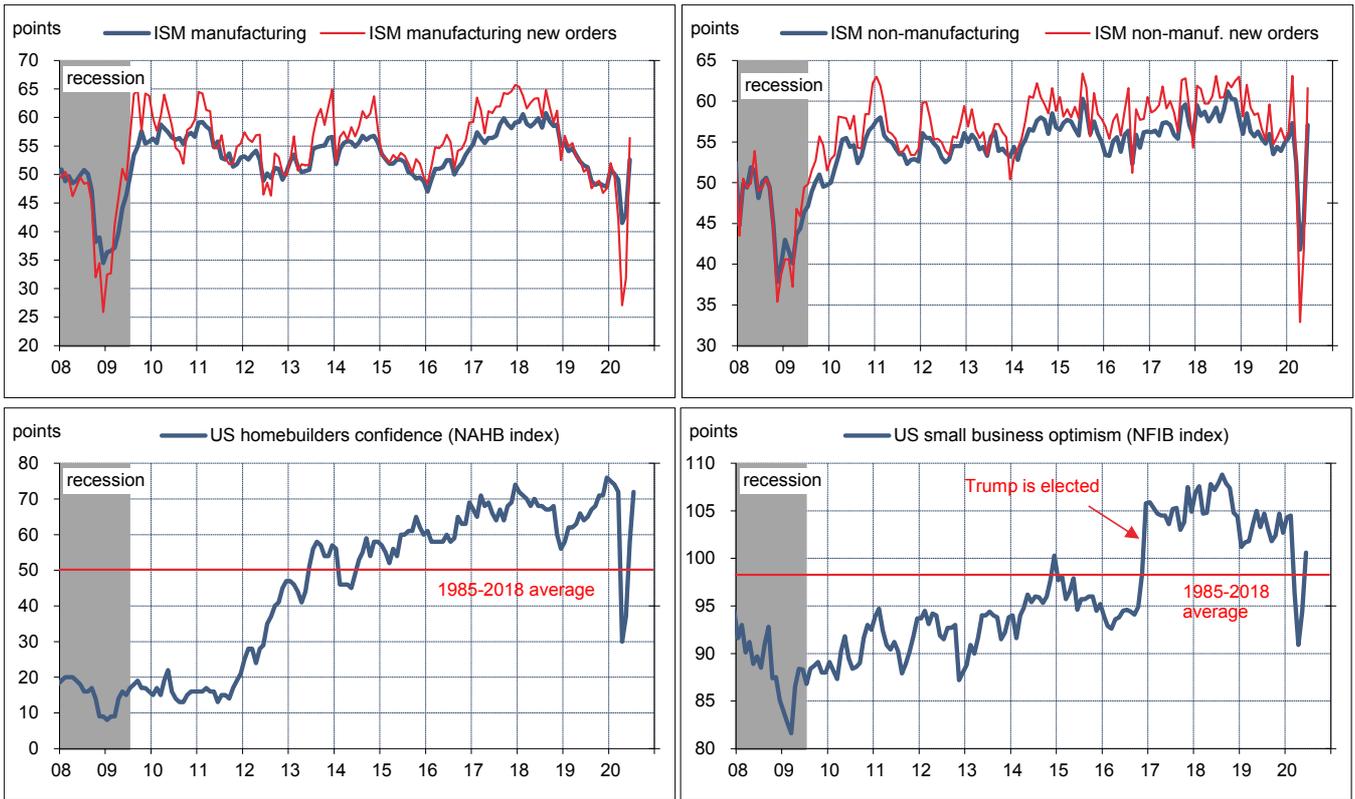
Annexe 2 - Consommateur



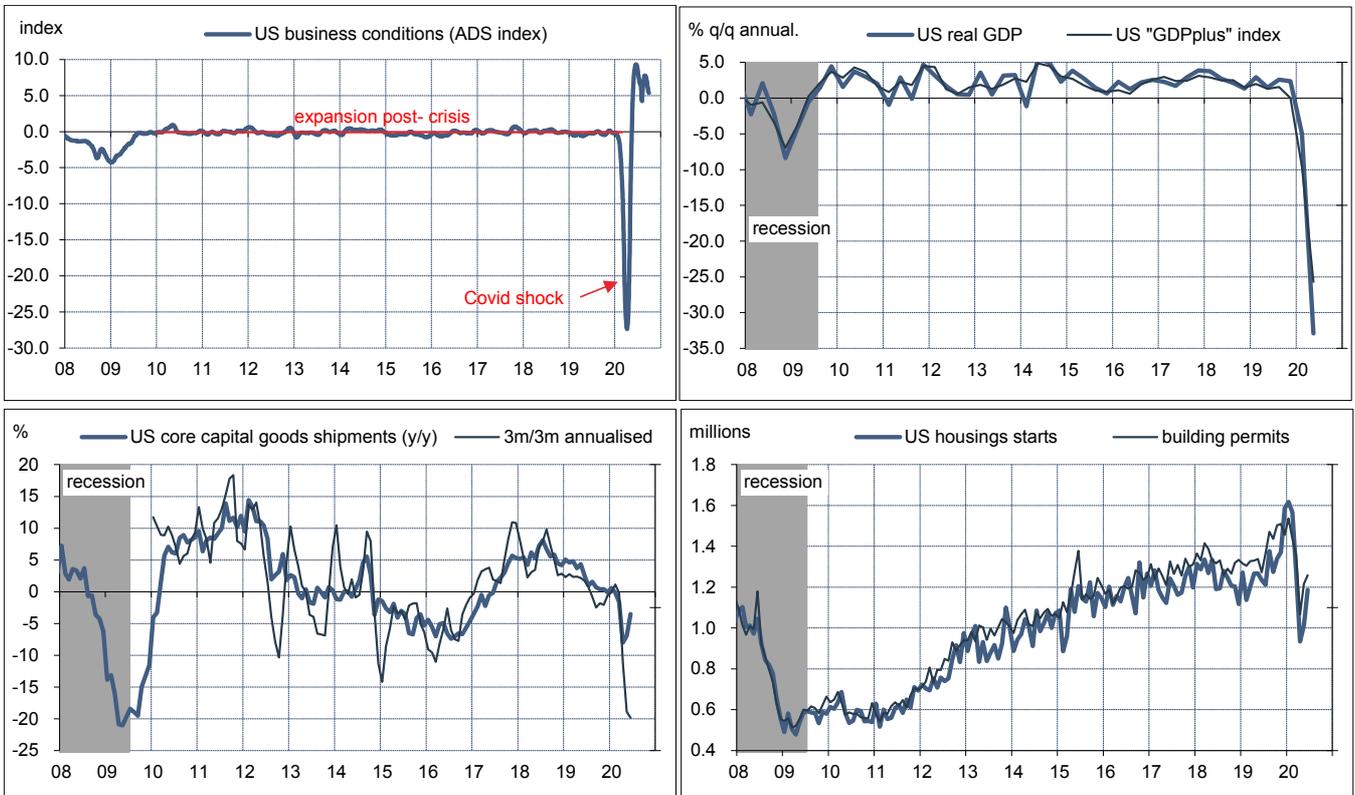
Sources : Thomson Reuters, Bloomberg, Oddo BHF Securities



Annexe 3 - Climat des affaires



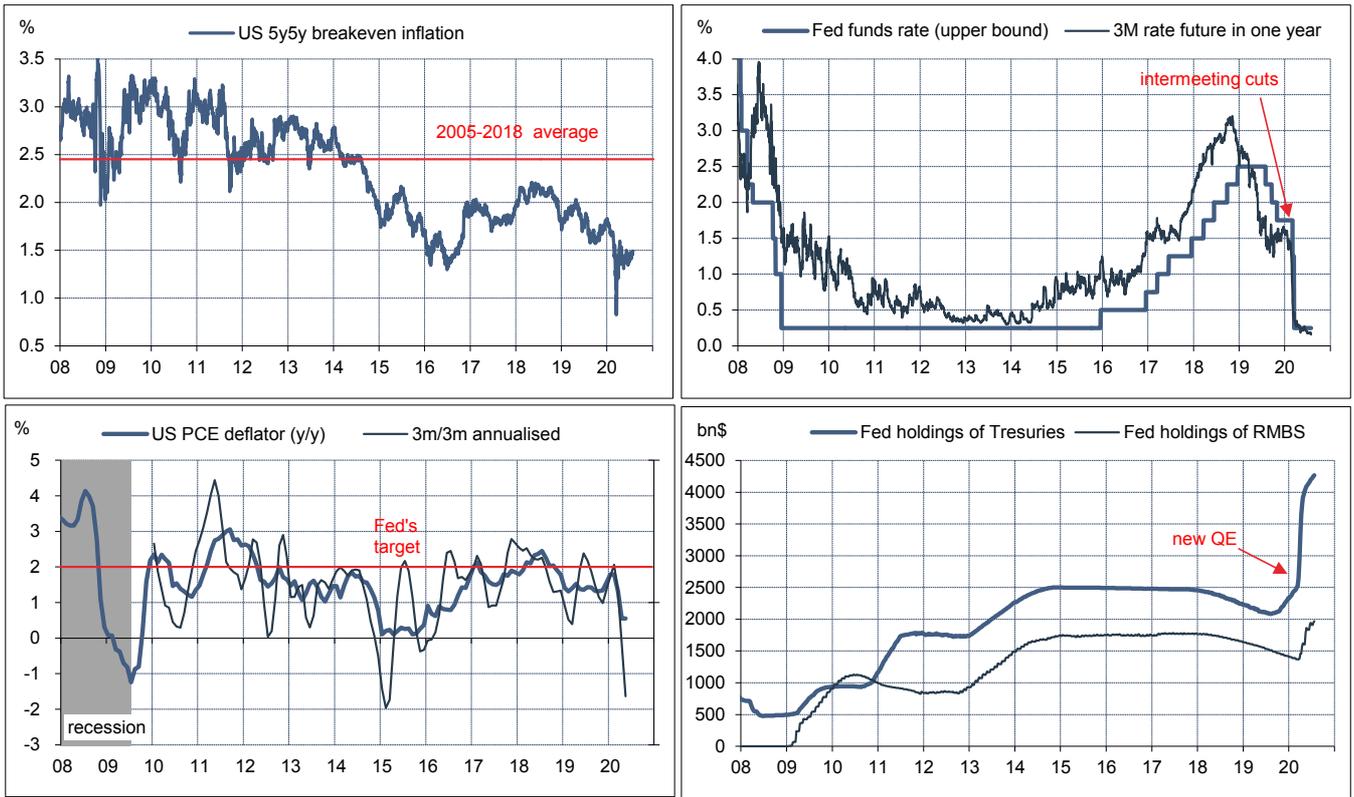
Annexe 4 - Conditions d'activité



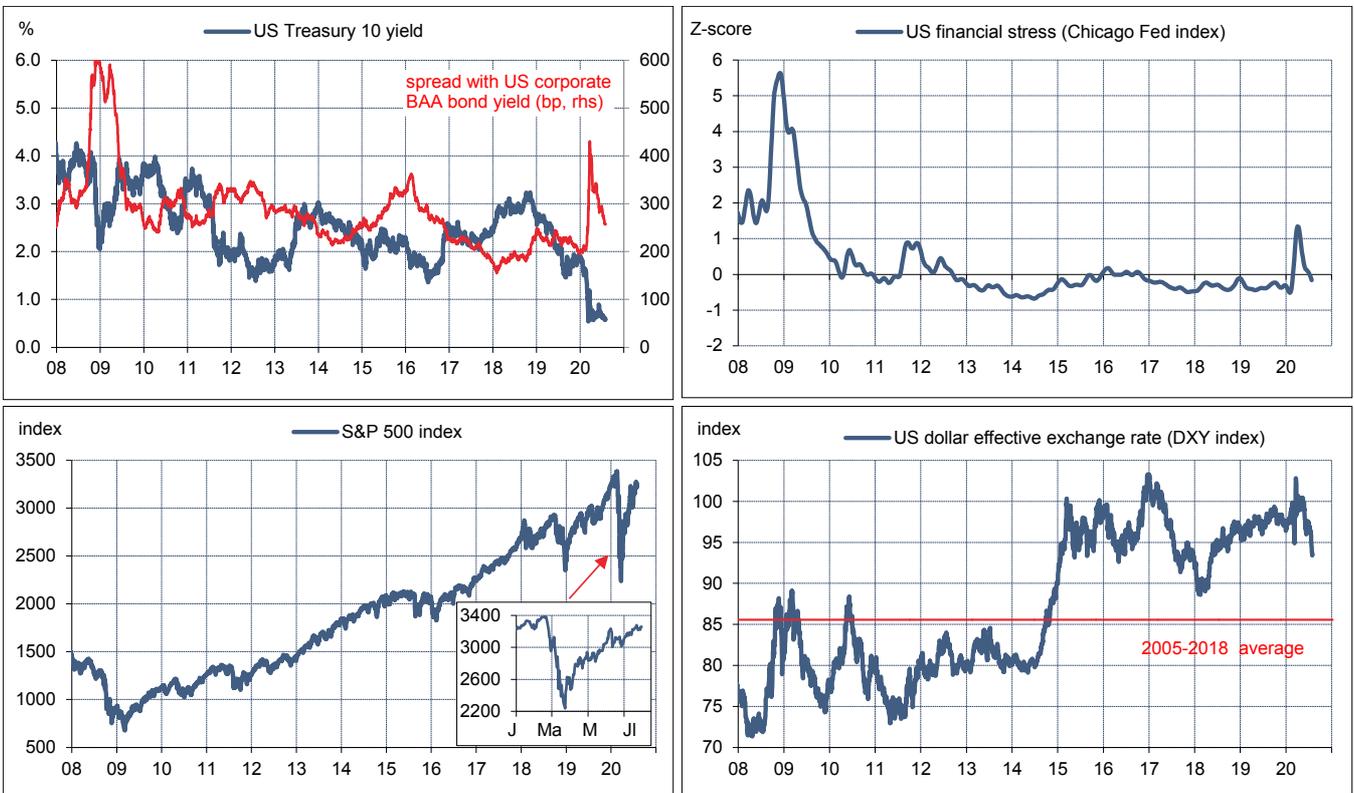
Sources : Thomson Reuters, Bloomberg, Oddo BHF Securities



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@oddo.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.