

● Le thème de la semaine : *Labor hoarding*

- Le marché du travail américain est tendu, selon la plupart des données ;
- La loi d'Okun permet de mettre en évidence la sous-réaction du chômage à un ralentissement de la croissance ;
- Les données d'inscriptions initiales au chômage et les annonces de licenciements témoignent de la réticence des entreprises à licencier ;
- Outre les coûts d'embauche, les raisons de la rétention de main-d'œuvre incluent le maintien de compétences techniques et générales clés, notamment les capacités informatiques, la gestion du temps et le leadership.

● La revue des marchés : L'été en avril?

- La BCE ne convainc pas les marchés qui tablent sur une baisse en avril ;
- La croissance américaine reste forte à 3,3% au 4T ;
- Repentification des courbes ;
- Bonnes performances des actions et du crédit.

● Le graphique de la semaine



En Chine, le prix du carbonate de lithium utilisé pour les batteries électriques a chuté de plus de 80% sur un an, pour revenir au plus bas depuis 2020, à 13 300 \$ la tonne à la mi-janvier, contre 72 000 \$ un an auparavant et un pic à près de 80 000 \$ fin novembre 2022.

Cela est lié à la moindre demande du plus grand marché mondial de véhicules électriques : la Chine. Après avoir augmenté de 84% en 2022, les ventes de véhicules électriques ont nettement ralenti pour progresser de 25% en 2023. Cette forte baisse des prix du lithium a conduit certains producteurs à réduire leurs projets d'expansion de la production.

● Le chiffre de la semaine

1,5

Source : Commission européenne

Afin d'atteindre la neutralité carbone d'ici 2050, l'Union Européenne devrait investir près de 1,5 billion d'euros par an, entre 2031 et 2050, selon un document provisoire de la Commission européenne vu par le Financial Times.



Axel Botte

Directeur Stratégie Marchés
axel.botte@ostrum.com



Zouhoure Bousbih

Stratégiste pays émergents
zouhoure.bousbih@ostrum.com



Aline Goupil-Raguénès

Stratégiste pays développés
aline.goupil-raguenes@ostrum.com

● **Thème de la semaine**

Labor hoarding

Le marché du travail américain est tendu à bien des égards. Le taux de chômage, à 3,7 % en décembre, reste inférieur à son niveau d'équilibre de long terme. Les offres d'emploi ont diminué, mais les entreprises semblent réticentes à licencier, une pratique connue sous le nom de *labor hoarding* ou rétention de main-d'œuvre. Dans cet article, nous explorons l'ampleur de la rétention de main-d'œuvre à l'aide de la loi d'Okun et les raisons de l'excès de demande de travail.

La loi d'Okun et l'accumulation de facteur travail

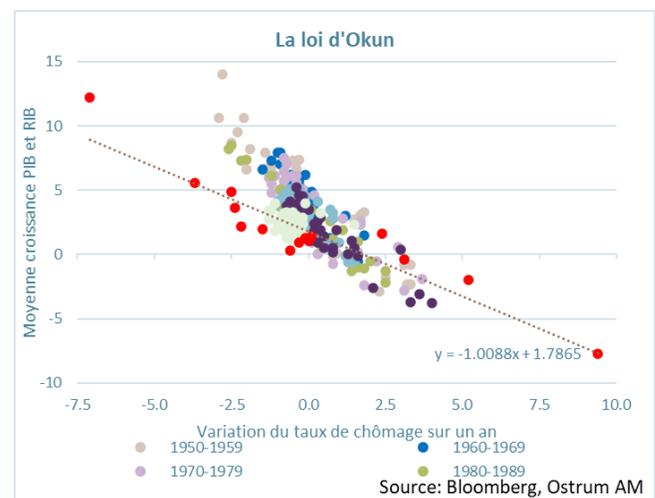
Aux États-Unis, la croissance a globalement ralenti depuis la forte reprise de l'activité économique entre mi-2020 et 2021. Toutefois, les tensions sur le marché du travail ont continué de prévaloir. Le taux de chômage n'était que de 3,7 % en décembre 2023, à 0,3 point de pourcentage de son plus bas niveau.

Dans les enquêtes menées auprès des entreprises, les celles-ci indiquent qu'elles restent réticentes à licencier des travailleurs, même face à un ralentissement de la croissance, craignant des difficultés si elles devaient réembaucher, une pratique souvent qualifiée de rétention de main d'œuvre. Il est donc difficile de retenir les talents. Par exemple, dans l'enquête JOLTS, la part des démissionnaires (les travailleurs qui quittent volontairement leur entreprise pour poursuivre d'autres opportunités) reste proche des sommets du cycle précédent, à 2,3 % de l'emploi total et des offres d'emploi. De même, la composante emploi, décevante en décembre, de l'ISM des services (43,2) a rappelé ces difficultés de recrutement. Les commentaires des sondés indiquaient que : « Le travail à distance est préféré par la plupart (des candidats), ce qui rend difficile le recrutement d'employés qualifiés, et nos employés qualifiés partent vers des options hybrides ».

La loi d'Okun est une règle empirique qui relie la croissance de la production aux variations du taux de chômage. La règle empirique est telle qu'une augmen-

tation d'1 point de la croissance devrait réduire le taux de chômage de 0,5 point. Un phénomène de rétention de main-d'œuvre serait mis en évidence par une augmentation limitée du taux de chômage, par suite d'un ralentissement de la croissance.

Suivant une méthodologie développée par la Fed de San Francisco¹, nous avons construit le graphique ci-dessous reliant la croissance économique aux variations du taux de chômage. La croissance est mesurée par la variation en pourcentage d'une année sur l'autre de la moyenne du RIB et du PIB, afin d'aplanir les problèmes de mesure. Le RIB et le PIB sont en effet les deux faces d'une même médaille.



Les comparaisons sur de longues périodes risquent d'être biaisées par des changements structurels de l'économie et, par exemple, par des progrès dans l'allocation des ressources rendant le marché du travail plus efficient. Cependant, le marché du travail s'est bien comporté depuis 2020, alors que la croissance s'est modérée, sans doute parce que les entreprises souhaitent éviter les licenciements et retenir leurs travailleurs.

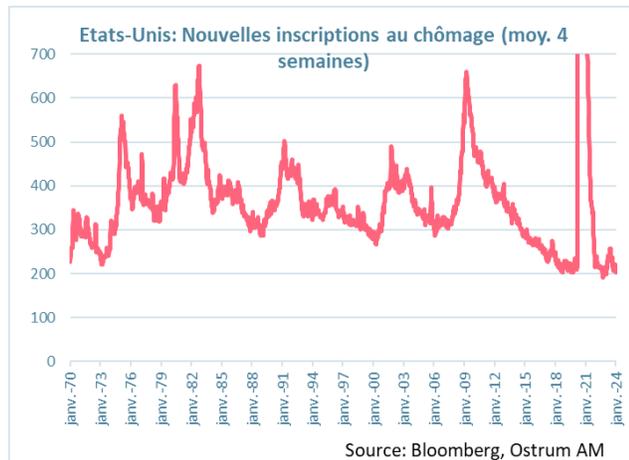
La série de points rouges sur le graphique ci-dessus représente la relation d'Okun depuis 2020. Les années 2020 se démarquent, car les données suggèrent une relation proche de un pour un entre l'évolution du taux de chômage et la croissance économique. Sur la base des données de 1950 à 2019, nos estimations suggèrent que le taux de chômage a diminué de 0,4 pp en moyenne en réponse à une augmentation d'1 pp de la croissance. Ainsi, la reprise économique ne peut, à elle seule, expliquer le faible niveau de chômage

¹ <https://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/2023/december/from-hiring-difficulties-to-labor-hoarding/>

actuel. En utilisant 20 ans de données pour ajuster la relation d'Okun, nous estimons que le taux de chômage était d'1,5 à 2 points de pourcentage inférieur aux prévisions du modèle pour la période 2021-2022.

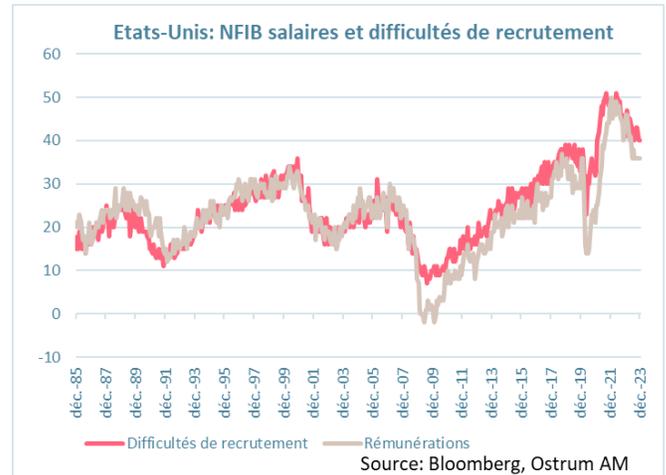
Les inscriptions au chômage au plus bas

Les nouvelles inscriptions hebdomadaires au chômage donnent un indicateur en temps réel du marché du travail américain. Le niveau extrêmement faible des inscriptions constitue une mesure de la rétention de main-d'œuvre. La dernière donnée se situe à 187k nouvelles inscriptions pour la semaine du 13 janvier. Pour mettre ces chiffres en perspective, un niveau inférieur à 200k serait comparable aux plus bas cycliques du début des années 1970, lorsque la taille de la population active était inférieure de moitié aux niveaux actuels.



Les petites entreprises sont les plus exposées aux tensions sur le marché du travail

La réticence des entreprises à licencier des travailleurs est bien documentée par l'enquête du NFIB auprès des petites entreprises. Une nette majorité de petites entreprises continuent de signaler d'importantes difficultés de recrutement, malgré l'augmentation des plans de rémunération. Malgré la diminution des tensions sur le marché du travail, la situation courante reste comparable aux sommets cycliques précédents.



Les difficultés de recrutement persistantes et le manque de travailleurs qualifiés disponibles sont inhabituels. L'enquête NFIB fournit des détails supplémentaires sur les problèmes les plus significatifs pour les entreprises. La contrainte la plus forte au cours des trois dernières années a été l'inflation (23 % des personnes interrogées déclarent que l'inflation est le problème numéro un, contre 2 % il y a trois ans), et il n'y a d'ailleurs eu aucune amélioration au second semestre 2023. La qualité du travail (20 %) et le coût du travail (9 %) sont davantage cités que la réglementation et les formalités administratives, les taux d'intérêt ou le niveau des ventes ou encore la concurrence des grandes entreprises.

| NFIB Petites entreprises - Contrainte la plus significative | | |
|---|-----------|----------------|
| | Déc 2023 | Var. sur 3 ans |
| Inflation | 23 | 21 |
| Qualité du travail | 20 | -1 |
| Impôts | 17 | -4 |
| Coût du travail | 9 | 3 |
| Réglementation | 7 | -7 |
| Conditions financières et de taux | 5 | 4 |
| Chiffres d'affaires insuffisants | 5 | -8 |
| Concurrence des grandes entreprises | 5 | -3 |
| Coût/disponibilité de l'assurance | 5 | -3 |
| Autre | 4 | -2 |

Source: Bloomberg, Ostrum AM

En outre, les entreprises auraient pu allonger les heures de travail ou investir pour gagner en productivité. La durée du travail hebdomadaire moyenne a d'abord augmenté, à mesure que l'économie rebondissait après la pandémie, avant de revenir à son niveau d'avant Covid début 2023. Ainsi, la dernière baisse du taux de chômage n'est pas imputable à une diminution des heures travaillées. La

productivité a augmenté, notamment dans les services.

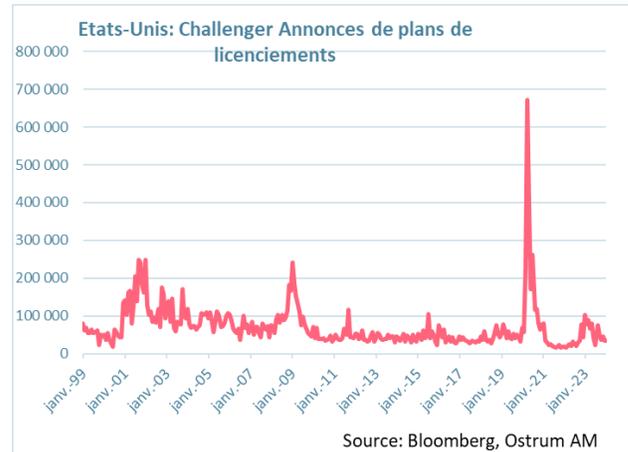
La stratégie des entreprises pour retenir les talents

Dans une enquête Skynova de 2022, une grande majorité de 1 010 propriétaires d'entreprises (21 % de grandes entreprises, 22 % de moyennes et 57 % de petites entreprises) déclarent retenir la main-d'œuvre. Les raisons invoquées par les employeurs pour expliquer la rétention de main-d'œuvre étaient que l'équipe était solide (48 %), que les licenciements sont mauvais pour le moral dans l'entreprise (47 %) et que les efforts de recrutement passés ou actuels se sont révélés difficiles (43 %). L'objectif de réduction des coûts de formation et des frais d'embauche (environ 4500 \$ par travailleur) a également été mentionné par plus de 40 % des personnes interrogées. Un taux élevé de rotation des effectifs (15 %) n'est pas une raison suffisante pour justifier une stratégie visant à retenir les talents.

Pour retenir les talents, l'amélioration de la rémunération (50 %), une communication transparente et un meilleur environnement de travail constituent des éléments importants. Les compétences techniques que les dirigeants d'entreprise souhaitent conserver comprennent principalement des compétences en informatique, notamment la maîtrise et l'analyse des données, l'automatisation informatique et le codage. Parmi les soft skills, la gestion du temps, le leadership et la créativité apparaissent comme les qualités les plus recherchées.

Les plans de licenciement restent réduits

Le niveau des annonces de plans de licenciements est un autre indicateur de la rétention de main-d'œuvre. En décembre, l'enquête Challenger faisait état d'annonces de licenciements totalisant seulement 34 000 emplois. Les plans de licenciements ont en effet ralenti au second semestre 2023. Les banques et les entreprises technologiques ont fait la une des journaux avec des plans de réduction des coûts, mais les réductions d'effectifs restent limitées par rapport aux cycles précédents.



Conclusion

Les tensions sur le marché du travail américain sont bien documentées. La croissance économique ne peut à elle seule expliquer le taux de chômage de 3,7 %. Les difficultés persistantes de recrutement ont conduit les entreprises à retenir la main-d'œuvre pour conserver les compétences et éviter les coûts de réembauche. La rétention de main-d'œuvre se traduit par des inscriptions hebdomadaires au chômage sous 200 000 et une baisse des licenciements.

En cas d'atterrissage brutal de l'économie, on peut craindre que l'ajustement de l'emploi sera plus fort que par le passé, les entreprises dégageant des gains de productivité comme tenu des effectifs actuels.

Axel Botte

• La revue des marchés L'été en avril ?

La BCE peine à convaincre les marchés de sorte que la probabilité d'une baisse dès avril se renforce. La croissance américaine alimente la hausse des actifs risqués avant le FOMC.

Les marchés financiers refusent d'intégrer le message de Mme Lagarde. La perspective d'une baisse des taux repoussée à l'été ne vaut rien dès lors que l'attention portée aux données reste prépondérante dans le processus de prise de décision de la BCE. Le marché n'a aucune raison d'exclure un geste dès le mois d'avril. Parallèlement, la forte croissance américaine s'accompagne de signaux de stabilisation de l'inflation. Ce scénario en boucle d'or ne semble requérir aucun allègement monétaire... même si la Fed confirmera sans doute cette semaine les baisses inscrites dans ses projections de décembre. Dans ce contexte, les rendements obligataires ont baissé et les courbes de taux se sont repentifiées sans préjudice aux actifs risqués (crédit, actions) soutenus par ailleurs par la croissance et quelques publications trimestrielles encourageantes (dont Netflix, LVMH...).

La communication de la BCE reste peu convaincante. L'attention portée à l'évolution des données courantes est incompatible avec un engagement calendaire sur les prochains mouvements de taux. En outre, la stagnation continue de l'activité depuis le 4T 2022 n'a pas fait disparaître l'inflation compte tenu des déséquilibres persistants sur le marché du travail. Le scénario de baisse de l'inflation projeté par la BCE, et plus encore par les marchés financiers, risque d'être remis en cause par les perturbations du commerce mondial. L'absence d'unanimité au sein du Conseil entretient aussi l'incertitude quant à la fonction de réaction de la Banque centrale. Aux Etats-Unis, la Fed a prévu un assouplissement avant d'observer une croissance de 3,3 % au dernier trimestre. La consommation des ménages progresse au rythme soutenu de 2,8 %. Cependant, l'inflation sous-jacente est désormais conforme à l'objectif de la Fed à 1,85 % en termes annualisés au second semestre. Baisser les taux alors que la décélération des prix ne semble liée qu'à l'offre de biens serait prématuré, d'autant que les pressions sur les chaînes d'approvisionnement réapparaissent. Le rebond de la demande de crédit hypothécaire mesure aussi l'effet de la détente des

conditions financières. Les ventes de maisons neuves se redressent en fin d'année. L'investissement logement au 4^{ème} trimestre devrait être révisé à la hausse.

Les marchés de taux n'abdiquent pas quant à la possibilité d'une baisse des taux dès le mois d'avril. Cette probabilité avait même augmenté à l'issue de la conférence de presse de la BCE. La pente de la courbe de taux allemande s'accroît de 7 pb sur son segment 2-10 ans. Le Bund revient sous 2,30% dans l'attente de la finalisation du budget allemand au début de février. Le calendrier d'émissions s'allège ce qui a favorisé la stabilisation du swap spread à 10 ans autour de 45 pb. Parallèlement, l'OAT s'échange sous 50 pb. L'Italie prévoit d'emprunter 15 Mds € auprès des ménages avec une nouvelle BTP Valore dont le lancement est prévu fin février. Cette source de financement, qui avait totalisé 44 Mds € en 2023, allège d'autant la pression sur le spread du BTP à 10 ans (152 pb). Les points morts d'inflation (-3 pb) n'ont pas réagi au rebond de 3,5 \$ du baril de brut sur la semaine écoulée. Les tensions en Mer rouge constituent une autre source d'inflation, jusqu'ici ignorée par les marchés financiers. Aux Etats-Unis, le T-note se situe à 4,15 % en fin de semaine. La tendance à la pentification perdure. Le spread 2-10 ans a repris 34 pb depuis mi-décembre.

Le marché du crédit poursuit son embellie. Le spread moyen sur le crédit IG glisse sous le seuil de 90 pb contre swap. Les dettes financières et les services d'utilité publique surperforment. Le positionnement acheteur de risque crédit se renforce sur l'iTraxx main. Les émissions primaires sont en retrait par rapport à 2023 et ralentissent à l'approche de la période de publication. Le high yield est en ligne avec la performance de l'IG sans compression particulière.

Les publications relatives au 4^{ème} trimestre ont débuté. Les résultats sont contrastés sur le S&P 500 quoique majoritairement supérieurs au consensus avec la poursuite de la baisse des profits sur un an dans les secteurs liés à l'énergie. Les profits des financières baissent de 5,8%. Les marchés sont bien orientés. La technologie continue de tirer les indices à la hausse aux Etats-Unis comme en Europe. Le Nikkei bénéficie de la faiblesse du yen pour s'adjuger 6,8% depuis le début de l'année. La bourse chinoise est en retrait.

Axel Botte

● Marchés financiers

| Emprunts d'Etats | 29-janv.-24 | -1sem (pb) | -1m(pb) | 2024 (pb) |
|---------------------------------|-------------|------------|---------|-----------|
| EUR Bunds 2a | 2.57% | -12 | +17 | +17 |
| EUR Bunds 10a | 2.24% | -5 | +22 | +22 |
| EUR Bunds 2s10s | -33.4bp | +7 | +5 | +5 |
| USD Treasuries 2a | 4.33% | -6 | +8 | +8 |
| USD Treasuries 10a | 4.1% | 0 | +22 | +22 |
| USD Treasuries 2s10s | -23.4bp | +5 | +14 | +14 |
| GBP Gilt 10a | 3.91% | +1 | +37 | +37 |
| JPY JGB 10a | 0.72% | +7 | -7 | -7 |
| EUR Spreads Souverains (10a) | 29-janv.-24 | -1sem (pb) | -1m(pb) | 2024 (pb) |
| France | 48bp | -1 | -5 | -5 |
| Italie | 151bp | -4 | -16 | -16 |
| Espagne | 90bp | -2 | -6 | -6 |
| Inflation Points-morts (10a) | 29-janv.-24 | -1sem (pb) | -1m(pb) | 2024 (pb) |
| EUR 10a Inflation Swap | 2.12% | -1 | -1 | -1 |
| USD 10a Inflation Swap | 2.49% | +0 | +8 | +8 |
| GBP 10y Inflation Swap | 3.55% | +5 | +2 | +2 |
| EUR Indices Crédit | 29-janv.-24 | -1sem (pb) | -1m(pb) | 2024 (pb) |
| EUR Credit IG OAS | 130bp | -6 | -8 | -8 |
| EUR Agences OAS | 67bp | -1 | -2 | -3 |
| EUR Obligations sécurisées OAS | 74bp | -1 | -5 | -5 |
| EUR High Yield Pan-européen OAS | 360bp | -17 | -42 | -39 |
| EUR/USD Indices CDS 5a | 29-janv.-24 | -1sem (pb) | -1m(pb) | 2024 (pb) |
| iTraxx IG | 58bp | -1 | 0 | 0 |
| iTraxx Crossover | 319bp | -5 | +6 | +6 |
| CDX IG | 55bp | 0 | -2 | -2 |
| CDX High Yield | 352bp | -3 | -5 | -5 |
| Marchés émergents | 29-janv.-24 | -1sem (pb) | -1m(pb) | 2024 (pb) |
| USD JPM EMBI Global Div. Spread | 400bp | +0 | +15 | +16 |
| Devises | 29-janv.-24 | -1sem (%) | -1m(%) | 2024 (%) |
| EUR/USD | \$1.082 | -0.570 | -1.975 | -2.0 |
| GBP/USD | \$1.269 | -0.126 | -0.299 | -0.3 |
| USD/JPY | JPY 148 | 0.122 | -4.651 | -4.7 |
| Matières Premières | 29-janv.-24 | -1sem (\$) | -1m(\$) | 2024 (%) |
| Brent | \$82.9 | \$2.9 | \$5.9 | 7.6 |
| Or | \$2 036.2 | \$14.5 | -\$26.8 | -1.3 |
| Indices Actions | 29-janv.-24 | -1sem (%) | -1m(%) | 2024 (%) |
| S&P 500 | 4 891 | 1.06 | 2.54 | 2.5 |
| EuroStoxx 50 | 4 626 | 3.25 | 2.32 | 2.3 |
| CAC 40 | 7 631 | 2.94 | 1.17 | 1.2 |
| Nikkei 225 | 36 027 | -1.42 | 7.66 | 7.7 |
| Shanghai Composite | 2 883 | 4.61 | -3.08 | -3.1 |
| VIX - Volatilité implicite | 13.92 | 5.53 | 11.81 | 11.8 |

Source: Bloomberg, Ostrum AM

Mentions légales

Ostrum Asset Management

Société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des marchés financiers sous le n° GP-18000014 du 7 août 2018. Société anonyme au capital de 50 938 997 € – 525 192 753 RCS Paris – TVA : FR 93 525 192 753. Siège social : 43, avenue Pierre Mendès-France – 75013 Paris – www.ostrum.com

Ce document est destiné à des clients professionnels, au sens de la Directive MIF. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite de Ostrum Asset Management.

Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Ostrum Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables.

Ostrum Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis et ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Ostrum Asset Management

Ostrum Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers. Les chiffres cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les références à un classement, un prix ou à une notation d'un OPCVM/FIA ne préjugent pas des résultats futurs de ce dernier.

Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé (s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Dans le cadre de sa politique de responsabilité sociétale et conformément aux conventions signées par la France, Ostrum Asset Management exclut des fonds qu'elle gère directement toute entreprise impliquée dans la fabrication, le commerce et le stockage de mines anti-personnel et de bombes à sous munitions.

Achevé de rédiger le ...29/01/2024

Natixis Investment Managers

Le présent document est fourni uniquement à des fins d'information aux prestataires de services d'investissement ou aux autres Clients Professionnels ou Investisseurs Qualifiés et, lorsque la réglementation locale l'exige, uniquement sur demande écrite de leur part. Le présent document ne peut pas être utilisé auprès des clients non-professionnels. Il relève de la responsabilité de chaque prestataire de services d'investissement de s'assurer que l'offre ou la vente de titres de fonds d'investissement ou de services d'investissement de tiers à ses clients respecte la législation nationale applicable.

En France: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers International - Société de gestion de portefeuilles agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP 90-009, société anonyme immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 329 450 738. Siège social: 43 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris.

Au Luxembourg: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A. – Société de gestion luxembourgeoise agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, société anonyme immatriculée au RCS de Luxembourg sous le numéro B115843. 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg.

En Belgique: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A., Belgian Branch, Louizalaan 120 Avenue Louise, 1000 Brussel/Bruxelles, Belgium.

En Suisse Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers, Switzerland Sàrl, Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genève, Suisse ou son bureau de représentation à Zurich, Schweizergasse 6, 8001 Zürich.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Investment Managers, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Les filiales de gestion et de distribution de Natixis Investment Managers mènent des activités réglementées uniquement dans et à partir des pays où elles sont autorisées. Les services qu'elles proposent et les produits qu'elles gèrent ne s'adressent pas à tous les investisseurs dans tous les pays.

Bien que Natixis Investment Managers considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, y compris celles des tierces parties, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

La remise du présent document et/ou une référence à des valeurs mobilières, des secteurs ou des marchés spécifiques dans le présent document ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières, ou une offre de services. Les investisseurs doivent examiner attentivement les objectifs d'investissements, les risques et les frais relatifs à tout investissement avant d'investir. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé(s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie.

Tous les montants indiqués sont exprimés en USD, sauf indication contraire.



www.ostrum.com