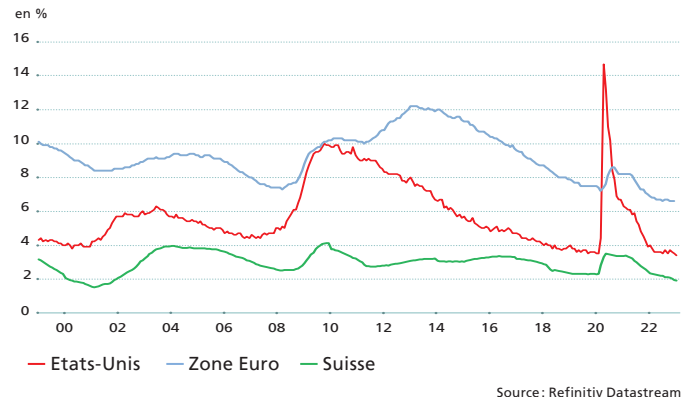


Un marché du travail (trop ?) robuste

La transition démographique transforme, progressivement, le marché du travail et la pandémie Covid a été un catalyseur supplémentaire. Le vieillissement de la population pèse sur la croissance de la population active et raréfie la force de travail disponible: moins d'actifs, davantage de retraités. Dans les pays à haut revenu, la décroissance de la population en âge de travailler, après une période de forte décélération (entre 2007 et 2020) est entamée en 2021. En Chine, alors que le pays a longtemps été l'atelier du monde grâce à son réservoir de main d'œuvre, la situation est similaire. Ainsi, près de 70% de l'économie mondiale (mesurée par le PIB) connaît une diminution de ses actifs. Par ailleurs, les épisodes de confinements, l'affolement sanitaire, les difficultés à concilier vie professionnelle et solutions de garde d'enfants ont fait chuter le taux de participation de la population active (part de la population exerçant une activité professionnelle ou désireuse de travailler). Certes, il s'est rapidement redressé à partir de début 2021 mais il reste près de 1 point en-dessous de son niveau pré-pandémie aux Etats-Unis. L'évolution a été particulièrement nuancée entre groupes d'âge. Chez les plus de 65 ans, le taux de participation a été durablement modifié. La plupart des personnes ayant quitté le marché du travail au printemps 2020 ne sont pas retournées travailler et le taux de participation des plus âgés est ainsi près de 5 points en-dessous du niveau pré-Covid. En zone euro, le taux de participation dépasse désormais le niveau de 2019 mais les difficultés de recrutement sont en tête des contraintes pesant sur les entreprises et limitant l'activité.

Taux de chômage

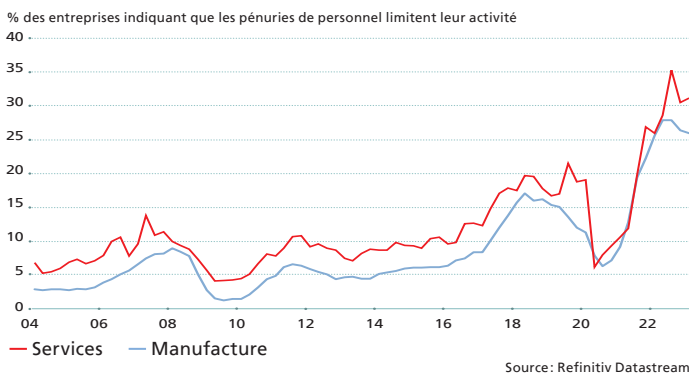


de chômage mais aussi le niveau d'inflation. Ainsi, selon une étude du Trésor français, les deux tiers des hausses de prix sont répercutés sur les salaires au bout d'un an et à hauteur de 80% après deux ans. Cette étude doit néanmoins être considérée avec la plus grande prudence: l'inflation actuelle est en grande partie importée et la faible inflation de la décennie précédente a pu conduire à une perte d'habitude en matière de négociations salariales.

La robustesse de l'emploi est un facteur clef de la résilience des économies face aux chocs successifs auxquelles elles sont confrontées depuis trois années. Malgré le nouveau ralentissement attendu en 2023, la solidité de l'emploi ne devrait pas être remise en cause. La rétention d'effectifs limitera l'augmentation du taux de chômage. Les difficultés à recruter du personnel pourraient conduire les entreprises à décider de ne pas ajuster l'emploi en fonction des variations à court terme de leur activité. Aux Etats-Unis, comme en Suisse ou en zone euro, ce cercle vertueux protège la consommation des ménages, principale composante du PIB de nos économies. Il est un rempart face au risque de récession mais la rétention de main d'œuvre se traduit aussi par une baisse de la productivité qui pourrait peser sur les bénéfices des entreprises. Pour compenser cet affaiblissement de la productivité, elles pourraient avoir recours à des hausses de leurs prix de vente afin de protéger leurs marges. Dans ce cas, la décélération de l'inflation serait quelque peu mise à mal. Pour les plus avisées, maintenir le rythme des investissements productifs entamés pour faire face à la transition démographique est le meilleur rempart à long terme.

La transition démographique est une des trois mégatendances qui alimentent les opportunités et les investissements de long terme. Au-delà des enjeux liés à la santé, les défis associés au recul de la population active sont nombreux et nourrissent l'innovation technologique et notamment robotique. A plus court terme, la robustesse de l'emploi exerce des forces opposées. Elle soutient la consommation des ménages, réservoir de demande pour les entreprises mais elle pourrait également peser sur les marges des sociétés ou alimenter davantage les pressions inflationnistes. Les arbitrages des banques centrales entre emploi et inflation demeureront délicats en 2023. Nous recommandons de privilégier la sélection de titres sur base des perspectives de croissance durable des entreprises. **Les sociétés exposées aux mégatrends démographique, énergétique et numérique en font partie.**

Zone euro: contraintes à la production - pénurie de personnel



Au total, et tandis que les économies ont rebondi de façon quasi synchronisée au sortir de la pandémie, la force de travail s'est tarie. Résultat, les taux de chômage ont trouvé de nouveaux plus bas historiques en Suisse, aux Etats-Unis et en zone euro. De plus, dans un contexte de fortes pressions inflationnistes, les salaires ont enregistré une progression rapide. Néanmoins, l'ancrage des anticipations d'inflation (déterminantes dans les négociations salariales) proches de 2% et l'absence de mécanisme d'indexation générale des salaires sur l'inflation ont limité les hausses de rémunération et empêché l'apparition d'une boucle prix-salaires.

En zone euro, les salaires s'ajustent avec davantage de retard qu'aux Etats-Unis et leur croissance restera soutenue en 2023. Les salaires sont influencés avant tout par l'évolution de la productivité, le taux