

# Inflation ou emploi : d'où viendra réellement le pivot de la Fed ?

Par Thomas VEIT, Senior Portfolio Manager, Spirit Asset Management

**O**n a tendance à l'oublier, mais la banque centrale américaine n'a pas comme unique mission une stabilité des prix en visant une inflation proche de 2% ; elle doit également veiller à contribuer au plein emploi aux États-Unis pour soutenir la croissance économique du pays.

Tous les regards sont braqués depuis plus de 3 ans sur l'inflation, c'est une évidence, en effet après avoir touché plus de 9% en 2022 et obligé la Fed à durcir drastiquement sa politique monétaire en remontant les taux d'intérêt directeurs à 5,25%, l'indice des prix à la consommation reste plus ou moins stable et sur des niveaux supérieurs à 3% depuis 1 an.

Les marchés scrutent donc chaque publication liée à l'inflation (CPI, PCE, PPI, ...) et réagissent fortement aux données, anticipant les réactions futures de la Fed qui se proclame ultra «data-dependent» depuis quelques trimestres. Ce phénomène contribue grandement à maintenir une volatilité sur les taux US bien plus élevée qu'à l'accoutumée.

Dans le même temps, le marché de l'emploi ne semble pas s'essouffler grandement avec un taux de chômage à 3,9% (en hausse de 0,5% par rapport au plus bas d'avril 2023) et des créations d'emplois (les fameux NFP) toujours solides avec une moyenne men-



suelle de 240.000 emplois créés depuis début 2023. Il semble donc assez naturel de voir les marchés et les médias se focaliser davantage sur l'inflation que sur l'emploi pour tenter de prédire les prochaines actions de la Fed, comme le montre le graphique ci-dessous qui reprend le nombre d'articles présents dans Bloomberg traitant des thématiques d'inflation (courbe blanche) et d'emploi (courbe bleue).

Pourtant, en y regardant d'un peu plus près, la structure du marché de l'emploi américain ne nous semble pas si idyllique et pourrait même être annonciatrice de quelques tensions à venir... Qui de l'inflation ou de l'emploi permettra en premier à la Fed d'enclencher son cycle de baisse de taux ?

Une fois passés les chiffres du chômage et des créations d'emploi qui restent toujours sur des niveaux extrêmement porteurs, certaines composantes de ces indicateurs commencent à montrer des signaux qui ne doivent pas être ignorés.

Dans un premier temps, nous pouvons observer que les emplois à temps partiel se multiplient au détriment des postes à temps plein. En effet, on note un recul significatif (d'environ 1,5%) du nombre de personnes employées à temps plein depuis plus de 2 ans aux États-Unis, soit près de 2,5 millions d'employés. De plus, sur les 50 dernières années, chaque changement de régime (proportion des emplois à temps plein qui baissent et de ceux à temps partiel qui augmentent) a précédé une récession aux États-Unis.

Sur les 8 dernières, depuis 1970, on peut observer qu'une récession est survenue entre un et deux ans après un changement de régime sauf... aujourd'hui. Effectivement, cela fait un peu plus de 2 ans que ce phénomène est en place mais toujours pas de récession à l'horizon. Serait-ce la hausse brutale du nombre de personnes licenciées durant la période Covid puis ra-

pidement réembauchées qui aurait déréglé la machine ? C'est une possibilité, mais c'est loin d'être une certitude. Ce qui est certain, c'est que cette hausse des emplois à temps partiel illustre une précarité grandissante du marché du travail aux États-Unis. D'autres indicateurs viennent confirmer ce sentiment.

Le nombre de ménages cumulant plusieurs jobs est au plus haut depuis 30 ans, pour s'établir à 8,5 millions de personnes. Cette statistique renforce le sentiment de précarité du marché du travail et vient également expliquer une partie non négligeable des créations d'emplois depuis début 2023 (environ 10%). En effet, il faut savoir que les NFP ne distinguent pas le fait qu'une personne cumule plusieurs jobs ou non. Pour schématiser, une personne qui cumule 3 jobs comptera pour 3 emplois dans les statistiques. Les créations d'emplois selon les NFP sont donc à prendre avec un peu de recul...

Ensuite, il est intéressant de noter que les 2,6 millions de personnes supplémentaires sur le marché du travail depuis la crise du Covid de mars 2020 sont uniquement des personnes de nationalité étrangère. En effet, le nombre d'Américains sur le marché de l'emploi est revenu au même niveau qu'avant Covid et les créations de postes supplémentaires sont occupées par des ménages de nationalité étrangère. Une partie importante de cette nouvelle main-d'œuvre occupe des postes qui requièrent peu de qualification, donc beaucoup moins résiliente en cas de retournement de la conjoncture économique.

Le nombre d'offres d'emplois ouverts (les JOLTS) est en constante baisse depuis mars 2022, passant de plus de 12 millions à environ 8 millions sur la dernière lecture d'avril 2024. Cela représentait plus de 2 jobs ouverts pour une personne en recherche d'emploi en mars 2022, ce qui a fortement contribué à l'inflation salariale aux États-Unis ces dernières années. Aujourd'hui, il reste 1,2 jobs à pourvoir par chercheur d'emploi, une situation qui s'est donc normalisée.

Enfin, les sondages réalisés par la Fed de New York nous montrent que les sentiments se dégradent aussi bien auprès des ménages que des petites et moyennes entreprises. En effet, les ménages sont de moins en moins confiants dans la probabilité de trouver un emploi dans les 3 mois (au plus bas depuis 4 ans) et estiment que la probabilité de perdre

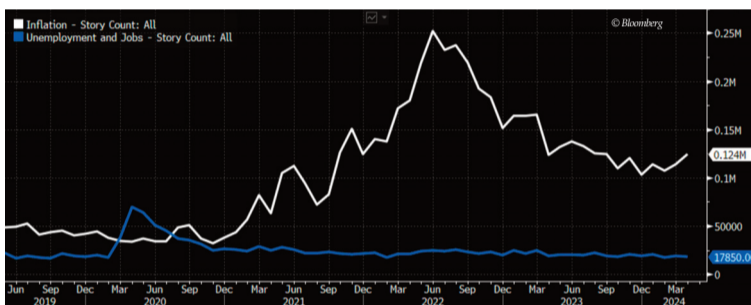
leur job dans les 12 mois est de plus en plus forte (au plus haut depuis 4 ans). Les sondages réalisés auprès des PME ne sont pas beaucoup plus rassurants, avec seulement 13% des entreprises qui prévoient d'augmenter leur masse salariale au cours des 3 prochains mois contre plus de 30% il y a deux ans.

On s'aperçoit donc bien que la dynamique du marché du travail commence à s'essouffler malgré des chiffres du chômage et des créations d'emplois toujours résilients.

La prochaine étape pour la Fed, celle d'enclencher son cycle de normalisation des taux d'intérêt, s'annonce donc très compliquée. Pour le moment, les membres du FOMC se focalisent très fortement sur l'inflation qui peine à atteindre la cible des 2%, les derniers mètres s'annonçant comme les plus difficiles à atteindre. En parallèle, le marché de l'emploi montre des signes de fatigue, la croissance commence à ralentir (1,3% au 1<sup>er</sup> trimestre contre 2,5% initialement attendu), les ménages disposent d'une épargne bien en dessous de la moyenne historique et les taux de retard ou de défaut de paiement sur les cartes de crédit remontent en flèche.

La théorie du «no-landing» de l'économie américaine est, selon nous, bien utopiste et la fenêtre pour atteindre un «soft-landing» sera de plus en plus exiguë à mesure que la Fed tarde à assouplir sa politique monétaire. En effet, si le marché de l'emploi venait à se dégrader davantage, au point de faire remonter le taux de chômage de manière plus significative, il sera trop tard pour envisager un atterrissage en douceur de l'économie. Dans le même temps, cela devrait prendre encore quelques trimestres pour voir l'inflation revenir dans les bornes souhaitées et donc refroidir la Fed à mettre en place une politique d'assouplissement agressive.

Il n'est donc pas aisé de savoir qui de l'inflation ou de l'emploi fera réellement pivoter la Fed en premier mais, ce qui nous semble évident, est que si la Fed laisse le marché du travail se détériorer pendant trop longtemps en attendant que l'inflation se rapproche de l'objectif, il sera sûrement trop tard pour espérer un «soft-landing». Il faudra donc espérer un timing parfait entre une décade de l'inflation et une dégradation lente et modérée du marché de l'emploi pour éviter la récession à moyen terme. Tout un programme !



Freedom of establishment:

## The CJEU takes an important decision for European company law

By Catherine CATHIARD, Avocat à la Cour (\*)

**O**n April 25, 2024, the CJEU handed down an important decision for European company law in the area of freedom of establishment for companies (*Edil Work 2 S.r.l., S.T. S.r.l. v STE S.a.r.l.*)<sup>(1)</sup>.

In this case, an Italian company named Agricola Torrescena Srl, whose business was the management of a castle in Italy, its sole asset, decided to transfer its registered office to Luxembourg, where it was converted into a Luxembourg company named STE, while continuing to operate the castle.

S.B. was appointed as sole director. On that occasion, S.B. appointed F.F. (who was neither a shareholder nor a member of the board of directors of STE) as general agent, granting him the power to perform all necessary acts and operations, within the scope of the company's objects. F.F., acting in the name and on behalf of STE, transferred ownership of the castle to S.T., which transferred it to Edil Work 2. STE brought an action against S.T. and Edil Work 2 before the District Court, Rome, Italy, seeking annulment of the transfer of ownership, on the ground that the conferral of powers was unlawful under Italian law.

According to the Supreme Court of Cassation, Italy, the question arises whether the incorporation of STE as a Luxembourg company through the transfer of its registered office means that the acts of management of that company, which nevertheless maintains its place of business in Italy, must be subject to Luxembourg law. As Italian law applies to companies whose principal object is located in Italy, the Supreme Court stated that, in so far as STE's place of business, namely the castle, is located in Italy, the law applicable to the conferral of powers is Italian law.

But, according to the Italian law, the board of directors of a limited liability company may delegate its powers only to the members of that board. Thus, the conferral of powers to a party outside the company is



unlawful under Italian law. The Italian government considered that reasons relating to the protection of shareholders (and secondarily of creditors, employees and third parties) require that the conferral of powers be subject to Italian law. However, as STE has its registered office in Luxembourg and carries on the main part of its activities in Italy, STE might have to comply with the requirements imposed by those two sets of rules. Because of this situation, the Italian Supreme Court referred the question to the CJEU.

The CJEU has answered the rephrased question of whether articles 49 and 54 TFEU on freedom of establishment preclude legislation of a Member State which provides generally for its national law to apply to the acts of management of a company established in another Member State but carrying on the main part of its activities in the first Member State.

The CJEU stated that:

- the fact that either the registered office or real seat of a company was established in accordance with the legislation of a Member State for the purpose of enjoying the benefit of more favorable legislation does not, in itself, constitute abuse<sup>(2)</sup>;
- the mere fact that a company, while having its registered office in a Member State, carries on the main part of its activities in another Member State, cannot be the basis for a general presumption of fraud and cannot justify a measure that adversely affects the exercise of a freedom guaranteed by the Treaty<sup>(3)</sup>;
- In this case, if the legislation was to be interpreted as requiring Italian law to apply systematically to any act of management of a company established in another Member State but carrying on the main part of its activities in Italy, it would amount to introducing a presumption that the conduct of that company constitutes abuse. Such legislation, in the light of the findings in paragraphs 47 and 48 TFEU, would be disproportionate<sup>(4)</sup>.

Then, the answer of the CJEU is that **Articles 49 and 54 TFEU must be interpreted as precluding legisla-**

**tion of a Member State which provides generally for its national law to apply to the acts of management of a company established in another Member State but carrying on the main part of its activities in the first Member State.**

Opinion of Advocate General Medina noticed that the Court has already accepted that the protection of the interests of minority shareholders may, in certain circumstances and subject to certain conditions, justify restrictions on freedom of establishment<sup>(5)</sup>. But such a restriction must be explained by specific reasons of public interest. In this case, by applying Italian law provisions in an indiscriminate manner to all companies located in all Member States and to all acts, without taking into account whether the interests of the shareholders are already sufficiently protected in another Member State by other less restrictive measures, the restriction resulting from the application of those Italian law provisions does not comply with the principle of proportionality.

The Edil Work 2 ruling restricts the scope of the real seat theory. According to the CJEU, the application of the law of the real seat is only permitted where overriding interests are involved, ie rules aiming to protect the main interests of creditors, employees and minority shareholders. However, overriding interests remain the exception and must be demonstrated in each individual case. Member states will therefore need to identify, whether through legislation or court rulings, those rules of their company law that protect the important interests of creditors, employees and minority shareholders. Only these rules can be applied to companies whose real seat is located in the Member State concerned.

We take advantage of this case law to point out, as the CJEU does, that the freedom of establishment makes it possible to dissociate the registered office from the real seat of companies. This also clarifies that this freedom of establishment does not allow the Member State of the real seat to generally apply its company law provisions (such as rules governing the acts of management) to a company whose registered office is located in another Member State.

Over and above this decision, we consider that while the fact of transferring a company's real seat to Luxembourg while maintaining its registered office in another Member State falls within the scope of the

freedom of establishment, such freedom of establishment does not allow a company to have a registered office at the same time in two different Member States and consequently to be generally governed by the laws of two different Member States.

Thus, the practice of transferring a company's real seat to Luxembourg, while retaining its registered office in another Member State, and also registering it with the Luxembourg RCS with mention of a registered office in Luxembourg, has the consequence that the company is registered in two different Member States, has two declared registered offices and is generally governed by the laws of two different Member States. This practice does not appear to be authorized by European company law and case law and does not fall within the scope of freedom of establishment as recalled by the CJEU.

Insofar as Directive no. 2019/2121<sup>(6)</sup> subjects the cross-border operations it regulates to a prior control of legality designed to verify that the transaction does not constitute fraud or abuse and does not violate either national or European law, such a practice could be considered abusive and lead to the transaction being blocked by the competent authorities.

As Luxembourg is one of the two EU countries, along with Bulgaria, that has not yet transposed Directive no. 2019/2121, we will have to keep attention on what happens in practice once the directive has been transposed. Even if Luxembourg law retains the greatest possible flexibility, the notary will be responsible for the control of legality he/she carries out, and this aspect of European company law and case law cannot be ignored.

\* Catherine Cathiard, Avocat au barreau de Luxembourg et au barreau de Paris. Web: <https://www.cathiard-avocat.com>

1) CJUE 25-4-2024 aff. 276/22, Edil Work 2 SRL c/ STE SARL.  
2) Centros, C-212/97, 9 March 1999, EU:C:1999:126, paragraph 27; Polbud, C-106/16, 25 October 2017, EU:C:2017:804, paragraph 40.  
3) Polbud, C-106/16, 25 October 2017, EU:C:2017:804, paragraph 63.  
4) Polbud, C-106/16, 25 October 2017, EU:C:2017:804, paragraph 64.  
5) Überseering, C-208/00, 5 November 2002, EU:C:2002:632, paragraph 92; Polbud, C-106/16, 25 October 2017, EU:C:2017:804, paragraph 54.  
6) Directive (EU) 2019/2121 of the European Parliament and of the Council of 27 November 2019 amending Directive (EU) 2017/1132 as regards cross-border conversions, mergers and divisions, OJEU L 321 du 12.12.2019, p. 1-44.