

# LES CARNETS DE L'ÉCONOMIE ET DE L'ENTREPRISE

Notre lettre aux parlementaires

## ASSURANCES

### L'ASSURANCE ET LE FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE « REELLE »

Dans un environnement encore difficile, l'assurance tient le rôle qui est le sien : accompagner et protéger ménages et entreprises tout en soutenant le financement de l'économie. C'est ainsi que fin 2014, les assureurs ont accompagné les entreprises à hauteur de 1 242 milliards d'euros, un financement en progression de 10,5 % en un an.

Investisseurs dans la durée, les assureurs français placent leurs fonds dans des titres rigoureusement sélectionnés, convaincus qu'ils apporteront de la valeur à leurs clients sur le long terme. L'assurance est ainsi l'un des secteurs d'activité qui soutient la croissance et l'emploi. Elle joue également pleinement son rôle d'amortisseur économique dans la crise que notre pays traverse actuellement.

#### Vers un assouplissement progressif des contraintes et la mise en place de mesures favorables à une palette d'instruments financiers élargie

Le Code des assurances a historiquement conduit les investissements vers des titres de dette d'Etat française ou européenne. Mais il autorise aussi des placements dans des titres de sociétés françaises ou européennes, selon des règles prudentielles très strictes.

Il a connu en 2005 une évolution favorable en faveur du financement des entreprises avec la modification de certaines limites d'investissement : ainsi concernant les vé-

hicules permettant de financer l'économie (fonds de private equity de type FCPR par exemple) le ratio de dispersion des placements est passé de 0,5% à 1% et le ratio de limitation par catégorie de 5% à 10%.

Autre exemple, le décret d'août 2013 sur les fonds de prêts à l'économie (FPE) a permis la création d'un ratio de dispersion de 5% des engagements réglementés pour cette nouvelle classe d'actifs, afin de favoriser la diversification des investissements des assureurs et permettre une meilleure orientation de l'épargne vers les entreprises. Les premiers fonds de prêts à l'économie créés ont été les Fonds Novo (voir encadré).

Les assureurs ont pris de nombreuses initiatives de place en rassemblant leurs forces pour apporter leur concours au financement de belles entreprises, que ce soit au travers des marchés non cotés, ou des marchés publics.

L'entrée en vigueur de la réglementation Solvabilité II au 1er janvier 2016 a conduit le régulateur à réviser les articles du Code des assurances traitant des actifs éligibles. Conformément à la directive européenne, c'est dorénavant la liberté encadrée de choix des actifs qui prévaut. Exemple : le ratio de limitation de 10% mentionné ci-dessus, disparaît pour laisser place à un nouveau ratio fixé par l'assureur à un niveau prudent. Solvabilité II, tout en accordant plus de souplesse dans la sélection des actifs, ne bouleversera pas la situation antérieure.

#### LES FONDS NOVA, NOVO ET NOVI : DE NOUVEAUX MODES DE FINANCEMENT

Les travaux menés ces dernières années par la profession et la Caisse des dépôts et consignation sous l'égide du ministère de l'Economie et des Finances et des autorités de contrôle, ont permis la création de nouveaux modes de financement.

Les fonds Nova en 2012 investissent en fonds propres dans des entreprises cotées sur le marché financier, Leur valeur fin 2014 était estimée à 270M€.

Les premiers « fonds de prêts à l'économie » les fonds « NOVO » sont créés en octobre 2013 pour un montant total de plus d'1 milliard d'euros. 24 investisseurs (essentiellement des assureurs) et 2 gérants sont chargés d'acheter des obligations émises par des PME / ETI françaises cotées ou non. Leur objectif : créer un marché de la dette des entreprises PME et ETI. Ils sont quasiment totalement investis deux ans après leur création. Parmi les sociétés financées: Altrad : MK2 : Séché, Châteauform' : iXBlue : Talan : MGI Coutier.

Dans le même état d'esprit, les fonds Novi, créés en 2014 par la FFSA et la Caisse des dépôts et consignation et lancés en 2015 (580M€), proposent une approche combinant investissements en fonds propres et en dettes sur un horizon de temps plus long que les investissements traditionnels.



## Exemples d'initiatives de place des assureurs

2012 a vu la création de BPI France Assurance (programme n°2), un partenariat public privé entre 5 assureurs, dont BNP Paribas Cardif et la BPI, qui vise à renforcer l'offre de financements en fonds propres des PME de croissance (en France). 700 millions d'euros ont été engagés en 3 ans dans 36 fonds et 150 entreprises (500 à 600 à terme).

BNP Paribas Cardif, Sogecap, CNP et Predica ont aussi lancé en 2012 le Fonds Stratégique de Participations (FSP) avec des prises de participation par exemple 6% dans Arkema (Chimie) et 5% dans Seb (électroménager).

BNP Paribas de son côté a annoncé, toujours en 2012, le lancement de BNP Paribas France Crédit (fonds de dettes privés) pour un montant de 250 millions d'euros, fonds souscrit par Cardif Assurance Vie dont la vocation est de contribuer au financement des entreprises françaises à travers les ressources collectées par l'assureur.

En avril 2014, les assureurs ont participé à la mise en place de la charte Euro Private Placement dont les objectifs sont

d'accompagner et de faciliter le développement des opérations de placements privés obligataires en France et à l'international, de contribuer au financement moyen long terme des ETI, de répondre aux besoins des investisseurs et de favoriser la mise en place de relations longues et durables entre emprunteurs et investisseurs.

Rappelons que le financement de l'économie s'effectue aussi au travers des unités de comptes (UC) des contrats d'assurance-vie choisies par les clients et que deux nouveaux contrats ont vu le jour tout récemment : Eurocroissance et Vie Génération qui contribuent à réorienter l'épargne des ménages vers l'investissement productif. Enfin, et toujours concernant les Unités de compte, la Loi Macron devrait permettre dans certaines conditions la sortie des contrats d'assurance-vie en titres, permettant l'introduction notamment du Private Equity et autres actifs moins liquides dans les UC.

### Des exigences renouvelées pour les placements des assureurs

La stratégie d'investissement des assureurs est aujourd'hui impactée par de nouveaux

facteurs parmi lesquels :

- un environnement de taux bas qui pourrait perdurer en face d'un fort besoin de rendement attendu par les clients ;
- la transposition de Solvabilité II qui renforce les exigences en matière d'adossement actif/passif mais peut limiter certains investissements longs ;
- la désintermédiation bancaire.

Les assureurs sont ainsi amenés à repenser leur stratégie d'investissement afin de répondre aux besoins de rendement de leurs clients dans le respect de la réglementation et de la maîtrise des risques.

Il est important que les assureurs puissent continuer à avoir les moyens de poursuivre leur rôle de soutien de la croissance avec des investissements de long terme, notamment via une certaine stabilité fiscale et une réglementation appropriée afin de conserver la confiance des assurés.

**Pierre de VILLENEUVE**  
Président Exécutif  
BNP Paribas Cardif

FRANCE

## L'INFLATION AUX ABONNES ABSENTS

Plus encore que la croissance, l'inflation reste inconfortablement faible en France. En novembre, l'indice des prix à la consommation (IPC) a reculé de 0,2% m/m (non corrigé des variations saisonnières). En glissement annuel, l'inflation décélère ainsi à nouveau et retombe à 0%. Faut-il s'inquiéter d'une telle faiblesse ? A quel point ? Telles sont les questions abordées dans cet article. Nous répondons par l'affirmative à la première question mais qu'il n'y a pas matière à s'inquiéter outre mesure. La croissance semble, en effet, plus en tirer bénéfice qu'elle n'en pâtit. Et l'inflation devrait reprendre le chemin de la hausse à l'horizon 2016.

### D'une inflation inconfortablement faible aujourd'hui...

La faiblesse actuelle de l'inflation ne résulte pas seulement d'une déformation des prix relatifs due à la baisse de quelques prix. Une telle déformation a, par exemple, été observée en 2009 lorsque la chute des prix du pétrole avait entraîné l'inflation jusqu'à -0,7% en glissement annuel en juillet de la même année. Mais, à l'époque, l'inflation sous-jacente était proche de 2% en glissement annuel.

Aujourd'hui, rien de tel : l'inflation sous-

jacente<sup>1</sup> est particulièrement basse, même si elle ne l'est pas autant que l'inflation totale (0,7% et 0% sur un an en novembre 2015, respectivement) et moins qu'il y a quelques mois lorsqu'elle est passée, très légèrement, fin 2014, sous la ligne du zéro (cf. graphique 1). Les prix des services comme ceux des produits manufacturés contribuent à cette faiblesse (cf. graphique 2). Sur un an, les prix des services sont en hausse de seulement 1,2% et en voie de décélération depuis la mi-2014. Les prix des produits manufacturés sont, quant à eux, en baisse de 0,6% sur un an. Cette baisse va, toutefois, nettement en s'atténuant depuis



**BNP PARIBAS**

**La banque d'un monde qui change**

le début de l'année.

Une inflation aussi basse, très en deçà du rythme de 2% l'an considéré comme confortable pendant une période prolongée, est problématique pour plusieurs raisons. Tout d'abord, le risque de basculer en déflation (baisse généralisée et auto-entretenu des prix) augmente au voisinage de zéro. Suivant les travaux du FMI sur le sujet, nous avons construit pour la France un indice de vulnérabilité qui tient compte de la dynamique de l'inflation, des rythmes de croissance de l'activité, de l'écart de production, des évolutions du change, de la bourse, du crédit et de l'offre de monnaie. D'après cet indice, le risque de déflation apparaît modéré en France mais il n'est pas nul et la faiblesse de l'inflation le nourrit.

Une inflation faible pose d'autres difficultés.

D'une manière générale, elle pénalise les débiteurs. C'est un frein à la croissance via le durcissement des conditions monétaires en termes réels qu'elle engendre. De même, l'augmentation des salaires réels qui en découle peut aller à l'encontre des mécanismes d'ajustement nécessaires à une baisse du taux de chômage. Enfin, une inflation faible tire vers le bas la croissance nominale. Elle contribue donc à dégrader un certain nombre de ratios, dont le ratio de dette publique.

### ...à une inflation un peu moins faible demain

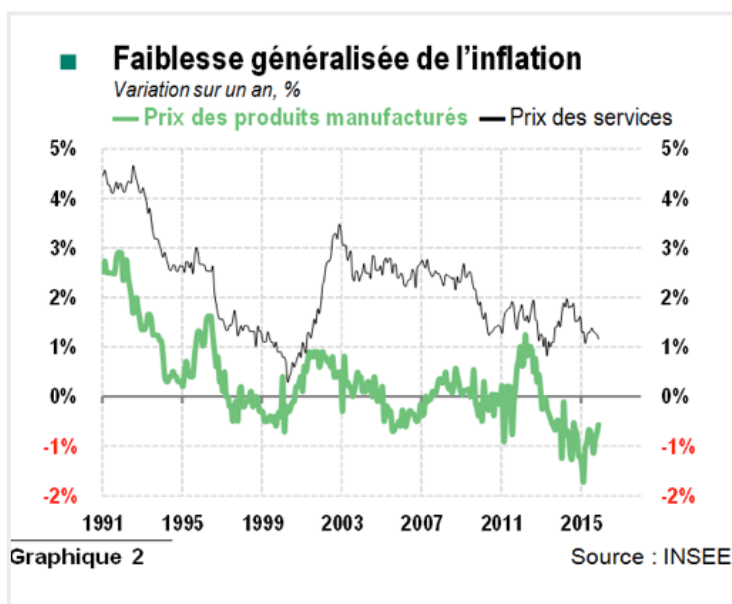
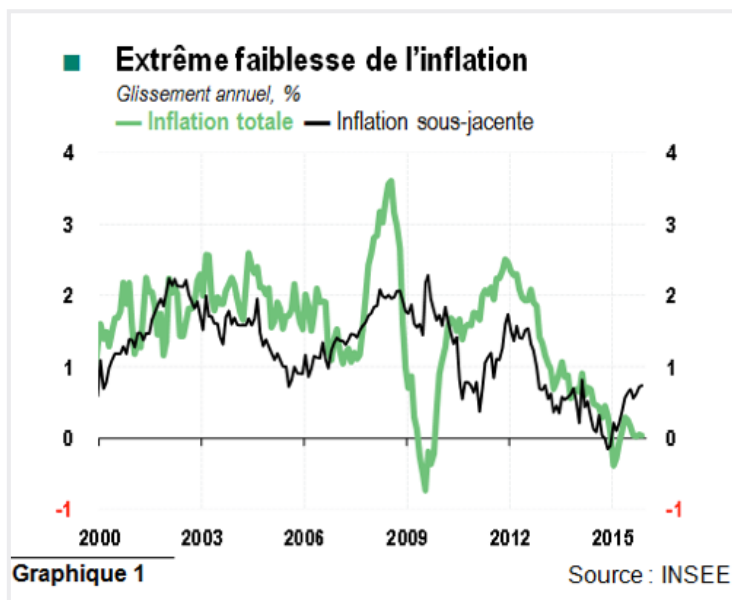
Le tableau n'est pas tout noir toutefois : face à ces effets négatifs d'une inflation faible, des éléments positifs sont aussi à prendre en compte. Et ils sont plus impor-

tants d'après nous. Le premier est le soutien significatif procuré au pouvoir d'achat des ménages. Les baisses de prix observées (cf. graphique 3) ne les amènent pas à reporter leurs achats en attendant que le produit soit moins cher. Elles les conduisent, au contraire, à profiter, dès aujourd'hui, des ressources libérées pour consommer plus. Dans la mesure où la faible inflation

tions intermédiaires. Pour les entreprises, c'est, de plus, un facteur de compétitivité. Pour les finances publiques, un autre avantage réside dans la hausse limitée des prestations sociales indexées sur l'inflation, qui contribue à ralentir la progression des dépenses publiques. L'ensemble des agents économiques profite, par ailleurs, de l'abaissement des taux d'intérêt nominaux qui s'ensuit (et qui limite leur hausse en termes réels).

De plus, les perspectives sont à une remontée contenue de l'inflation : elle s'éloignerait de la ligne dangereuse du zéro sans compromettre la reprise. D'après nos prévisions, l'inflation atteindrait 1,3% en glissement annuel fin 2016. Ce redressement tiendrait essentiellement à la dissipation de l'impact de la baisse des prix du pétrole, actuellement très marqué. L'inflation devrait également continuer à être, modérément, tirée vers le haut par la dépréciation de l'euro et la hausse programmée de la fiscalité verte et des prix réglementés du gaz et de l'électricité. Le renforcement attendu de la reprise devrait aussi jouer mais marginalement, tant les pressions inflationnistes restent limitées pour ne pas dire inexistantes. L'orientation haussière de l'inflation sous-jacente depuis la fin 2014, bien qu'encore modeste, va dans le sens de notre prévision.

Plusieurs facteurs contribuent à limiter les pressions inflationnistes à court terme. La croissance, si elle se redresse, resterait modérée et donc l'écart de production, s'il devrait commencer à se refermer, le ferait lentement. La croissance n'est pas assez forte non plus pour faire baisser significa-



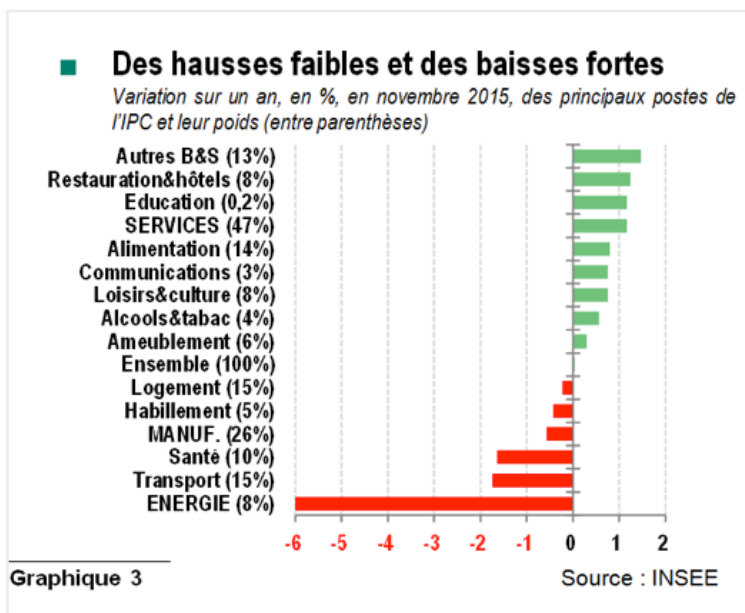
tient en grande partie au repli du prix de matières premières, pétrole en tête, les entreprises et les administrations publiques bénéficient aussi de la situation via l'amoin-



tivement le taux de chômage. L'arrêt de sa hausse permettra, certes, que les pressions baissières qui s'exercent sur la croissance des salaires ne s'exacerbent pas, alors que leur progression est déjà très ralentie (+1,1% sur un an pour le salaire mensuel de base, un plus bas historique (cf. graphique 4). Mais le niveau toujours élevé du chômage limite toute accélération. Les salaires ne trouveront également qu'un soutien limité dans la revalorisation annuelle automatique du SMIC (+0,6% en janvier prochain), elle-même réduite par la faiblesse de l'inflation et des hausses de salaires. Au final, une boucle prix-salaires est à l'œuvre mais pas dans le sens communément décrit, puisqu'aujourd'hui les augmentations de salaires et de prix s'auto-entretiennent à la baisse et non à la hausse.

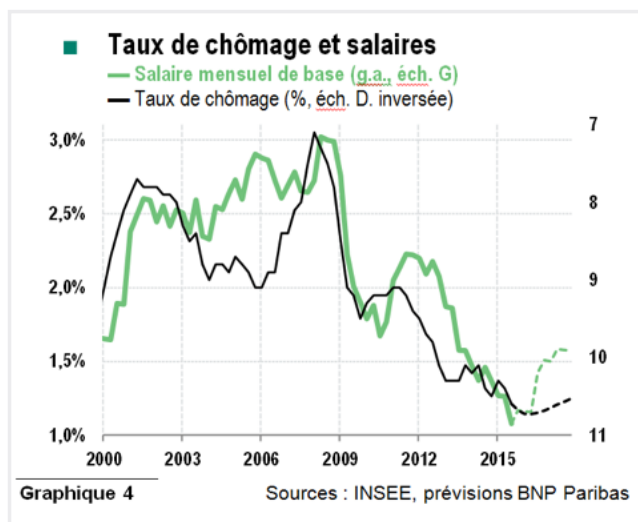
La faiblesse de la demande n'est pas seule à peser sur les prix. S'y ajoutent la pression de la concurrence et des efforts de redressement de la compétitivité. Un moyen pour une entreprise de regagner des parts de marché est, en effet, d'abaisser ses prix de vente. Toutes choses égales par ailleurs, il en résulte un écrasement des marges, potentiellement problématique. Sauf qu'aujourd'hui, à la différence d'hier, les entreprises bénéficient du crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE) et des allègements de charges du pacte de responsabilité. En diminuant le coût du travail, ces mesures permettent d'éviter ou de limiter la compression des marges. Les efforts de redressement de la compétitivité-prix s'en trouvent facilités.

L'accélération attendue de l'inflation,



Graphique 3

dans la mesure où elle est limitée, ne devrait guère freiner la reprise. La hausse du pouvoir d'achat du revenu disponible des ménages sera certes moins forte en 2016 qu'en 2015 (1,1% après 1,6% en moyenne annuelle d'après nos prévisions). Mais elle s'appuiera sur des bases un peu plus solides, étayées par le redémarrage de l'emploi. La croissance de la consommation des ménages ne devrait, en conséquence, guère décélérer entre les deux années. D'après nos prévisions, elle avoisinerait 1,5% en



Graphique 4

2016, comme la croissance du PIB, celle-ci étant par ailleurs soutenue par le redressement de l'investissement.

Pour conclure, quelques mots sur la politique monétaire de la Banque centrale européenne (BCE) puisque c'est précisément contre l'extrême faiblesse de l'inflation que la BCE se bat. Le succès est mitigé aujourd'hui mais on peut compter sur la résolution de la banque centrale pour qu'il soit au rendez-vous demain. Actuellement, la BCE est encore loin de remplir son mandat d'une inflation proche mais inférieure à 2%. Cependant, l'efficacité de sa politique monétaire non conventionnelle est probante

dans la diminution de l'aversion au risque et l'amélioration des conditions de financement (dépréciation de l'euro, baisse des taux d'intérêt et des primes de risque, redémarrage du crédit, hausse des marchés actions). Elle contribue ainsi, lentement mais sûrement, à la reprise (à hauteur de 0,4 point en 2015 d'après les estimations de l'INSEE pour la France<sup>2</sup>). Et, à terme, qui dit plus de croissance, dit plus d'inflation.

Hélène BAUDCHON

[helene.baudchon@bnpparibas.com](mailto:helene.baudchon@bnpparibas.com)  
Recherche économique Groupe, BNP Paribas.

1. L'indice sous-jacent de l'INSEE exclut les produits à prix volatils (produits pétroliers et alimentation notamment) et les prix soumis à l'intervention de l'Etat (électricité, gaz, tabac). Il est également corrigé des mesures fiscales et des variations saisonnières.

2. J.C. Heam, B. Marc, R. Lee et M. Pak, 2015, « L'assouplissement quantitatif de la BCE a fait baisser les taux d'intérêt et contribue à la reprise de la zone euro », Note de Conjoncture, INSEE, décembre.

