

Et si la BCE n'allait pas plus loin dans le relèvement de ses taux ?

Par Guillaume DERRIEN, Senior Economist, BNP Paribas

Réunis à Sintra (Portugal) du 29 juin au 1^{er} juillet dernier, les membres du Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne (BCE) ont adopté un ton résolument mesuré, trois semaines à peine après avoir relevé les taux directeurs. Cette décision, prise à l'unanimité, répondait au choc énergétique lié au conflit au Moyen-Orient. Depuis, les prix de l'énergie ont nettement reculé et les données d'enquête et d'inflation de juin ont évolué favorablement. Les effets indirects du choc énergétique restent, à ce stade, difficiles à évaluer pleinement. Nous maintenons notre scénario d'une nouvelle hausse de taux de la BCE en septembre, même si les risques sur l'inflation se sont atténués, ce qui la rend moins probable.



à Sintra^[1]. Celle-ci offre davantage de latitude à la BCE pour faire face aux divergences à la cible des 2 % lorsque celles-ci s'avèrent limitées et temporaires, sans « désancrage » notable des anticipations d'inflation. C'est précisément le cas du choc actuel auquel ce nouveau cadre a vocation à répondre.

Le chef économiste de la BCE, Philip Lane, a résumé la ligne commune, à quelques nuances près, qui s'est dégagée des prises de parole des différents membres du Conseil au cours du forum : ne pas s'enfermer dans une trajectoire de taux tant que la diffusion du choc à d'autres composantes de l'inflation n'est pas mieux cernée.

Christine Lagarde a, pour sa part, défendu, lors d'un panel réunissant Andrew Bailey (BoE), Kevin Warsh (US. Fed) et Tiff Macklem (Banque du Canada), la hausse de juin comme une décision pleinement justifiée, même si elle a reconnu que les risques sur l'inflation et la croissance semblaient désormais plus équilibrés (moins haussiers pour l'inflation, moins baissiers pour la croissance).

sur les prix des biens industriels non énergétiques (+0,9 % a/a) restent particulièrement modérées, tout comme celles dans l'alimentation (+1,6 % a/a, au plus bas depuis cinq ans). En revanche, l'inflation dans les services, qui évolue avec une certaine inertie et a reflué en juin, reste ancrée au-dessus des 3 % (3,2 %).

Les anticipations d'inflation des ménages à horizon d'un an se sont, elles aussi, tassées (la médiane passant de 4,0 % à 3,5 %). En outre, les indicateurs alternatifs suivis par la BCE évoluent encore dans une zone que cette dernière trouvera vraisemblablement tolérable.

Mesures alternatives de l'inflation : pas de véritable trace du choc

Cela ne signifie pas pour autant que la hausse de juin ait été une erreur. Le retour vers la cible d'inflation des 2 % reste difficile à atteindre à court ou moyen terme. Nous anticipons désormais un rebond plus modéré en 2026 (2,7 %), mais toujours pas de retour à la cible en 2027, l'inflation évoluant encore très nettement au-dessus (2,6 %). En cause : la reprise d'activité soutenant l'inflation sous-jacente et le maintien des prix de l'énergie sur un plateau élevé (autour de USD 80/b en moyenne en 2027).

Des forces structurelles à l'œuvre

L'incertitude entourant la propagation du choc énergétique ne doit pas occulter d'autres pressions inflationnistes alimentées par le conflit (hausse du fret maritime) ou émanant de la forte demande de composantes liées au secteur de l'IA, qui tirent les prix à l'importation des équipements informatiques, électroniques et optiques (+6,8 % en avril).

À l'inverse, la trajectoire baissière des prix à l'importation en provenance de Chine s'est renforcée ces derniers mois, en particulier dans les secteurs où les surcapacités chinoises sont les plus marquées, à l'image de la chimie. La remontée récente du renminbi face à l'euro n'a, pour l'heure, pas atténué ce phénomène : face au découplage commercial avec les États-Unis, la Chine semble au contraire intensi-

fier sa politique de conquête de parts de marché par les prix, une stratégie qui devrait perdurer dans un contexte de faiblesse de la demande domestique.

L'Europe continue d'importer de la déflation chinoise

Les effets de la déflation importée de Chine ne sont pas neutres pour les dynamiques d'inflation en zone euro car l'union monétaire reste très dépendante des importations (16,9 % des importations de la zone euro provenait de Chine en avril). Selon nos calculs, une baisse de 10 % des prix à l'importation en provenance de Chine réduirait l'inflation *headline* de l'ordre de 0,3 pp, un résultat proche de celui fourni par la BCE dans une récente note de recherche^[2].

La modération salariale est un autre facteur de soutien à la désinflation du moins à court terme. Le *wage tracker* de la BCE n'indique pour l'instant aucun effet de second tour d'ici la fin de l'année, avec une stabilisation de la croissance des salaires de base au second semestre 2026 attendue autour de 2,5 %. Un facteur que la BCE surveillera de près jusqu'à septembre.

Au total, l'équilibre des risques sur l'inflation nous paraît un peu plus orienté à la baisse qu'il y a quelques semaines, sans pour autant justifier un changement de cap dans la politique monétaire.

Notre scénario central demeure donc inchangé : une nouvelle hausse de taux probablement en septembre, mais avec une conviction moindre qu'il y a un mois. À Sintra, fidèle à son nouveau cadre de réflexion, la BCE n'a pas fermé la porte à un *statu quo* de ses taux directeurs sans pour autant l'ouvrir complètement.

[1] Déclaration relative à la stratégie de politique monétaire de la BCE (2025)

[2] "The impact of China's industrial rise on the euro area", Bulletin économique de la BCE, juin 2026. Selon cette étude, une baisse des prix des importations en provenance de Chine de 10 % se traduirait par une baisse de 0,4 à 0,7 pp de l'inflation sur les biens industriels non énergétiques, ce qui, compte tenu du poids de cette composante dans l'IPCH (25,7 %), abaisserait l'inflation *headline* entre 0,1 et 0,2 pp.

Transfer pricing of captive reinsurance entities: A methodological perspective

By Iva GYUROVA, Partner, Transfer Pricing & Luca DERQUI, Assistant Manager, Transfer Pricing, Deloitte

Luxembourg hosts around 200 captive reinsurance undertakings established by multinational groups, more than in any other Member State of the European Union (EU). The factors that underpin the Grand Duchy's position as the EU's leading captive reinsurance market were outlined in our previous article published in this magazine in 2025.⁽¹⁾



Captives belong to non-insurance groups and exist to underwrite risks within the group. A typical captive arrangement involves a group entity insuring with a third-party fronting company, which then places the risk with the captive. Usually, the captive retains a portion of the risk and may also cede specific layers to external reinsurers.

These captive arrangements raise important transfer pricing (TP) considerations. Since 2020, when the Organization for Economic Co-operation and Development (OECD) dedicated a specific section to captives in Chapter X of the OECD Transfer Pricing Guidelines for Multinational Enterprises and Tax Administrations (OECD TPG),⁽²⁾ and following the inclusion in Chapter X of the OECD TPG 2022, tax authorities have increasingly scrutinized the controlled transaction between operating companies and captives (including where a third-party fronting insurer is interposed).

This article analyses the TP implications of such structures and discusses the methodologies that can support a robust and defensible arm's length position.

Accurate delineation before pricing: TP documentation is crucial

The concept of accurate delineation of an intercompany transaction is particularly important in the context of captive arrangements. Under the OECD TPG, it is necessary to assess whether the captive is genuinely carrying on insurance business, specifically whether it assumes real insurance risk, possesses un-

derwriting substance, and benefits from adequate risk diversification.

This assessment requires an analysis of the functions performed in relation to the economically significant risks associated with underwriting activities.⁽³⁾ In this regard, the OECD TPG refers to Part IV of the Report on the Attribution of Profits to Permanent Establishments (AOA), which provides a useful starting point for functional and transfer pricing analyses of captive arrangements. The functional analysis should focus, in particular, on the captive's governance structures, such as the risk and underwriting committees, as well as on its capacity to assume risks.

The importance of this process is reinforced by the growing tendency of tax authorities to challenge captive arrangements on substance grounds, including their commercial rationale and the volumes of risk transferred. Recent case law confirms this trend.⁽⁴⁾

A robust pricing analysis is therefore a critical line of defense. However, it is credible only when adequately supported by contemporaneous TP documentation that clearly sets out the captive's structure, the functions it performs, the risks it assumes, and the methodology applied to support the arm's length nature of the relevant intercompany transaction.

The CUP method

Paragraphs 10.217–10.218 of the OECD TPG indicate that, in principle, comparable uncontrolled prices (CUPs) may be derived from arrangements

between independent parties. In practice, however, pure captives almost never transact with unrelated parties, making internal CUPs essentially unavailable.

While external market data does exist in certain segments, the OECD TPG acknowledges that differences in functional profile, business volume, nature of the risks insured and capital levels between the captive and potential comparables will typically require significant adjustments. Identifying a sufficiently specific and defensible CUP for a captive transaction is therefore the exception rather than the rule.

Actuarial analysis

Paragraph 10.219 acknowledges actuarial analysis as an alternative approach to independently determine an arm's length premium.⁽⁵⁾

The OECD TPG also emphasizes a key limitation: actuarial analyses do not reflect actual transactions between independent parties. They reconstruct a theoretical price rather than observing what independent parties actually agreed. For this reason, the OECD classifies it as an "other" transfer pricing method. Where actuarial analyses are used, corroboration with observable market evidence (for example, a benchmarking analysis) is generally recommended.

In practice, actuarial work is typically used to support price setting by modeling expected losses and other technical assumptions, while transfer pricing methods such as the transactional net margin method (TNMM) are used to evaluate the arm's length nature of those prices.

The TNMM

The two-step method described in paragraph 10.220 of the OECD TPG has proved to be a robust approach for testing the arm's length profitability of the captive, with reference to both claims and return on capital.

In the first step, the captive's combined ratio—claims and expenses as a percentage of premiums receivable—is determined and benchmarked against the combined ratios of unrelated (re)insurance companies underwriting similar risks. The benchmarked com-

bined ratio is then applied to the tested party's claims and expenses to arrive at an arm's length measure of annual premiums and underwriting profit.

In the second step, the captive's investment return is assessed against an arm's length return, taking into account the amount of capital maintained and, where relevant, the pricing of intragroup investments. Adding underwriting profit to investment income yields the captive's total operating profit.⁽⁶⁾

This approach is not without its own comparability challenges.⁽⁷⁾ Independent insurers typically achieve a higher level of risk diversification than captives, which insure risks emanating from a single multinational group. If comparability adjustments are properly applied, the TNMM can provide a transparent and verifiable TP framework for captive arrangements.

Conclusion

Effective transfer pricing for captive reinsurance entities rests on two pillars:

- Demonstrating that the captive genuinely assumes insurance risk and has real underwriting substance; and
- Showing that premiums and returns are consistent with market-based outcomes.

Actuarial analysis helps inform price setting by quantifying expected losses and other technical parameters. The combined ratio and return on capital approach under paragraph 10.220, applied through the TNMM, then provides a practical and verifiable tool for testing and documenting whether those prices fall within an arm's length range—either used independently or to test prices initially set using actuarial techniques. Taken together, these elements provide a coherent basis for supporting the arm's length nature of captive reinsurance pricing.

1) For additional details on Luxembourg as a captive insurance hub: X. Sotillos Jaime, I. Gyurova, S. Picariello, "The Rise of Captive Insurance in Luxembourg and Its Transfer Pricing Implications", AGEFI Luxembourg, January 2025.

2) OECD TPG, Chapter X, Section E.2 "Accurate delineation of captive insurance and reinsurance".

3) OECD TPG, paras. 10.209–10.213

4) Corte di giustizia tributaria di primo grado della Lombardia, Section X, judgment no 219, 19 January 2026 (hearing of 15 December 2025).

5) Ibid.

6) Ibid., para. 10.220.

7) M. Cresnik, O. Busch, J. Brown, op. cit., note 8.