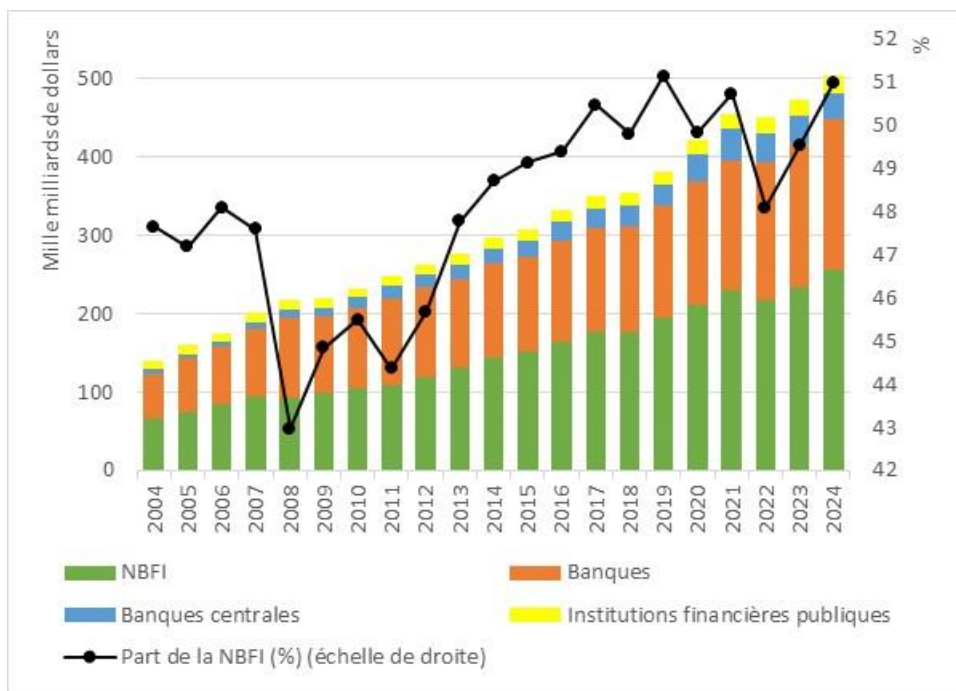


Pour une résilience renforcée des « non-banques » au service de l'Union pour l'épargne et l'investissement

Par Clément Bourgey, Feyrouz Djabali, Philippe Troussard

L'intermédiation financière non bancaire, en forte croissance depuis la grande crise financière de 2007-08, représente une source de financement additionnelle pour répondre aux défis posés par la double transition écologique et numérique. Son développement contribue au projet d'Union pour l'épargne et l'investissement mais nécessite que l'on y porte une attention particulière afin que cette source de financement ne soit pas un facteur de vulnérabilité pour l'économie réelle.

Graphique 1 : Répartition par secteur des actifs financiers mondiaux



Source: Financial Stability Board, Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2025

La Banque de France, l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) et l'Autorité des marchés financiers (AMF) ont récemment lancé un [test de résistance](#) à l'échelle du système associant des banques et des acteurs de l'intermédiation financière non bancaire (IFNB ou NBF) en

anglais). Contrairement aux stress tests traditionnels, centrés sur un seul secteur, cet exercice exploratoire vise à mieux comprendre la diffusion d'un choc de marché sévère au sein de l'ensemble du système financier et en particulier à mieux appréhender les dynamiques de contagion liées aux interconnexions entre le secteur bancaire et celui de l'IFNB (pour une présentation de travaux exploratoires, voir [Schilte et al. 2022](#)). La conduite de cet exercice reflète l'importance prise par l'IFNB dans le financement de l'économie réelle ainsi que les risques potentiels qu'elle emporte.

L'IFNB désigne l'ensemble des entités de collecte de fonds et d'octroi de financements situés hors du système bancaire. Ce secteur est très hétérogène et regroupe les assureurs, les fonds de pension, et les fonds d'investissement, tels que les fonds monétaires, actions, obligataires, « *hedge funds* », ou encore « *family offices* ». Il a contribué pour deux tiers à la croissance du secteur financier depuis 2008 et représente aujourd'hui environ 50% des actifs financiers mondiaux (graphique 1).

La croissance de l'IFNB, portée principalement par le développement de la gestion d'actifs, est une évolution clé du système financier de ces dernières années. Les facteurs sous-jacents de cette croissance comprennent notamment les tendances démographiques à long terme conduisant à l'accumulation d'actifs, la hausse des valorisations et les réformes introduites après la crise financière de 2007-08, qui ont augmenté le coût relatif du financement bancaire ([FSB, 2025](#)). Au sein de l'IFNB, le développement du marché du crédit privé en constitue une illustration frappante : en 2024, les actifs sous gestion en Europe ont atteint 430 milliards d'euros, contre 150 milliards d'euros en 2014. Par ailleurs, les « *hedge funds* » représentent dorénavant plus de 50% des échanges sur le marché secondaire des dettes souveraines européennes ([François Villeroy de Galhau, juin 2025](#)).

Ces nouveaux canaux de financement constituent des compléments utiles au financement bancaire pour les acteurs de l'économie réelle, sur lesquels le projet d'Union pour l'épargne et l'investissement (UEI) entend s'appuyer.

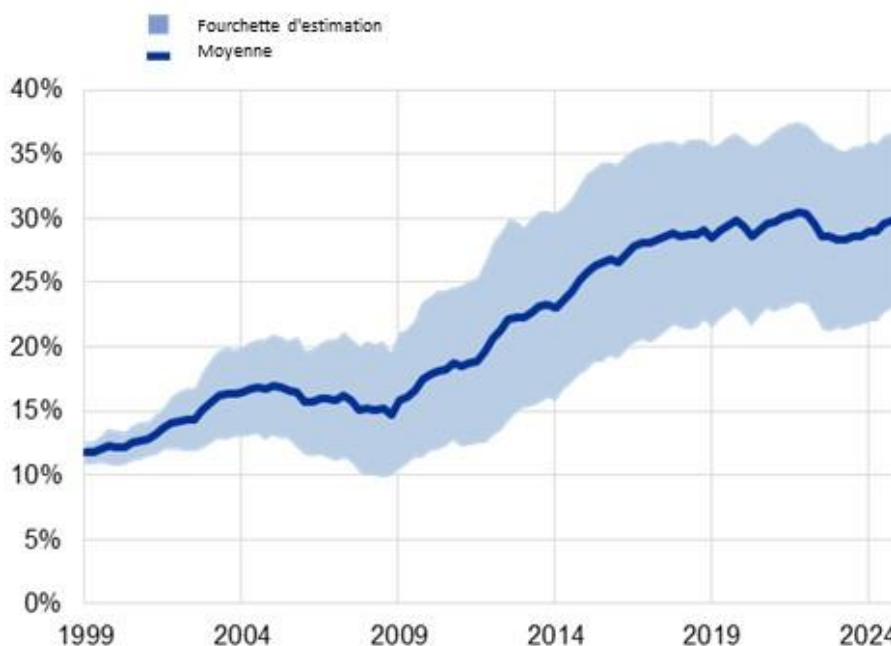
L'IFNB participe au financement de l'économie réelle, axe clé du projet d'UEI

L'Union européenne fait face à des besoins de financement significatifs pour réaliser la double transition durable et numérique, estimés par la Commission européenne à 800 milliards d'euros additionnels par an jusqu'à 2030. Pour répondre à ces défis, le projet d'UEI, qui s'inscrit dans la continuité de l'Union des marchés de capitaux, vise à allouer plus efficacement l'épargne privée et à développer le financement par les marchés de capitaux en complément du crédit bancaire.

Le financement par fonds propres, en particulier le capital-risque, en constitue un enjeu essentiel car il représente l'outil le mieux adapté aux projets innovants, par nature plus risqués, portés par les « *start-ups* ». Pour dynamiser ce marché en Europe, considérablement moins développé qu'aux États-Unis – les entreprises technologiques européennes ayant levé un montant cumulé de 426 milliards de dollars contre 1200 milliards de dollars s'agissant du marché américain sur la période 2015-2024 ([State of the European Tech, 2024](#)), le secteur public – en particulier la Banque européenne d'investissement – pourrait jouer un rôle de catalyseur ([BCE 2025](#) ; [François Villeroy de Galhau, février 2024](#)).

Au-delà de l'apport en fonds propres, les entités du secteur de l'IFNB, en particulier les fonds, représentent déjà une part importante du financement de l'économie réelle. Ainsi, selon les estimations, environ 30% du total des crédits consentis aux sociétés non financières dans la zone euro proviennent du secteur de l'IFNB (graphique 2).

Graphique 2 : Part du crédit non bancaire dans le total du crédit accordé aux sociétés non financières de la zone euro



Source : Banque centrale européenne (encadré 2 « Measuring market-based and non-bank financing of non-financial corporations in the euro area » du rapport « [Financial Integration and Structure in the Euro Area, 2022](#) »)

Note : Pourcentage du total des crédits accordés par les institutions financières ; données trimestrielles, T1 1999 - T2 2025

L'IFNB présente des vulnérabilités, source de risques pour le système financier et le financement de l'économie réelle

Les vulnérabilités présentées par le secteur de l'IFNB peuvent avoir des implications conséquentes en matière de stabilité financière (Saillard et al. 2023), comme en témoignent de récents épisodes : la « course à la liquidité » pendant la crise Covid-19 en mars 2020, la chute du gestionnaire privé (« family office ») Archegos en 2021, ou encore les dysfonctionnements sur le marché de la dette souveraine au Royaume-Uni en 2022.

Lors de tels chocs, les vulnérabilités de certains pans du secteur de l'IFNB, une gestion inadaptée du risque de liquidité, un usage excessif du levier et de fortes interconnexions avec le reste du système financier, contribuent à amplifier les tensions et à accentuer le retournement des marchés, pouvant conduire les banques centrales à devoir intervenir en dehors de tout cadre prédéfini pour apporter de la liquidité.

L'épisode de « course à la liquidité » (« dash for cash ») durant la crise Covid-19 a illustré en particulier le risque de liquidité au sein des fonds monétaires. Confrontés à des besoins en trésorerie croissants suite aux implications de la pandémie, les investisseurs ont effectué de façon simultanée d'importantes demandes de rachat. Afin d'y répondre, les fonds ont dû vendre leurs actifs, en

particulier des obligations d'entreprise (« *commercial papers* »), car leurs liquidités disponibles n'étaient pas suffisantes. Ces ventes forcées (« *fire sales* »), dans des conditions dégradées, ont intensifié les pressions à la baisse des prix et ont eu des répercussions sur le fonctionnement de l'ensemble du système financier.

Renforcer la résilience du secteur de l'IFNB est essentiel pour que les marchés de capitaux puissent servir de source de financement pérenne

La réglementation encadrant le secteur de l'IFNB vise essentiellement à assurer l'intégrité des marchés et la protection des investisseurs. Dès lors, le cadre actuel n'apparaît pas adapté pour réduire la propension de certains types d'intermédiaires financiers non bancaires - ou de certaines pratiques - à amplifier les chocs. Un renforcement de la perspective macroprudentielle dans la réglementation de ce secteur apparaît donc nécessaire pour prendre en compte les risques qu'il induit à l'échelle du système financier dans son ensemble et ainsi préserver la soutenabilité du financement de l'économie réelle.

Cette approche macroprudentielle devrait se concentrer principalement sur le renforcement de la résilience du secteur *ex ante*, c'est-à-dire viser à atténuer les vulnérabilités avant que les risques ne se matérialisent et réduire le potentiel de contagion ou d'amplification des chocs lorsqu'ils surviennent ([Eurosystème, 2024](#)). Parmi les pistes envisagées, l'introduction de tests de résistance à l'échelle du système en Europe (« *system wide stress tests* ») constituerait un outil très prometteur pour évaluer la résistance des participants de marché à un stress aigu et mieux comprendre la propagation des risques entre entités.

Au-delà de la nécessité d'adopter une approche macroprudentielle pour mieux encadrer le secteur de l'IFNB, d'autres initiatives réglementaires font également le pont entre ce secteur et le projet d'UEI. Ainsi, la Commission européenne s'est-elle engagée sur deux chantiers que la [Banque de France et l'ACPR](#) jugent prioritaires : une revue du cadre de titrisation pour relancer le marché de la titrisation au service du financement des entreprises européennes et des réformes pour parvenir à une supervision plus intégrée des marchés de capitaux.