

Trop chers investissements : l'union de l'épargne et des investissements (2ème partie)

Agnès Bénassy-Quéré, septembre 2026



Le projet d'[Union de l'épargne et des investissements](#) (UEI) porté par la Commission européenne vise, notamment, à augmenter le rendement de l'épargne des ménages et, simultanément, à réduire le coût de financement des entreprises. Le lecteur attentif objectera que c'est incompatible, le rendement des premiers étant le coût des seconds. Eh bien non, ce n'est pas incompatible dès lors que sont visées les frictions qui ralentissent et renchérissent l'allocation de l'épargne vers les différents investissements productifs. Bien sûr, ces frictions rémunèrent des intermédiaires qui, eux aussi, contribuent au PIB. Toutefois, dans la mesure où elles abaissent à la fois l'offre et la demande de capital, elles entraînent une perte sociale : le bénéfice des intermédiaires est inférieur à la somme des pertes pour les épargnants (les ménages) et pour les emprunteurs (les entreprises non financières).

Mon précédent billet examinait les avantages de l'UEI côté épargne. Attaquons-nous maintenant au côté investissement. Comme chacun sait, les financements externes des entreprises (donc, hors auto-financement) peuvent être classés en deux grandes familles : l'emprunt et l'augmentation des fonds propres. Étudions-les tour à tour.

Trop cher emprunt

En Europe continentale, les sociétés non financières (SNF) empruntent essentiellement auprès des banques. D'après les données de la BCE, en juin 2026 dans la zone euro l'encours des [prêts bancaires](#) aux SNF était près de 3 fois supérieur à celui des [obligations](#) d'entreprises. Cette dépendance est particulièrement marquée pour les PME, qui disposent rarement de la taille, de la notation ou du volume de financement nécessaires pour absorber les coûts fixes d'une émission obligataire.

L'emprunt bancaire présente de nombreux avantages. Une relation durable entre une banque et une entreprise produit une information difficilement observable par le marché et rend le crédit moins procyclique (c'est-à-dire, qui augmente quand tout va bien et se rétracte quand l'activité se retourne). Cette moindre procyclicité est renforcée par la résistance des banques aux chocs de liquidité, du fait notamment de l'assurance des dépôts et de l'accès à la liquidité de banque centrale (cf. [Freixas et Rochet, 2008](#)).

La dette de marché (titres de créance négociables, en particulier les billets de trésorerie et les obligations) constitue donc moins un substitut qu'un complément au crédit bancaire. En élargissant la base des investisseurs, les financements de marché permettent un meilleur partage des risques et réduisent la dépendance des entreprises au secteur bancaire. Le potentiel de développement de ce mode de financement en UE est important. Contrairement à l'idée généralement admise, le marché obligataire européen est aussi bien intégré que celui des États-Unis (cf. [Chitu et al. 2026](#)). Or, ce potentiel reste aujourd'hui insuffisamment exploité. En 2024, les titres de créance ne représentaient que 10 % du financement par dette des SNF européennes (11 % du PIB UE), contre 28 % aux États-Unis (29 % du PIB US) (cf. [Gossé et al., 2026](#)).

L'objectif de l'UEI n'est pas de remplacer le crédit par des titres obligataires, mais de mieux développer leur complémentarité. La titrisation en fournit une bonne illustration. En regroupant des prêts (notamment des prêts aux PME), puis en émettant des titres adossés à ces créances, elle permet aux banques de transférer une partie du risque et de libérer une capacité de financement. Sous réserve de préserver les exigences élevées de transparence et de maîtrise des risques, la titrisation peut ainsi augmenter la capacité à prêter du système dans son ensemble. Dans cet esprit, le [paquet proposé par la Commission européenne en juin 2025](#) propose une simplification du cadre européen de titrisation sans en affaiblir la robustesse.

Le projet européen vise également à permettre à davantage d'entreprises d'accéder directement au marché de la dette d'entreprise en abaissant les coûts d'émission, notamment les coûts d'infrastructure et de supervision. Ces coûts pèsent proportionnellement davantage sur les émissions de faible montant et contribuent à exclure les PME. Deux leviers peuvent être actionnés pour réduire ces coûts : moderniser les infrastructures de marché, via la technologie des registres distribués (DLT, qui permet d'enregistrer, synchroniser et partager des données entre plusieurs institutions) et la tokenisation des actifs financiers, et mieux intégrer la supervision des marchés.

La tokenisation désigne la représentation d'un titre financier sous la forme d'un jeton inscrit dans une infrastructure utilisant la DLT. Cette technologie facilite le fractionnement des actifs. Elle permet aussi d'automatiser certaines opérations au moyen de contrats programmables et d'accélérer le règlement-livraison. En abaissant les seuils d'entrée et en créant un marché secondaire, elle pourrait permettre d'élargir la base d'investisseurs et d'améliorer la liquidité (cf. [Carapella et al., 2023](#)). Les bénéfices des émissions d'obligations tokenisées pour les entreprises émettrices peuvent être substantiels : selon [Leung et al. \(2023\)](#), qui ont analysé les obligations d'entreprises asiatiques et européennes entre 2018 et 2023 (principalement en 2021 et 2022), les frais d'émission (rapportés à la valeur faciale) seraient plus faibles en moyenne de 0,22 point de pourcentage, et les taux d'intérêt seraient également moindres, de 0,78 point de pourcentage, par rapport aux obligations classiques, à caractéristiques identiques. Même si elle porte sur seulement 23 émetteurs, avec probablement un biais de sélection, cette étude fait entrevoir des gains très substantiels dans la perspective de l'UEI.

Toutefois, la technologie ne suffira pas à créer un marché intégré. Sans standards communs, interopérabilité entre les plateformes et actifs de règlement sûrs, la DLT pourrait déplacer la fragmentation plutôt que la réduire : les marchés financiers s'organiseraient en écosystèmes distincts, gérés par le secteur privé ; les frontières nationales seraient remplacées par des

frontières technologiques, un peu comme les univers Apple et Microsoft ou Google dans le domaine des systèmes numériques.

C'est pourquoi les projets de la BCE dans ce domaine seront déterminants. Après les expérimentations menées en 2024, le projet « Pontes » vise à relier, dès le troisième trimestre 2026, les plateformes utilisant la DLT aux services TARGET afin de permettre les règlements d'actifs tokenisés en monnaie banque centrale, universelle pour toute la zone euro, contrairement aux stablecoins qui ne sont pas interopérables. À l'horizon 2028, le projet « Appia » prépare un écosystème financier tokenisé et intégré à l'échelle européenne.

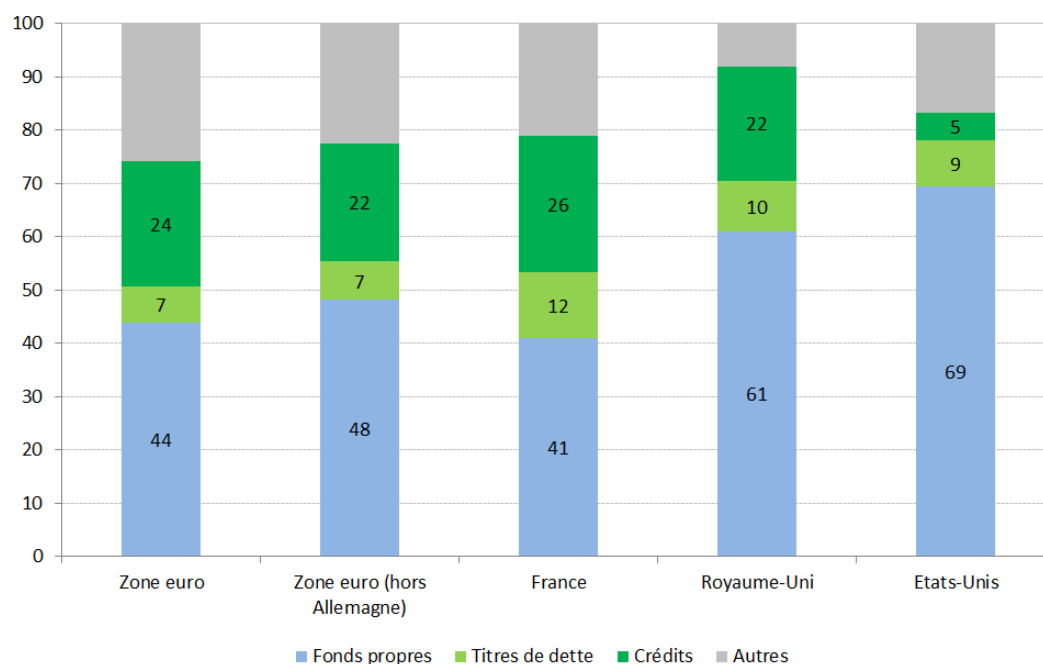
Ces initiatives permettront, dans une certaine mesure, de surmonter la fragmentation actuelle des infrastructures financières européennes. Par exemple, les dépositaires centraux auront tous accès à une information commune sur registre distribué. Toutefois, la fragmentation vient aussi d'une supervision éclatée, avec un total de 52 autorités de contrôle nationales ([Carmassi et al., 2026](#)). Dans le cadre des activités transfrontière, cette fragmentation augmente les coûts juridiques et de conformité. Une supervision unique permettrait de réduire la complexité de la supervision à la fois pour les superviseurs et les entités supervisées. Le [Market Integration and Supervision Package](#) (MISP), présenté par la Commission européenne en 2025, s'inscrit dans cette logique. Il propose de confier à l'Autorité européenne de supervision des marchés (l'ESMA) la supervision de certaines infrastructures de marché significatives, afin de simplifier les activités transfrontières.

Union des fonds propres

Le graphique ci-dessous compare la structure de financement des entreprises françaises et de la zone euro à celle des entreprises au Royaume-Uni et aux États-Unis. Comme nous l'avons vu, les entreprises européennes se financent davantage par crédit bancaire que par emprunt sur le marché, tandis que c'est l'inverse aux États-Unis. Mais ce qui frappe surtout, c'est la part des financements par fonds propres, bien plus importante aux États-Unis qu'en Europe. Si l'on rapporte le montant agrégé des fonds propres non plus au passif agrégé des entreprises non financières, mais au PIB, l'écart est encore plus éblouissant : 230 % du PIB aux États-Unis au premier trimestre 2026, contre 78 % en zone euro (93 % hors Allemagne, où les statistiques ne sont pas parfaitement homogènes avec la zone euro) et 81 % en France. Les dettes des entreprises américaines représentent, elles, une moindre proportion qu'en zone euro.

On pourrait penser, à la suite du théorème de [Modigliani-Miller \(1958\)](#), que la structure du passif n'importe pas pour le succès et la valeur d'une entreprise. Seul compte le rendement de l'actif. Toutefois, les conditions de validité de ce théorème ne sont jamais réunies. En particulier, les marchés ne sont pas sans frictions, il existe un risque de défaut, l'information n'est pas symétrique et les bénéfices sont fiscalisés. Ainsi, une entreprise bien capitalisée emprunte moins cher et résiste mieux aux chocs financiers qu'une entreprise financée surtout par endettement (voir [Holmstrom et Tirole, 1993](#)). Elle a aussi davantage de capacité à innover car elle n'est pas tenue de rémunérer ses actionnaires de manière aussi régulière et prévisible que ses créanciers.

Graphique : part des fonds propres et des dettes dans le passif des sociétés non financières (en %, T1 2026)



Source : Banque de France.

L'enjeu porte autant sur les actions cotées que non cotées, ces deux modes de financement par fonds propres étant complémentaires. Le capital-risque finance les premières étapes d'une jeune entreprise, puis le capital-développement accompagne sa croissance. L'introduction en bourse permet ensuite de lever des montants plus importants, mais elle offre aussi aux premiers financeurs un moyen de se désengager des projets réussis en réalisant une plus-value qui sera ensuite réinvestie dans de nouvelles entreprises.

On le sait, les Européens investissent relativement peu en actions et, lorsqu'ils le font (ou lorsque leur assureur vie ou fonds de pension le fait pour eux), ils ont un tropisme pour les entreprises de leur pays et pour les entreprises américaines. Non qu'ils désirent nécessairement investir outre-Atlantique. Mais le fait est que c'est aux États-Unis qu'on trouve les marchés actions les plus profonds et dynamiques. Selon [Lappe et Pinkus \(2025\)](#), la part importante de détention d'actions cotées américaines par les assureurs et fonds de pension européens (39% de leur portefeuille en 2023) reflète davantage les performances boursières, la profondeur et la liquidité du marché américain ainsi que la stratégie de diversification des investisseurs institutionnels, qu'un biais en défaveur des actions européennes.

L'offre d'actions non cotées est également plus abondante aux États-Unis. Ainsi, les fonds de capital-risque américains sont de taille très supérieure à leurs homologues européens, avec un montant total de capital engagé de 930 milliards d'€ aux États-Unis contre moins de 150 milliards d'€ dans l'UE (pour les fonds de capital-risque ayant participé à au moins une opération sur la période 2015-2025, cf. [Banu et al., 2026](#)). Les Européens qui souhaitent investir en capital-risque vont donc naturellement aller faire leurs emplettes aux États-Unis.

En résumé, les épargnants européens achètent ce qu'ils trouvent sur le marché, mais le marché repose sur un mauvais équilibre : les entreprises européennes considèrent qu'il est plus facile de

lever des fonds propres aux États-Unis, et les épargnants européens sont alors obligés de traverser l'Atlantique pour accéder à un marché dynamique des fonds propres.

Pourtant, le financement par actions cotées n'est pas nécessairement plus onéreux en Europe qu'aux États-Unis : certes, en moyenne entre 2004 et 2025, la prime de risque des actions cotées en UE (le supplément de rémunération exigé par rapport aux actifs sans risque) est environ 1,6 point de pourcentage supérieure à celle que l'on observe aux États-Unis ; mais l'écart disparaît pratiquement lorsque les rachats d'actions sont inclus dans le calcul. Ceci suggère qu'il existe une demande latente pour les actions cotées européennes, susceptible de se réaliser dès lors que les entreprises bénéficieront d'un accès plus facile à ce mode de financement et que les intermédiaires financiers évolueront dans un cadre légal, fiscal et technologique moins fragmenté.

L'enjeu économique est substantiel : selon les simulations d'[Arnold et al. \(2025\)](#), l'intégration des marchés de capitaux pourrait rehausser le PIB de l'UE de 1,2 % en dix ans, grâce notamment à une hausse des investissements en capital-risque favorisant la création d'entreprises, l'investissement et la productivité globale des facteurs. [Venditti et al. \(2025\)](#) mettent quant à eux en avant une baisse du coût du capital d'environ 0,5 point de pourcentage, ce qui accroîtrait l'investissement d'environ 1% du PIB et porterait le niveau du PIB à 1,5% au-dessus du scénario de référence après dix ans. L'enjeu est particulièrement important pour le segment non coté, qui est clé pour l'innovation. [Beetsma et al., \(2026\)](#) montrent par exemple que l'entrée d'un fonds de pension au capital d'une entreprise danoise non cotée se traduit par une hausse de sa productivité de 3 à 5% dans les années suivant l'investissement (jusqu'à 5 ans). L'effet augmente avec la taille et la durée de la participation.

Comment placer les actions cotées et non cotées au cœur du système financier européen ? Les rapports successifs [Noyer \(2024\)](#), [Letta \(2024\)](#), [Draghi \(2024\)](#) et [Kukies-Noyer \(2026\)](#) dressent, à partir de perspectives différentes, un diagnostic convergent sur la fragmentation des marchés de capitaux européens et l'insuffisance du financement en fonds propres. En particulier, le rapport [Noyer \(2024\)](#) souligne les obstacles institutionnels à la constitution de marchés des capitaux profonds, notamment la fragmentation de la supervision des infrastructures de règlement-livraison. Il met également l'accent sur la base d'investisseurs et préconise le développement de produits d'épargne européens de long terme et la relance du marché de la titrisation. Le rapport [Kukies-Noyer \(2026\)](#) cible plus spécifiquement le déficit de financement des entreprises innovantes, en particulier en phase de croissance, qu'il relie au manque de financement institutionnel, aux barrières réglementaires et à la multiplicité des infrastructures de marché.

Le paquet « MISP », déjà mentionné plus haut, répond directement au besoin de réduire la fragmentation du marché financier européen, grâce notamment à la supervision centralisée des acteurs financiers de taille significative - plateformes de négociation, chambres de compensation, dépositaires centraux de titres et prestataires de services sur cryptoactifs. Cette législation européenne en cours de négociation facilitera aussi la tokénisation du marché financier, laquelle pourrait rendre les financements par actions plus accessibles aux PME (voir par exemple [Lise–Lightning stock exchange](#) – en France). En complément, le projet de « 28^{ème} régime » (EU Inc.) vise à réduire la fragmentation juridique des entreprises européennes en leur offrant un cadre unique, qui restera optionnel.

En face de ces efforts de défragmentation, la Commission européenne souhaite encourager l'épargne longue via le développement des fonds de pension en complément des systèmes de retraite par répartition. Elle [recommande](#) ainsi l'affiliation automatique des salariés et la mise en place de systèmes de suivi des droits à la retraite ; et propose une révision de la directive [IORP II](#), pour faciliter le développement et l'activité transfrontalières des fonds de pension professionnels,

et du règlement [PEPP](#), afin de rendre le produit pan-européen d'épargne-retraite individuelle plus attractif.

Dans le domaine de l'innovation, enfin, la [stratégie européenne en faveur des start-up et scale-up](#) répond directement à l'étroitesse des fonds d'investissement européens de capital-risque et au déficit de financement des *scale-up* européennes, notamment via le renouvellement du « fonds de fonds » [European Tech Champions Initiatives](#) (ETCI 2.0) et la création du « [Scaleup Europe Fund](#) ». Au-delà des fonds levés et directement investis (15 milliards d'euros de fonds publics placés dans des fonds européens pour le premier dispositif, 5 milliards d'euros investis directement dans les scaleups technologiques européennes pour le second), la stratégie repose sur un effet de levier auprès des bailleurs de fonds privés. L'initiative ETCI 2.0 pourrait ainsi lever jusqu'à 80 milliards d'euros auprès des investisseurs institutionnels.

Le paradoxe de l'actif sûr

Un actif sûr est un instrument financier caractérisé par une probabilité de défaut très basse ainsi que par de faibles risques de liquidité et de marché, de sorte qu'il est facile à acheter ou vendre même sans être très informé (cf. [Gorton, 2017](#)). Les titres de dette souveraine libellés en « monnaie forte » et bénéficiant d'une notation élevée en sont le principal exemple. À la différence des actifs purement « refuge » (comme l'or), dont la valeur repose uniquement sur l'augmentation de leur demande en période d'incertitude, les titres souverains de haute qualité peuvent cumuler les deux fonctions : ils sont demandés comme collatéral sur les marchés financiers et comme réserve de liquidité pour les banques en temps normal (actifs sûrs), et encore plus en période de crise (valeurs refuge).

En comparaison avec les États-Unis, l'Europe présente une certaine pénurie d'actifs sûrs : en avril 2026, si l'on additionne l'encours agrégé de dettes souveraines des pays de la zone euro notés au moins A (sur une échelle allant de AAA à D) et les divers segments de dettes supranationales européennes, on arrive à un total de 9,8 trillions d'euros. À la même date, l'encours de dette fédérale américaine représentait presque le triple (31,2 tn \$, soit 26,7 tn €).

Il pourrait sembler paradoxal de prôner le développement d'un actif sûr européen dans le but de stimuler le marché des actifs risqués – les actions et titres de créance des entreprises. Toutefois, personne ne s'étonne que les États-Unis soient à la fois le plus grand marché pour les actions et pour les bons du Trésor. Les deux marchés (actifs sûrs, actifs risqués) se développent de manière complémentaire. En particulier :

- Le taux d'intérêt dit « sans risque » de l'actif sûr fournit une référence commune pour le coût de financement des entreprises, qui n'est autre que le taux sans risque auquel s'ajoutent primes de risque de crédit et primes de liquidité. En réduisant le taux sans risque, une demande dynamique pour l'actif sûr en euro permettra d'abaisser, par translation, les coûts d'emprunt des entreprises. Cette référence commune favorisera aussi la convergence des coûts de financement entre entreprises.
- L'actif sûr participe à la gestion des bilans des intermédiaires financiers : il fournit de la liquidité (notamment sur les marchés de pension livrée, ou *repo*) et une couverture contre les chocs systémiques qui leur permet de prendre plus de risques par ailleurs, notamment en investissant dans des actifs moins liquides.

Le sujet n'est pas nouveau mais l'approche a changé. Lorsqu'il a émergé, à la suite de la crise de la Zone euro, l'accent a d'abord été mis sur le rôle stabilisateur de l'actif sûr pour briser le cercle vicieux entre le risque souverain et le risque bancaire et pour pallier les conséquences de la fragmentation des marchés de dette souveraine (cf. [Gossé et Mourjane, 2021](#)). La fonction de

stabilisation reste pertinente au vu des vulnérabilités des marchés fragmentés face aux chocs mondiaux (cf. [Mosk et de Vette, 2025](#)). Cependant, le débat resurgit aujourd'hui en insistant plutôt sur le rôle de l'actif sûr comme catalyseur de l'investissement privé, moyen de financement des biens publics européens et vecteur d'internationalisation de l'euro (cf. [Villeroy de Galhau, 2025](#) ; [Rehn, 2026](#)). Deux familles de propositions sont sur la table :

- L'approche « en stock » s'appuie sur diverses options d'ingénierie financière à même de transformer de la dette souveraine nationale en dette supranationale « senior », à l'aide d'ingénierie financière et/ou d'une mutualisation partielle ([Brunnermeier et al., 2017](#) ; [Blanchard et Ubide, 2025](#)). Si elle est politiquement difficile, cette approche évite de créer des dettes nouvelles et permet d'accroître rapidement le volume et la liquidité du marché.
- L'approche « en flux » (cf. [Hildebrand, Rey, Schularick, 2025](#)) s'appuie sur les besoins de financement de biens publics (par exemple, la défense européenne) et est plus acceptable politiquement, mais implique un développement relativement lent du marché. Cette approche passerait par un renforcement institutionnel des capacités d'emprunt permanentes de l'UE ([Zettelmeyer et Lappe, 2026](#)), avec éventuellement une première étape autour d'une coalition de pays disposés à émettre de la dette commune ([Dorrucci et Rossi, 2026](#)).

Conclusion

Au-delà de ses effets directs sur le financement de l'économie, le projet UEI constitue un levier stratégique pour renforcer durablement la position économique et financière de l'Union européenne. En orientant davantage l'épargne vers l'investissement productif et l'innovation, il soutiendra la croissance potentielle et réduira les dépendances technologiques de l'Europe, tout en offrant une meilleure rémunération aux épargnants. La hausse de l'investissement productif permettra également de résorber une partie de l'excès d'épargne de la zone euro et, par conséquent, son excédent courant, contribuant ainsi au rééquilibrage de l'économie mondiale. Enfin, le renforcement de l'attractivité et de la profondeur des marchés financiers européens devrait attirer davantage de flux d'investissement en provenance des autres zones, favoriser la diffusion internationale des actifs libellés en euro et conforter le rôle de la monnaie unique dans le système financier international.