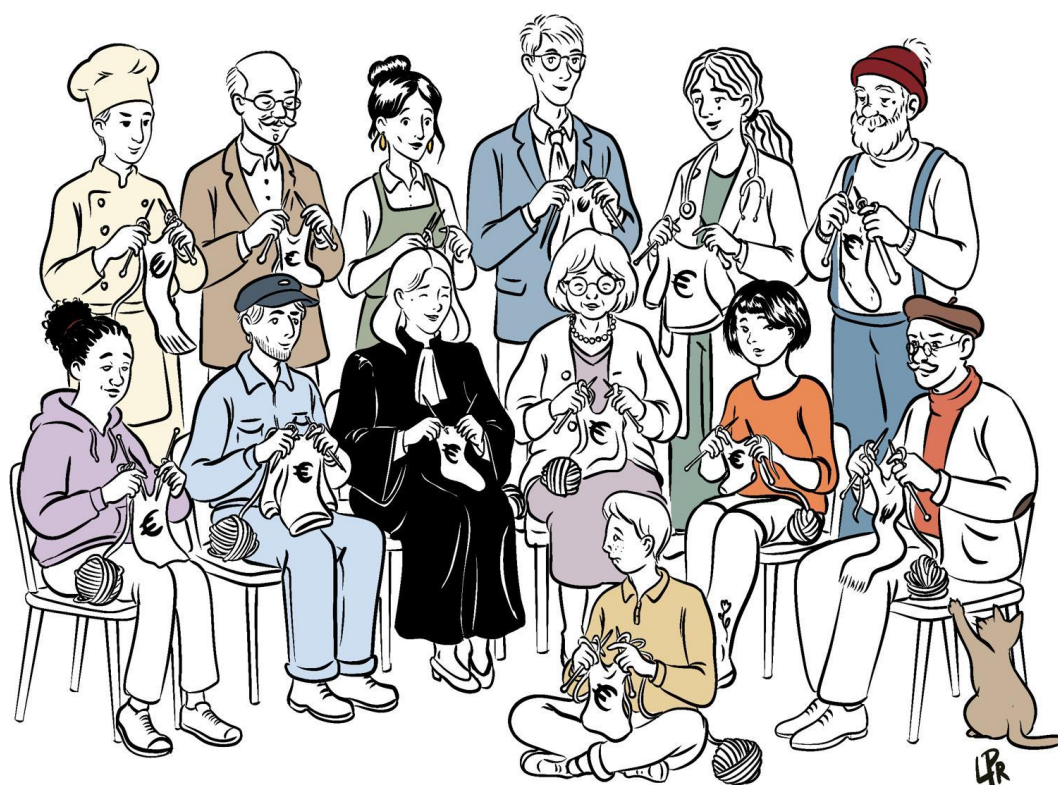


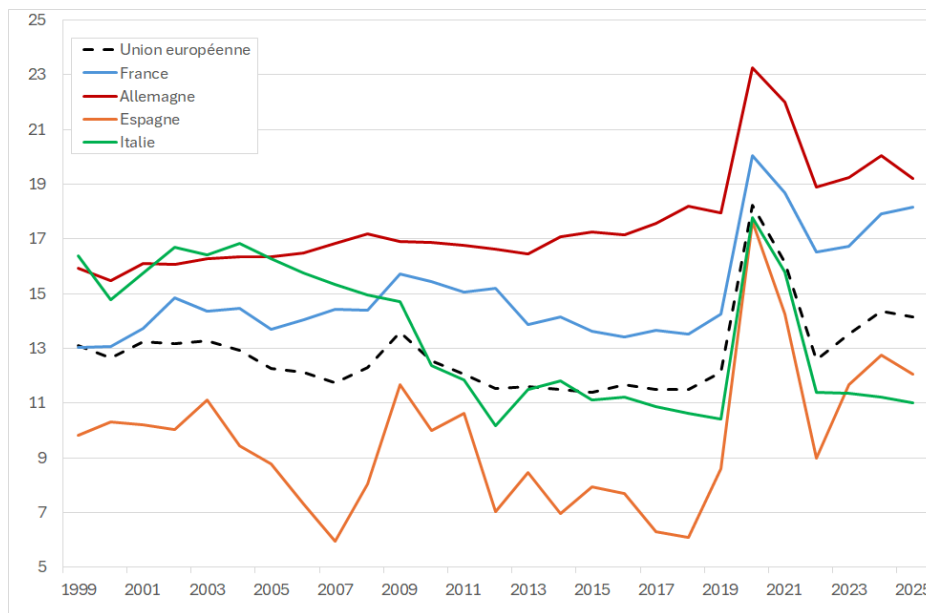
Très chère épargne : l'union de l'épargne et des investissements (1ère partie)

Agnès Bénassy-Quéré, septembre 2026



Pris dans leur ensemble, les ménages européens épargnent à profusion. D'après la Commission européenne ([base Ameco](#)), l'épargne des ménages dans l'Union européenne a atteint 1 642 milliards d'euros en 2025, soit 14,2 % de leur revenu disponible agrégé. Ce taux d'épargne se situe 2 points de pourcentage au-dessus de son niveau d'avant la pandémie de Covid-19, et la France fait partie des pays à épargne élevée (graphique 1). Il se situe aussi largement au-dessus du taux d'épargne des ménages aux États-Unis, même s'il faut retraiter le taux publié par le bureau statistique américain avant de le comparer au taux européen. Après harmonisation, [Barut-Etherington et Chauvin \(2026\)](#) évaluent à 18 % le taux d'épargne en France, 19,2 % en Allemagne, mais seulement 10,8 % aux États-Unis, pour l'année 2025.

Graphique 1. Taux d'épargne brute des ménages, Union européenne et quatre grands pays européens
(en % du revenu disponible)



Source : Commission européenne (base Ameco).

Cette épargne finance l'investissement logement des ménages – 995 Mds€ en 2025. Le reste (647 Mds€) constitue l'épargne financière. Elle est conservée sous forme liquide (dépôts bancaires, livrets d'épargne), placée dans de l'assurance-vie, des fonds de pension et d'investissement, ou directement en actions et obligations.

On dit parfois que l'épargne des Européens finance le reste du monde et en particulier les États-Unis. Cela suscite une certaine incompréhension car les épargnants ont rarement conscience d'investir dans les entreprises de la *tech* ou dans les obligations du Trésor fédéral américain. En réalité, ce sont les intermédiaires financiers à qui ils ont confié leur épargne qui investissent à l'étranger – un moyen de diversifier les placements et d'en augmenter le rendement espéré, malgré le risque de change qui n'est pas toujours couvert ([Lappe et Pinkus, 2026](#), [Corsetti, Pekanov et Sestieri, 2026](#)). Symétriquement, une partie des titres de dette et des actions d'entreprises européennes sont détenus par des non-résidents, eux aussi en quête de diversification.

L'épargne européenne étant particulièrement abondante, le flux d'épargne sortante, qui se place à l'étranger, est supérieur au flux d'épargne étrangère entrante, qui se place en Europe. L'écart entre les deux flux est comptablement égal à l'excédent du compte courant de l'Union européenne, soit 365 Mds€ en 2025 (275 Mds€ pour la seule zone euro), selon l'approche par la [balance des paiements](#). Affirmer que 365 Mds€ ont été placés à l'extérieur de l'Union européenne en 2025 est correct comptablement. C'est même tautologique : cela résulte de l'excès d'épargne sur les opportunités d'investissement en Europe. Le projet d'[Union de l'épargne et des investissements](#) porté par la Commission européenne consiste précisément à offrir de meilleures opportunités en Europe pour l'épargne européenne.

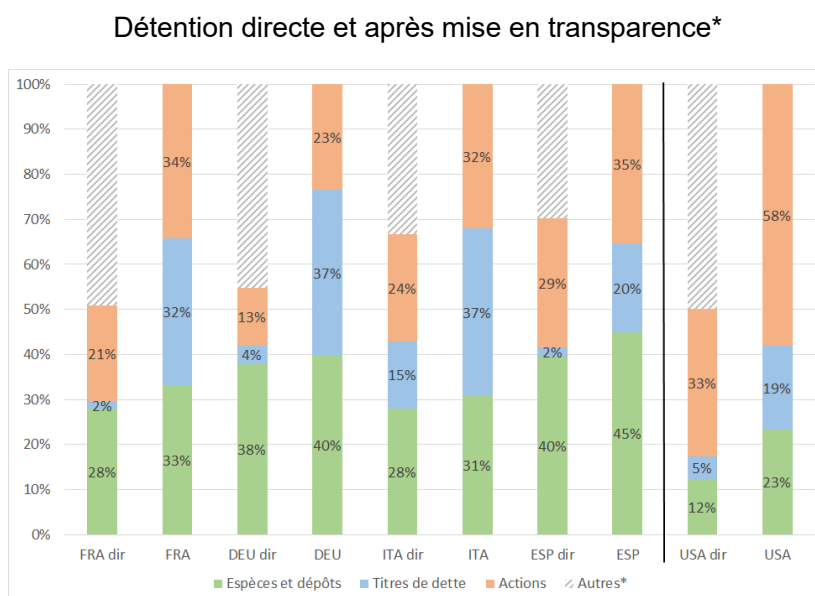
Très chère liquidité

Selon [l'Observatoire de l'épargne européenne et l'Association française de gestion \(2025\)](#), la richesse financière totale représentait 2,3 fois le PIB dans l'UE en 2019, contre 4,3 fois aux États-Unis. Cet écart s'explique en partie par la préférence des Européens pour la pierre : au 4^{ème} trimestre 2025, les ménages de la zone euro détenaient 54 % de leur richesse brute sous forme de biens immobiliers, contre 23 % seulement aux États-Unis (source : [Financial Accounts of the United States, Euro area Quarterly Sector Accounts](#)).

Une autre raison de la divergence transatlantique en termes de richesse financière est le rendement bien moindre de l'épargne en Europe, du fait d'une allocation très différente de cette richesse financière, comme l'illustre le graphique 2 pour les quatre grands pays de la zone euro.

La comparaison entre France et États-Unis est particulièrement éclairante car dans les deux pays, environ la moitié de la richesse financière des ménages est détenue via l'assurance-vie et les fonds de pension, ce qui facilite la comparaison. Hors assurance-vie et fonds de pension, l'épargne liquide, sous forme de numéraire et de dépôts, représente 28 % de la richesse financière en France, contre seulement 12 % aux États-Unis, soit un écart de 16 points de pourcentage. Après « mise en transparence », c'est-à-dire, en attribuant aux ménages les portefeuilles détenus par les assureurs-vie et les fonds de pension (ce qui suppose de faire des hypothèses fortes mais raisonnables, cf. note sous le graphique), l'écart se resserre à 10 points de pourcentage. Les ménages français allouent, directement et indirectement, une plus grande part de leur richesse financière (hors fonds immobiliers) aux titres de dette (32 %, contre 19 % pour les ménages américains). Mais ils allouent une part bien moindre de leur richesse financière aux actions (34 %, contre 58 %, parts qui incluent le patrimoine professionnel). La part des actions n'est pas plus élevée dans les trois autres grands pays de la zone euro.

Graphique 2. Allocation de la richesse financière des ménages, moyenne 2000-2020



* Autres : essentiellement fonds d'investissement, assurance-vie et fonds de pension.

Note : la mise en transparence est directement accessible dans les comptes financiers pour les États-Unis. Pour les pays européens, on suppose que l'allocation moyenne des fonds d'investissement investis directement par les ménages est identique sur 2000-2020 et sur 2008-2020, pour laquelle les données sont disponibles. Pour les fonds investis via l'assurance-vie et les fonds de pension, on suppose que : (i) les fonds actions (cotées et non cotées)

et infrastructures sont entièrement investis en actions ; (ii) les fonds obligataires sont entièrement investis en obligations ; (iii) les fonds monétaires sont entièrement investis en dépôts ; (iv) les fonds alternatifs et mixtes sont investis en parts égales en actions et en obligations. Les fonds immobiliers sont exclus du calcul, et la richesse financière est renormalisée. L'allocation des assureurs-vie est calculée sur la période 2017-2020 et celle des fonds de pension est calculée sur 2020-2024. Ces allocations sont supposées s'appliquer sur 2000-2020.

Sources : Comptes financiers pour les États-Unis, comptes trimestriels par secteur pour les pays européens, BCE, EIOPA Occupational Pensions Statistics, EIOPA Insurance statistics, calculs Banque de France.

En s'appuyant sur la base de données de [Jordà, Schularick et Taylor](#) sur les rendements historiques, on peut calculer le rendement moyen de la richesse financière dans les différents pays comme la somme pondérée des rendements des trois grandes familles d'actifs – actions, obligations et dépôts. Le tableau 1 fournit le rendement moyen sur la période 2000-2020 en tenant compte des détentions à la fois directes et indirectes et en supposant que les intermédiaires financiers reversent aux ménages le rendement de leurs portefeuilles (alternativement, on pourrait supposer que les commissions des intermédiaires nourrissent des profits qui sont reversés aux ménages-actionnaires, en faisant l'hypothèse que l'actionnariat est domestique).

Si l'on s'en tient aux intérêts et dividendes perçus, le rendement moyen est plus élevé pour les quatre pays européens qu'aux États-Unis, malgré la part plus faible des placements en actions dans les portefeuilles européens. Ceci est dû à une meilleure rémunération des dépôts et des obligations, ainsi qu'à une politique de dividendes plus généreuse de la part des entreprises. Aux États-Unis, la rémunération moindre des obligations est liée, sur la période 2000-2020, au « privilège exorbitant » du Trésor, capable d'emprunter à moindre coût du fait du statut du dollar, de la liquidité offerte par ces titres et de leur statut de havre de sécurité. Quant aux actions, leur rémunération est davantage offerte sous forme de plus-values. Lorsque ces dernières sont intégrées au calcul du rendement moyen, le rendement de la richesse financière aux États-Unis dépasse largement son niveau moyen en Europe. L'écart est d'un point de pourcentage pour la France et jusqu'à 2,2 points pour l'Allemagne. En vingt ans, ceci représente un écart de richesse nominale de respectivement 22 % et 54 %.

La prise en compte de l'inflation moyenne sur la période n'invalide pas ce diagnostic : l'inflation moyenne étant moindre en Europe qu'aux États-Unis, l'écart se creuse en faveur des Européens pour le rendement réel en intérêts et dividendes ; si l'on intègre les plus-values, l'écart se resserre mais reste en faveur des ménages américains. Il est de 0,3 point pour la France et 1,6 point pour l'Allemagne, soit un écart de richesse réelle de 6 % et 37 % respectivement, après vingt ans.

Tableau 1. Rendement moyen de la richesse financière des ménages, 2000-2020

Détentions directes et indirectes

	Rendement nominal		Inflation (indice des prix à la consommation harmonisé)	Rendement réel	
	Intérêts et dividendes	Intérêts, dividendes et plus-values		Intérêts et dividendes	Intérêts, dividendes et plus-values
USA	2,1	6,2	2,1	0,0	4,1
FRA	2,8	5,2	1,4	1,4	3,8
DEU	2,3	4,0	1,5	0,7	2,5
ITA	3,1	4,7	1,7	1,4	3,3
ESP	3,2	5,4	2,0	1,2	3,2

Source : Jordà-Schularick-Taylor Macrohistory Database (R6), calculs Banque de France.

Contrairement à une idée reçue, l'épargne liquide ne « dort » pas. Les banques prêtent cette épargne aux entreprises et aux ménages ou, dans le cas du livret A en France, aux organismes

de logement social (voir [Koch et Faria, 2026](#)). Mais ces prêts sont souvent à long terme (20 ans en moyenne, dans le cas du crédit immobilier), et ils ne peuvent être revendus avant leur terme (ils peuvent toutefois être utilisés comme collatéral pour obtenir de la liquidité auprès de la BCE, en cas de besoin). Comme les dépôts bancaires sont parfaitement liquides (les déposants n'ont aucune contrainte sur leurs retraits et paiements autre que la valeur de leurs dépôts), les banques doivent faire attention à conserver une part de leur bilan sous forme également liquide – c'est d'ailleurs une obligation réglementaire. Ces placements liquides sont moins bien rémunérés, ce qui se répercute sur la rémunération des dépôts. En un mot, la liquidité est un service payant.

Action pour le rendement !

Pour trouver du rendement, il faut accepter de perdre en liquidité et/ou en sécurité. On parle beaucoup des placements en actions non cotées (*private equity*) et en crédit privé, qui combinent un risque élevé et une liquidité faible. Mais, comme le note [Olivier Garnier \(2026\)](#), la différence essentielle entre États-Unis et Europe est plutôt une détention bien supérieure d'actions cotées aux États-Unis : 214 % du PIB, contre 47 % en France et 38 % en Allemagne (chiffres 2024).

Il ne s'agit pas de pousser les Européens à boursicoter, ni de les exposer à un risque excessif. L'expérience de différents pays montre que d'autres voies sont possibles. Sur six pays européens étudiés par [l'AFG et l'OEE \(2025\)](#), la détention d'actions cotées, de manière directe et indirecte (via des fonds, des assureurs ou des fonds de pension) varie entre 15 % de la richesse financière en Pologne et 51 % en Suède, la moyenne de la zone euro étant à 21 % (la France à 19 %). Deux modèles se dégagent, qui peuvent être combinés :

- Les fonds de pension à la néerlandaise : ils collectent une épargne longue, qui convient bien à des placements en actions, avec une stratégie suivant le cycle de vie de chaque souscripteur (part en action diminuant à l'approche de la retraite). Historiquement à prestations définies, ces fonds basculent peu à peu sur un système à cotisations définies, qui fait porter le risque résiduel sur les futurs retraités. Le plan épargne-retraite (PER) français suit une logique similaire.
- Les comptes d'épargne à la suédoise : le compte ISK (pour *InvesteringsSparKonto*) permet aux ménages suédois d'investir et désinvestir de manière très simple et totalement libre, en étant imposés de manière forfaitaire en fonction du montant total investi et non du rendement de l'investissement, ce qui incite à prendre un peu plus de risque. De fait, la détention directe d'actions cotées représente 12 % de la richesse financière en Suède, contre 6 % en zone euro. L'assurance-vie en unités de compte se rapproche de ce modèle : le produit est liquide (même si les retraits dans les premières années ne bénéficient pas d'avantage fiscal), sans garantie en capital pour l'épargnant ; la fiscalité quant à elle est forfaitaire, à la source, ce qui représente une simplification pour l'assuré.

Ces différents dispositifs se distinguent essentiellement par la liquidité qu'ils offrent – faible pour les fonds de pension et le PER français – élevée pour les comptes d'épargne suédois et l'assurance-vie. C'est pourquoi ils peuvent utilement être combinés, comme en Suède où les fonds de pension coexistent avec les comptes d'épargne.

Toutefois, les investissements en actions des assureurs-vie et fonds de pension sont aujourd'hui fortement orientés vers les marchés non européens, notamment les États-Unis : selon [Darvas et Schoenmaker, 2017](#), les investisseurs institutionnels européens ont un biais en faveur de leur pays de résidence, mais non en faveur des actions européennes. S'ils investissent aux États-Unis, c'est pour y trouver un marché action développé et profond, et non par attirance particulière pour les actions de l'autre côté de l'Atlantique, d'autant qu'investir en dollar implique un risque de change

qui peut anéantir le rendement reçu. Ainsi, pour tirer pleinement profit du rendement des investissements en actions, le développement du marché européen sera clé. Cela pose un problème de poule et d'œuf : pas assez de demande de titres pour que les entreprises souhaitent émettre des actions, pas assez d'offre pour que les intermédiaires financiers souhaitent investir.

Quelle stratégie européenne ?

L'Union européenne n'a pas de compétence en matière de produits d'épargne, mais elle peut adresser aux États membres des recommandations, ce qu'a fait la [Commission](#) en septembre 2025. L'idée est de s'inspirer de la simplicité et de la flexibilité du compte d'épargne suédois, avec un traitement fiscal favorable (« au moins autant que pour les autres produits d'épargne ») et une portabilité entre pays européens. Le Conseil et le Parlement européen sont parvenus à un [accord](#) sur le sujet en décembre 2025.

En novembre 2025, la Commission a également formulé des [recommandations](#) en matière de retraite, visant à développer une retraite complémentaire par capitalisation dans les pays où, comme en France, la retraite repose essentiellement sur un système par répartition. En juin 2026, le [gouvernement allemand](#) a annoncé la création progressive d'un pilier de retraite complémentaire par capitalisation.

Enfin, la Commission a lancé une vaste campagne pour [améliorer les connaissances financières](#) des Européens dont on sait qu'elle est fortement corrélée aux performances de gestion de l'épargne. Les individus disposant de meilleures connaissances financières tendent en effet à diversifier davantage leurs placements, à mieux appréhender les risques, à préparer plus efficacement leur retraite et à éviter le surendettement ou la détention excessive de liquidités. [Nicolini et Haupt \(2019\)](#) montrent ainsi que le renforcement des compétences financières constitue un levier important pour améliorer la gestion de l'épargne des ménages et, plus largement, leur résilience financière.

La stratégie européenne repose aussi sur une réduction des coûts de gestion de l'épargne. Cela suppose des dispositifs simples (comme l'ISK suédois), des frais de gestion transparents de manière à favoriser la concurrence, mais aussi une simplification de la supervision en matière de gestion d'actifs et de transactions. Une réforme clé sera la supervision unique, au niveau européen, des grandes chambres de compensation et des principaux dépositaires centraux. Invisibles de l'épargnant, ces infrastructures sont morcelées en Europe, ce qui crée des inefficacités, et donc des coûts qui se répercutent sur l'épargnant. Cette réforme fait partie du paquet « [intégration et supervision des marchés](#) » en cours de discussion au Conseil européen.

Les bénéfices à attendre sont importants pour les épargnants. Une étude détaillée de [Rexecode \(2026\)](#) montre ainsi que sur la période 2005-2025, l'épargnant français « patient » aurait pu augmenter le rendement moyen après impôt de sa richesse financière de 0,3 point de pourcentage par an s'il avait adopté une allocation « optimale », avec moins de liquidité et de titres de dette, et davantage d'actions. En se concentrant sur l'épargne en actions, [Gossé et Jehle \(2024\)](#) montrent en outre qu'une meilleure diversification intra-européenne de l'épargne en actions permettrait d'en augmenter le rendement corrigé du risque de l'ordre de 0,25 à 0,75 point de pourcentage par an, ce qui est très substantiel.

Un avantage supplémentaire de la diversification est l'accès à un mécanisme de stabilisation du revenu : si les performances des entreprises ne sont pas parfaitement corrélées entre pays européens, alors la diversification des portefeuilles actions permet de compléter les revenus des ménages dans les pays en crise par des revenus du capital en provenance de pays en forte croissance. Ce partage transfrontalier des risques, via la diversification de l'épargne, contribue à

amortir les chocs asymétriques au sein de l'union monétaire. [Cimadomo et al. \(2023\)](#) soulignent que ce mécanisme est nettement plus développé aux États-Unis, où il constitue l'un des principaux instruments d'absorption des chocs régionaux, alors que son potentiel reste largement inexploité dans la zone euro où seuls environ 30 % des chocs de production sont amortis par les mécanismes de partage des risques.

Démocratiser la richesse

L'Union de l'épargne et de l'investissement est souvent présentée comme un agenda technique. Pire, on parle de « mobiliser » l'épargne des Européens (mais comment ?). En réalité, l'enjeu est de donner accès à une épargne mieux rémunérée à tous les Européens, à une époque qui a vu la richesse se concentrer de plus en plus en haut de la distribution des revenus, parmi les « initiés ».

Certaines réformes récentes, comme la suppression du seuil d'investissement minimum pour les fonds européens d'investissement à long terme (actions non cotées, infrastructures, immobilier) vont dans le sens d'une démocratisation de l'épargne à fort rendement. En réduisant les coûts d'entrée et en permettant un très grand fractionnement des actifs financiers, la tokenisation en cours des instruments financiers pourrait aussi améliorer la capacité des épargnants modestes de diversifier leur épargne, pour un meilleur équilibre entre rendement et risque.

L'introduction d'une retraite complémentaire obligatoire par capitalisation (en plus du régime par répartition) est aussi un moyen de réduire les inégalités de patrimoine, comme le montre [Kuhn \(2020\)](#) sur le cas de la Suisse. Une allocation suivant le cycle de vie est particulièrement indiquée pour améliorer le rendement de l'épargne-retraite tout en limitant les risques ([Berardi et Tebaldi, 2023](#)).