

Document de travail n° 103

Repenser l'allocation de l'épargne des ménages en France et en Europe

Comment l'optimiser sous un
prisme macroéconomique ?

Ce document de travail a été réalisé par



**Charles-Henri
COLOMBIER**

Diplômé d'HEC Paris, de la Barcelona Graduate School of Economics et de l'Université Paris-Dauphine, Charles-Henri Colombier a travaillé durant 7 ans aux bureaux de Paris et Casablanca du Boston Consulting Group avant de rejoindre Rexecode en tant qu'économiste. Charles-Henri Colombier est directeur du pôle Conjoncture et Perspectives depuis janvier 2016. Il assure le suivi conjoncturel et les perspectives économiques des Etats-Unis, ainsi que l'analyse des marchés financiers.



**Paul
BERTHIER**

Paul Berthier a rejoint l'équipe d'économistes de Rexecode en fin d'année 2024. Diplômé de l'Institut d'Études Politiques de Paris et de l'Université Paris Dauphine-PSL, il a travaillé pendant trois ans au sein du département des études économiques de la Société Générale. Au sein du pôle Conjoncture, Paul Berthier est en charge du suivi conjoncturel et des perspectives économiques pour la zone euro, l'Allemagne, l'Espagne et l'Italie.



**Lou
LESSENOT**

Étudiante du Master « Diagnostic Économique International (211) » de l'Université Paris-Dauphine (PSL), Lou Lessenot a travaillé en tant qu'économiste stagiaire au sein du pôle Conjoncture et prévisions. Elle a notamment contribué aux travaux du pôle dans le cadre de l'étude consacrée à l'épargne.



**Adrien
GATIMEL**

Etudiant en Master « Économie et politiques publiques » à Science Po Paris, Adrien Gatimel a rejoint le pôle Conjoncture & Prévision en tant qu'économiste stagiaire en janvier 2026.

Rexecode

COMITÉ DE DIRECTION

Denis FERRAND, directeur général
Olivier REDOULÈS, directeur des études
Charles-Henri COLOMBIER, directeur de la conjoncture
Raphaël TROTIGNON, directeur du pôle énergie-climat

Michel DIDIER : Conseiller scientifique
Eric DUBOIS : Conseiller scientifique

CONSEIL D'ADMINISTRATION

Président : Pierre GADONNEIX
Invités permanents - Présidents d'honneur : Jacques-Henri DAVID, Michel DIDIER
Vice-président : Michel CICUREL
Administrateurs : Ghislaine BAILLY, Pierre-André de CHALENDAR, Christian DARGNAT, Xavier FONTANET, Olivier KLEIN, Pascal LE GUYADER, Ross MC INNES, Hubert MONGON, Henri MOREL, Jérôme PELLETAN, Agnès PERRE, Michel de ROSEN, Olivier SALLERON, Samuel TUAL, Xavier URSAT, Arnaud VAISSIÉ, Amaury de WARENGHIEN

Centre de Recherche pour l'Expansion de l'Economie et le Développement des Entreprises

Rexecode : association régie par la loi du 1^{er} juillet 1901 - Siret : 784 361 164 00048 - APE 9412Z
Siège social : 24 place du Général Catroux - 75017 PARIS - Tél. (33) 01 53 89 20 89 - www.rexecode.fr

Sommaire

Sommaire	1
Remerciements.....	2
Synthèse.....	3
Executive summary (in English)	6
Section I : Etat des lieux de l'allocation de l'épargne des ménages en comparaison internationale.....	9
I.1. Niveau global des patrimoines.....	9
I.2. Analyse primaire du patrimoine financier.....	12
I.3. Différenciation par niveau de vie et par âge.....	14
I.4. « Transparisation » des actifs	17
I.5. Propension de l'épargne à se diriger à l'étranger.....	20
I.6. Rendement de l'épargne.....	27
I.7. Régimes de retraite.....	29
I.8. Fiscalité	31
I.9. Structure de financement des entreprises	33
I.10. Revue de littérature sur l'épargne européenne	35
Section II : Comment définir une allocation optimale de l'épargne à l'échelle de la nation ?	37
II.1. L'axe revenu/patrimoine	37
II.2. L'axe production/croissance.....	53
Annexes	70
Bibliographie	75

Remerciements

Ce document de travail Rexecode a été réalisé avec et grâce au soutien de trois organisations partenaires que nous remercions pour leur confiance et leur accompagnement, en particulier en la personne de Thomas Valli, Stéphanie Hubert et Simon Ponroy :

- Association Française de Gestion (AFG)
- Association Française des Marchés Financiers (AMFI)
- France Invest

Un comité scientifique composé des personnalités suivantes a par ailleurs eu la sollicitude d'éclairer de son expertise nos travaux :

- Marie Brière
- Philippe Crevel
- Stéphane Giordano
- Olivier Klein
- Olivier Millet

Nous tenons enfin à remercier les organisations qui ont accepté que nous les auditionnions dans la phase exploratoire de l'étude, et qui ont initié ou confirmé nombre de nos intuitions, en particulier : BCE, Bpifrance, Bruegel, CDC Croissance, DG Trésor, Euronext, France Assureurs, Medef, OCDE, OEE.

Synthèse

- L'allocation de l'épargne des ménages européens et français est devenue un enjeu de politique économique majeur, le rapport Draghi ayant mis en lumière les lacunes du financement de l'innovation à l'échelle européenne, et la saine mobilisation de l'épargne pour la croissance étant rendue cruciale par les marges de manœuvre très limitées des finances publiques en France.
- Souvent, on entend qu'il serait souhaitable de canaliser davantage l'épargne vers les fonds propres, mais avec peu d'éléments étayés à l'appui. Nous avons voulu vérifier puis étayer cette assertion par des chiffres et de la rationalité économique.
- Notre étude comporte deux sections complémentaires : i) un état des lieux chiffré en comparaison internationale de l'allocation de l'épargne dans huit pays européens et aux Etats-Unis, et ii) une proposition de cadre analytique pour définir ce que serait une allocation optimale de l'épargne d'un point de vue macroéconomique, c'est-à-dire à l'échelle d'une nation.
- Un paradoxe apparent ressort d'emblée : les Français épargnent beaucoup (en flux) mais n'ont pas beaucoup d'épargne (en stock). Alors que le taux d'épargne financière des ménages français est historiquement comparable à celui de leurs homologues américains et même plus élevé depuis quelques années, leur patrimoine financier est nettement inférieur lorsque rapporté au revenu disponible brut des ménages.
- Si le patrimoine financier des Français était à la hauteur de celui des Américains, des Suédois ou des Danois, il serait presque deux fois plus élevé qu'aujourd'hui. Cet état de fait explique d'ailleurs le rôle prépondérant des actionnaires étrangers dans le CAC 40, et la proportion majoritaire d'investisseurs étrangers dans la détention de la dette publique française.
- Le patrimoine financier des Français se distingue à première vue par une proportion élevée des dépôts et de l'assurance-vie, conjuguée à une concentration supérieure chez les plus de 65 ans. Par-delà les supports de placement, notre analyse par « transposition » révèle la part limitée des actions dans le patrimoine financier des ménages en France (près de 19 % au global), y compris pour des déciles de revenus élevés (14 % pour le décile 9).
- Au-delà d'un socle de numéraire et dépôts qui varie dans une certaine mesure d'un pays à l'autre, c'est surtout la constitution d'un patrimoine financier plus risqué qui différencie les pays d'Europe du Nord et les Etats-Unis de l'Europe continentale et de la France.
- L'existence ou l'efficacité de véhicules d'épargne de long terme généralisés à une part importante de la population explique, en grande partie, les différences de niveau de patrimoine et de poids des actions dans ces patrimoines.

-
- Cela emporte naturellement des conséquences sur le rendement du patrimoine financier sur longue période, qui se compare défavorablement en France. C'est l'explication principale du paradoxe apparent que nous évoquons. A partir de l'analyse des comptes de patrimoine, notre estimation de l'écart de rendement annuel moyen entre le patrimoine financier des ménages français et scandinaves atteint 3 à 4 points de pourcentage.
 - Plus que la « fuite d'épargne » vers les Etats-Unis parfois évoquée à l'échelle européenne, le sujet principal nous paraît être celui de la faible part des actions dans le patrimoine des Français et des Européens, qui introduit une asymétrie entre l'épargne allant vers les Etats-Unis et celle venant des Etats-Unis, à plus fort rendement.
 - Nous proposons une approche en deux parties complémentaires pour qualifier le caractère optimal de l'allocation de l'épargne à l'échelle macroéconomique : i) un axe revenu/patrimoine (quelle allocation optimise le couple rendement/risque pour les épargnants ?) vs ii) un axe production/croissance (quelle allocation assure au mieux le développement des entreprises et le financement de l'innovation ?).
 - En préambule, l'idée que l'allocation très prudente de l'épargne des Français se justifierait par une aversion au risque exceptionnelle ne paraît pas étayée par les données d'enquêtes. L'aversion au risque des Français est proche de la moyenne internationale, et l'allocation des actifs actuelle est en réalité influencée par bien d'autres facteurs, en particulier la fiscalité, la réglementation, l'éducation financière et les stratégies commerciales du secteur financier. La montée en puissance du PER montre que des évolutions notables sont possibles si le cadré proposé évolue.
 - Côté revenu/patrimoine, notre modèle d'optimisation du couple rendement/risque montre que l'allocation actuelle de l'épargne financière des ménages français est sous-pondérée en actions. Une allocation un peu plus portée sur les actions permettrait de délivrer un rendement sensiblement plus important, sans beaucoup plus de risques. Selon nos estimations, sur les vingt dernières années, un tel changement d'allocation aurait augmenté le patrimoine financier net des Français de près de 340 milliards d'euros de rendement supplémentaire, soit 12% du PIB, le tout avec une prise de risque additionnelle limitée voire quasi-nulle sur le moyen terme.
 - Côté production/croissance, si une certaine littérature économique soutient parfois que les effets de richesse sont limités en Europe, avec un prisme étroit uniquement consacré aux effets sur la consommation, nombre d'études récentes montrent surtout que l'augmentation des fonds propres dans l'économie emporte de nombreuses vertus, à commencer par la stimulation de l'investissement productif et de l'innovation. Des effets précieux quand le vieillissement des populations, qui pèse sur les comptes de protection sociale, restreint par ailleurs l'orientation spontanée des investissements publics et privés vers les projets et secteurs d'avenir.
 - Ce lien théorique entre fonds propres et investissements innovants semble se confirmer empiriquement : on observe ainsi une corrélation positive entre la taille

des fonds de pension et celle des fonds propres des entreprises non financières. Les pays d'Europe du Nord, qui bénéficient des fonds de pension les plus importants, sont aussi les pays qui présentent le plus haut niveau d'investissement dans les technologies innovantes, notamment par rapport à leurs voisins d'Europe continentale.

- D'un point de vue plus microéconomique, il existe en France et en Europe des goulets d'étranglement bien documentés dans le financement de l'innovation et le développement des entreprises, qu'une augmentation des financements en fonds propres permettrait de fluidifier. La fuite des « *scale-ups* » européennes vers les Etats-Unis pour les introductions en bourse pourrait notamment être freinée. En France, le sous-dimensionnement du marché coté en aval contribue à expliquer en amont la capacité limitée des investisseurs à investir des sommes très importantes en fonds propres sur le non coté.
- L'exemple suédois montre le rôle crucial que peuvent jouer les fonds de pension dans le développement d'un écosystème de financement et d'innovation vertueux. Il associe constitution d'une épargne financière en fonds propres très conséquente et irrigation des entreprises nationales. La Suède affiche davantage d'introductions en bourse au cours de la dernière décennie que la France et l'Allemagne réunies. Sa réussite repose aussi plus largement sur l'existence d'un cadre fiscal et d'affaires attractif pour les investisseurs, les épargnants et les entrepreneurs.
- Un recours important aux fonds de pension, dans un système par capitalisation, n'implique pas nécessairement de déplacement massif de l'épargne vers l'étranger, l'exemple suédois montre qu'une partie importante de celle-ci se dirige vers des entreprises locales (43 %) confirmant la présence d'un « biais domestique ».
- Pour toutes ces raisons, il paraît hautement souhaitable d'augmenter l'exposition aux fonds propres de l'épargne des Français et des Européens. Cela passe par deux types de leviers : i) des mesures à iso-structure comme l'assouplissement des freins à l'investissement en actions dans les véhicules existants (évoquons par exemple les effets pervers du « profil investisseur » introduit par la directive européenne MiFID 2 qui aboutit à assimiler faible connaissance financière et aversion au risque, ou les bénéfices d'un assouplissement de la garantie année après année de l'assurance-vie) et ii) des mesures plus structurelles comme la systématisation d'une couche de capitalisation dans le financement des retraites, à l'image de la transformation effectuée par la Suède dont le système reposait exclusivement sur la répartition au début des années 1990.
- De tels changements seraient à la fois au bénéfice des épargnants et des entreprises, tout en renforçant la souveraineté économique et l'indépendance stratégique du pays et du continent. Il y va de la modernisation de notre écosystème financier, aujourd'hui insuffisamment orienté vers le risque, et à terme sans doute de la préservation de notre modèle social.

Executive summary (in English)

- *The allocation of savings by European and French households has become a major economic policy issue. The Draghi and Letta reports have highlighted the shortcomings in the financing of innovation at a European level, and the healthy mobilisation of savings for growth is made crucial by the very limited room for maneuver of public finances in France.*
- *One often hears or reads that we should channel more savings into equity, but with little substantiated evidence. We wanted to verify and substantiate this assertion with figures and economic rationality.*
- *Our study is divided into two complementary parts: (i) an international comparison of the allocation of savings in eight European countries and the United States, and (ii) a proposed analytical framework to define what an optimal allocation of savings would be from a macroeconomic point of view, i.e. at the level of a nation.*
- *An apparent paradox immediately emerges: French households save a lot (in terms of flows) but do not have particularly high savings (in terms of stocks). While the financial savings rate of French households is historically comparable to that of their American counterparts and even higher in recent years, their financial wealth is significantly lower when compared to the gross disposable income of households.*
- *If the financial wealth of French households was similar to that of American, Swedish or Danish households, it would be almost twice as high as it is today. This state of affairs also explains the major role of foreign shareholders in the CAC 40, and the majority proportion of foreign investors in the holding of French public debt.*
- *At first glance, the financial wealth of French households is characterized by a high proportion of deposits and life insurance, combined with a higher concentration among the over 65s. Beyond investment vehicles, our "look-through" analysis reveals the limited share of equities in the financial wealth of households in France (nearly 18% overall), including for high income deciles (14% for decile 9).*
- *Beyond a base of cash and deposits that varies to a certain extent from one country to another, it is above all the constitution of a riskier financial asset base that differentiates the countries of Northern Europe and the United States from continental Europe and France.*
- *The existence or effectiveness of long-term savings vehicles that are widespread to a large part of the population largely explains the differences in the level of wealth and the weight of equities in these financial assets.*
- *This naturally has consequences for the return on financial assets over the long term, which compares unfavourably in France. This is the main explanation for the apparent paradox we discussed earlier.*

-
- *More than the "flight of savings" to the United States, which is sometimes mentioned at the European level, the main issue is that of the low share of equities in the wealth of French and European households, which introduces an asymmetry between savings going to the United States and those coming from the United States, the latter having higher yields.*
 - *We propose a two-part approach to qualify the optimality of the allocation of savings at the macroeconomic level: i) an income/wealth axis (which allocation optimizes the risk/return ratio for savers?) vs. ii) a production/growth axis (which allocation best ensures the development of companies and the financing of innovation?).*
 - *Before that, the idea that the very prudent allocation of French savings is justified by an exceptional risk aversion does not seem to be supported by survey data. The risk aversion of French households is close to the international average, and the current asset allocation is in fact influenced by many other factors, in particular taxation, regulation, financial education and business strategies of the financial sector. The rise in power of the PER shows that significant changes are possible if the proposed framework changes.*
 - *On the income/wealth side, our risk/return optimization model shows that the current allocation of French households' financial savings is underweight equities. A slightly increased allocation to equities would deliver a significantly higher return, without much more risk. According to our estimates, over twenty years, such a change in allocation would have increased the net financial wealth of French households by nearly €340 billion, i.e. 12% of GDP, with limited or almost no additional risk-taking over the medium term.*
 - *On the production/growth side, while economic literature sometimes maintains that wealth effects are limited in Europe, with a narrow prism focused solely on the effects on consumption, a number of recent studies show above all that increasing equity capital in the economy has many virtues, starting with the stimulation of productive investment and innovation. These are valuable effects when the ageing of populations, which weighs on social protection accounts, restricts the spontaneous orientation of public and private investments towards the projects and sectors of the future.*
 - *This theoretical link between equity and innovative investments seems to be empirically confirmed: there is a positive correlation between the size of pension funds and that of the equity of non-financial companies. Northern European countries, which benefit from the largest pension funds, are also the countries with the highest level of investment in innovative technologies, especially compared to their continental European neighbours.*
 - *From a more microeconomic point of view, there are well-documented bottlenecks in France and Europe in the financing of innovation and business development, which an increase in equity financing would likely fluidify. In particular, the flight of European scale-ups to the United States for IPOs could be slowed down. In France,*

the undersizing of the downstream listed market helps explain the limited ability of investors to invest very large sums of equity in unlisted securities upstream.

- *The Swedish example shows the crucial role that pension funds can play in the development of a virtuous financing and innovation ecosystem. It combines the constitution of very substantial financial savings in equity and the irrigation of national companies. Sweden has had more IPOs over the past decade than France and Germany combined. Its success is also based more broadly on the existence of an attractive tax and business framework for investors, savers and entrepreneurs.*
- *Large-scale use of pension funds does not necessarily imply a massive displacement of savings abroad. The Swedish example shows that a significant part of it is directed towards local companies (43%), confirming the persistence of a "domestic bias".*
- *For all these reasons, it seems highly desirable to increase the exposure to equity capital of French and European savings. This involves two types of levers: i) iso-structured measures such as the relaxation of the brakes on equity investment in existing vehicles (let us mention, for example, the perverse effects of the "investor profile" questionnaire introduced by the European MiFID 2 directive leading to mixi financial knowledge and risk aversion, or the potential benefits of a relaxation of the year after year guarantee of life insurance) and ii) more structural measures such as the systematisation of a capitalisation layer in the financing of pensions, like the transformation carried out by Sweden, whose system was based exclusively on pay-as-you-go in the early 1990s.*
- *Such changes would benefit both savers and companies, while strengthening the economic sovereignty and strategic independence of the country and the continent. What is at stake is the modernisation of our financial ecosystem, which is currently insufficiently risk-oriented, and in the long term the preservation of our social model.*

Section I : Etat des lieux de l'allocation de l'épargne des ménages en comparaison internationale

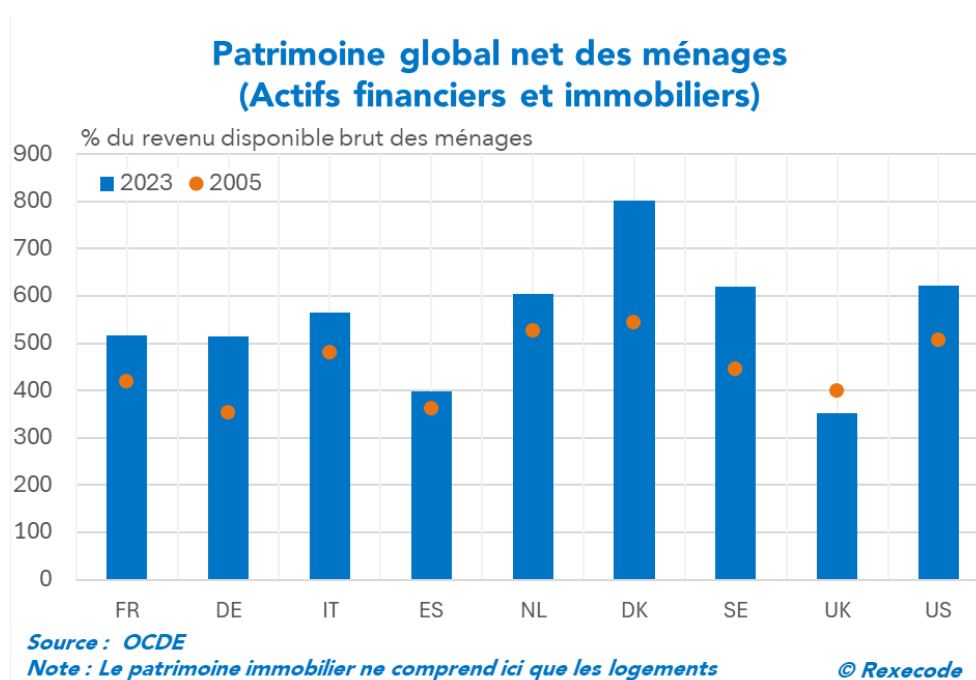
Une analyse comparée rigoureuse du patrimoine des ménages au sein des économies développées constitue une première étape indispensable avant d'amorcer une réflexion sur la question de l'optimalité de l'allocation de l'épargne. Nous examinons ici cette allocation sur différentes dimensions et à travers neuf pays : France, Allemagne, Italie, Espagne, Pays-Bas, Danemark, Suède, Royaume-Uni et Etats-Unis.

I.1. Niveau global des patrimoines

Afin de comparer la structure et le poids du patrimoine global des ménages, nous exprimons ce dernier en pourcentage du revenu disponible brut des ménages (RDB)¹, ce qui permet de rapporter la richesse accumulée à la capacité de consommation et d'épargne des ménages. Nous définissons le patrimoine global comme la somme du patrimoine financier et immobilier (l'immobilier représentant l'essentiel des actifs non financiers), mais seule la composante logement de l'immobilier est ici retenue. En effet, l'OCDE souligne que les pays utilisent diverses méthodes pour différencier la valeur des logements de celle des terrains, ce qui complique les comparaisons internationales. C'est notamment le cas au Royaume-Uni et en Espagne, où la valeur des terrains représente une part exceptionnellement et anormalement élevée du patrimoine immobilier, bien au-delà de celle des logements eux-mêmes. Nous préférons ainsi exclure les terrains de notre analyse faute de données harmonisées. De plus, le patrimoine des ménages est exprimé net de leur endettement.

L'examen du patrimoine global net des ménages fait à première vue ressortir différents groupes de pays. Un premier groupe rassemble la France, l'Allemagne et l'Italie, avec des niveaux de patrimoine global net proches, légèrement supérieurs à 500 % du revenu disponible brut des ménages. Les pays « nordiques » (Pays-Bas, Suède, Danemark) se caractérisent par des niveaux de patrimoine global net plus élevés (jusqu'à 800 % du RDB pour le Danemark). Les États-Unis présentent également un patrimoine global net élevé, mais réparti différemment entre actifs financiers et immobiliers. Espagne et Royaume-Uni s'inscrivent en retrait des autres pays.

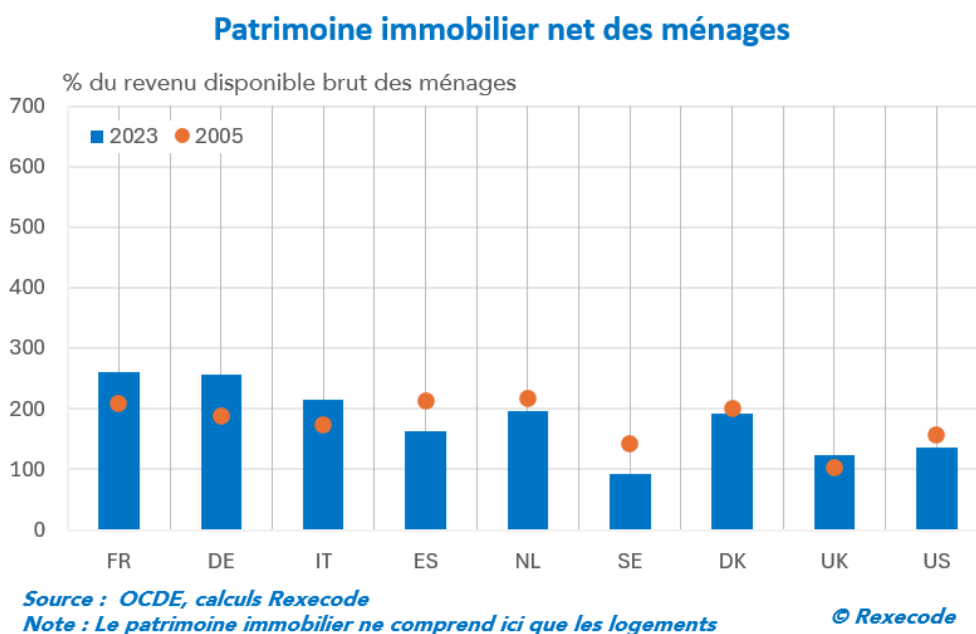
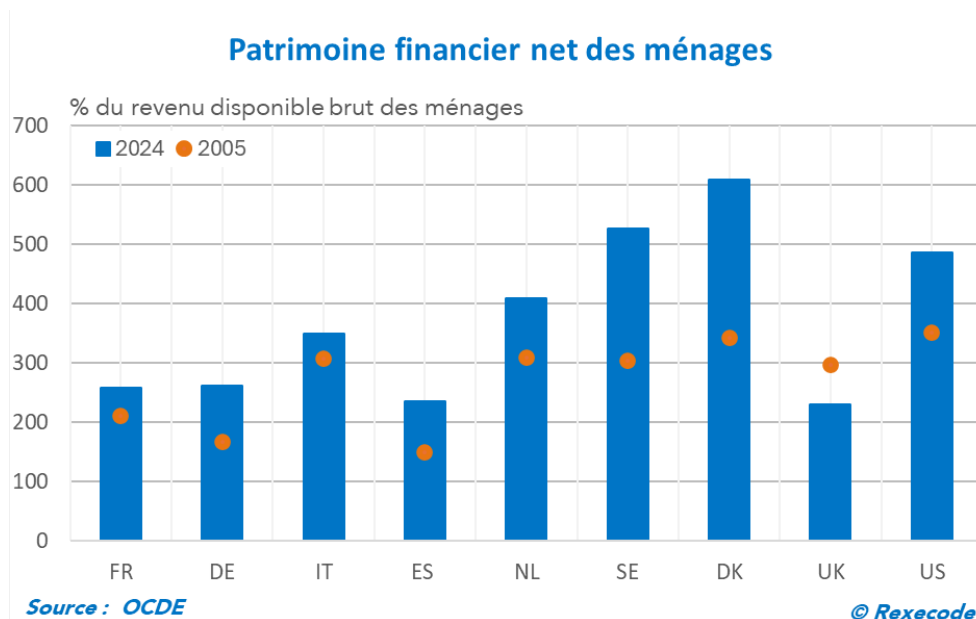
¹ Le revenu disponible brut correspond au revenu dont disposent les ménages après opérations de distribution. Il est donc net de prélèvements obligatoires, mais brut de consommation de capital fixe.



La France et l'Allemagne affichent une structure relativement équilibrée entre les composantes immobilière et financière du patrimoine, tandis que l'Italie se distingue par une proportion légèrement supérieure du patrimoine financier². Ce résultat peut sembler surprenant, dans la mesure où le taux de propriétaires immobiliers en Italie est supérieur à celui de la France. Pourtant, la part plus élevée des actifs financiers dans le patrimoine des ménages italiens s'explique par une quasi-stagnation des prix immobiliers en Italie depuis une vingtaine d'années, contrairement à la forte hausse observée en France. À détention équivalente, la valeur relative de l'immobilier s'est donc érodée en Italie, ce qui a mécaniquement renforcé le poids des actifs financiers dans la composition du patrimoine total.

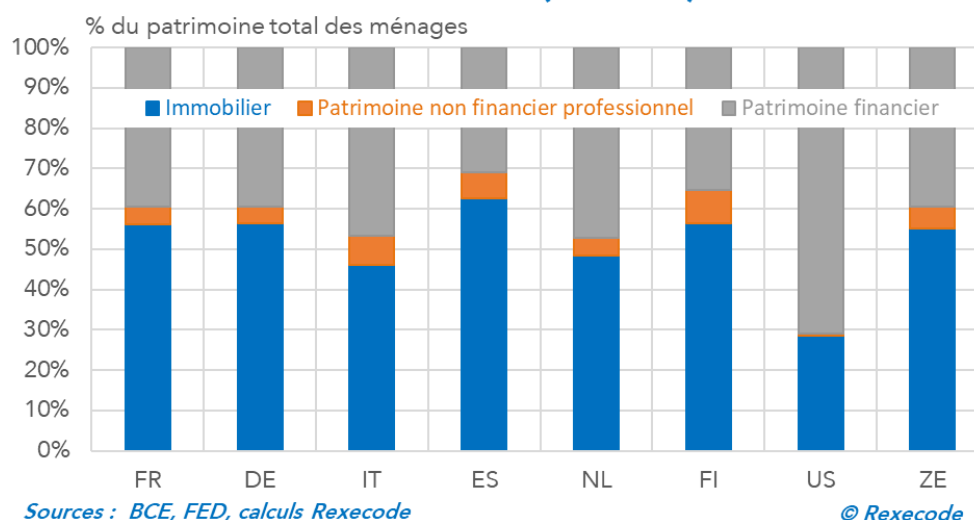
Les pays nordiques, quant à eux, se distinguent par des niveaux de patrimoine supérieurs à la moyenne. Cette performance s'explique par une hausse très marquée du patrimoine financier depuis 2005. Le Danemark se détache nettement au sein de ce groupe : il enregistre le niveau le plus élevé de patrimoine global net du panel, avec une forte croissance depuis 2005. La structure patrimoniale des pays nordiques tend ainsi à se rapprocher de celle des États-Unis, avec un poids plus important du patrimoine financier. Le Royaume-Uni apparaît comme un cas à part, avec un niveau de patrimoine financier en 2023 inférieur à celui de 2005. Cette situation s'explique en partie par la forte correction des marchés en 2022-2023 durant la crise des *gilts*, qui a fait chuter la valeur des actifs financiers et a provoqué des pertes massives pour les fonds de pension britanniques (Patel et Sordo Palacios, 2023).

² Pour rappel, seuls les logements sont ici pris en compte dans le patrimoine immobilier. En réalité, dans les grands pays de la zone euro, la composante immobilière dans son ensemble domine le patrimoine des ménages.



En représentant la structure du patrimoine des ménages sous forme de barres empilées à 100 %, à partir des données de la Fed pour les Etats-Unis et des *Distributional Wealth Accounts* (DWA) de la BCE, nous obtenons une vision plus complète du patrimoine des ménages qui inclut à la fois la valeur des logements et celle des terrains sous-jacents. Ces comptes combinent les données d'enquête du HFCS sur la répartition du patrimoine avec les totaux macroéconomiques des comptes sectoriels trimestriels (QSA). Cette approche souligne des différences plus marquées entre les pays : le patrimoine des ménages des grands pays de la zone euro est largement dominé par l'immobilier, tandis que les ménages américains voient leur patrimoine dominé par les actifs financiers. On notera toutefois l'absence de données pour plusieurs pays nordiques, limitant la comparaison à l'échelle européenne.

Répartition du patrimoine entre actifs financiers et non financiers (T4 2024)

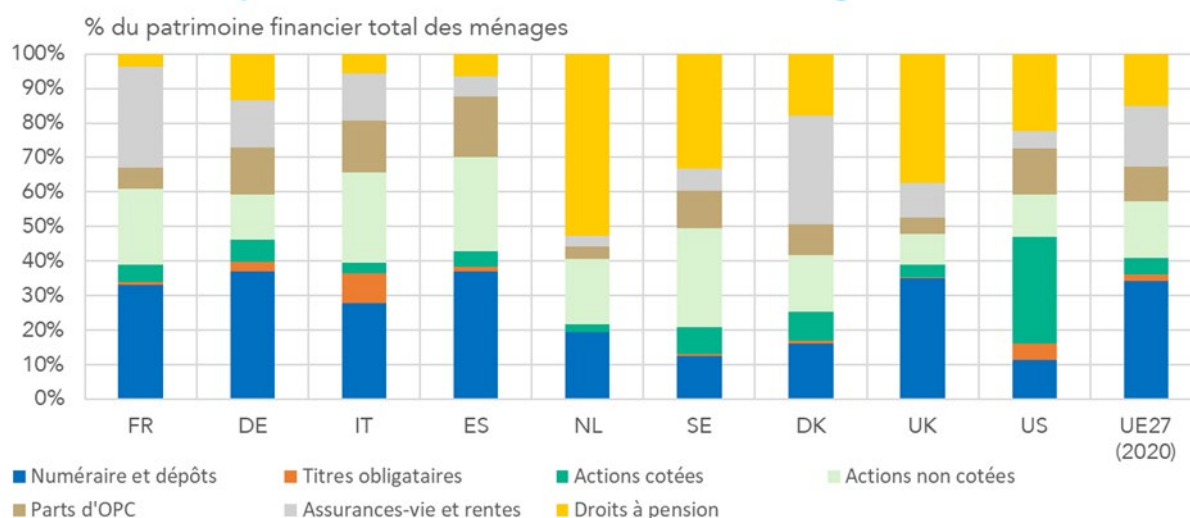


I.2. Analyse primaire du patrimoine financier

Après avoir analysé le niveau global de patrimoine net détenu par les ménages, examinons la manière dont ce patrimoine est alloué entre les différentes catégories d'actifs financiers. Nous présentons ici uniquement les **détentions directes** des ménages, le travail de « transposition » faisant l'objet d'une section spécifique ci-après. L'analyse met en évidence des choix d'investissement très contrastés d'un pays à l'autre.

Dans les pays d'Europe continentale, le numéraire et les dépôts constituent un socle important des actifs financiers des ménages, notamment au travers de livrets d'épargne réglementés garantis. L'assurance-vie constitue le deuxième pilier, particulièrement en France, où elle dépasse 25 % du patrimoine financier total des ménages ce qui représente quasiment 2 000 milliards d'euros. La détention directe d'actions cotées et d'obligations reste marginale, reflétant une épargne davantage intermédiée via l'assurance-vie ou les fonds. A noter que les ménages des grands pays de la zone euro possèdent une part notable d'actions non cotées qui peut être liée au patrimoine professionnel détenu par les ménages (petites entreprises familiales dont les propriétaires prennent souvent directement part au processus de production ou encore holdings patrimoniales qui se rapprochent d'un instrument de placement financier). Compte tenu de la part importante que représente cette catégorie d'actifs dans le patrimoine financier des ménages européens, nous décidons dans un premier temps de la conserver.

Répartition des actifs financiers des ménages (2024)



Sources : OCDE, Rexecode

Lecture : en 2024, le numéraire et les dépôts constituent 33 % du patrimoine financier des ménages français.

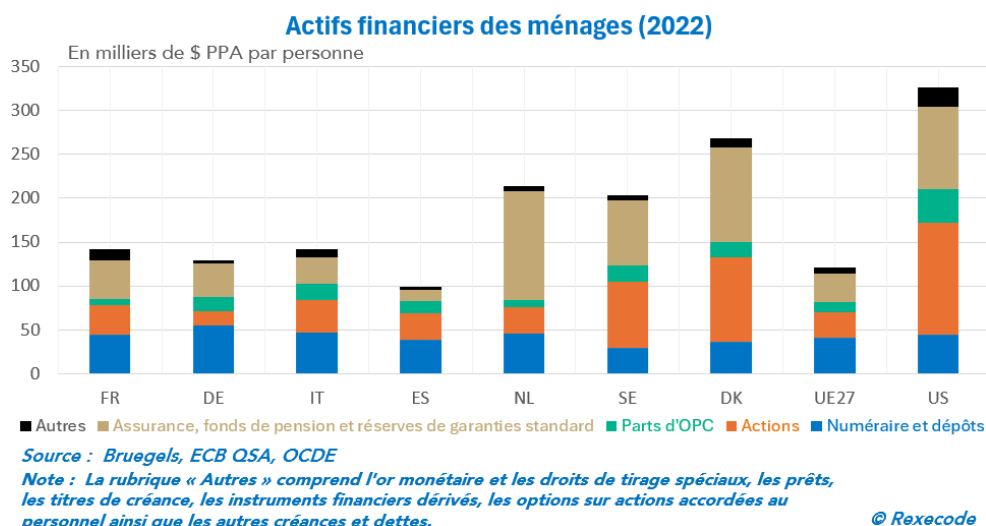
© Rexecode

Les ménages néerlandais ont une allocation de leur épargne financière très spécifique : plus de 50 % des actifs financiers correspondent à des droits à pension. Ce modèle s'explique par un système de retraite fortement capitalisé, où l'épargne des ménages transite quasi exclusivement par des fonds de pension. Les actions et obligations sont détenues indirectement via ces fonds, ce qui explique le poids faible de la détention directe de ces titres.

Aux Etats-Unis, les actions cotées représentent près d'un tiers du patrimoine financier des ménages. En comparaison des grands pays de la zone euro, les dépôts représentent une faible proportion de l'épargne financière des ménages. Cette configuration traduit une forte exposition des ménages aux marchés financiers, via les plans de retraite par capitalisation de type 401K. En Europe se sont les pays scandinaves (Suède, Danemark) qui se rapprochent le plus du modèle américain avec une part plus importante que dans les autres pays européens des actions cotées et des droits à pension dans le portefeuille des ménages.

Le Royaume-Uni apparaît comme un modèle hybride, avec certes un poids important des droits à pension dans l'épargne des ménages, mais également un socle considérable de dépôts (notamment au travers du Livret ISA d'épargne réglementée) et une faible détention directe d'actions cotées.

En France, les dépôts et la monnaie représente une proportion du patrimoine financier des ménages deux fois plus élevée qu'aux Etats-Unis, ce qui laisserait penser à une surpondération de l'épargne liquide en France. Cependant, cette lecture change dès lors que nous raisonnons en volume d'épargne par ménage : les montants détenus sous forme de dépôts deviennent quasiment équivalents entre ménages français et américains. En d'autres termes, les ménages français n'ont pas tellement plus de liquidités que les ménages américains. C'est surtout le patrimoine financier total qui est nettement plus important aux Etats-Unis.



Plus largement, les pays dotés de systèmes de retraite par capitalisation et d'importants fonds de pension, comme les États-Unis, la Suède, le Danemark ou les Pays-Bas, affichent des volumes de patrimoine financier par habitant bien plus élevés que les pays d'Europe du Sud ou la France.

I.3. Différenciation par niveau de vie et par âge

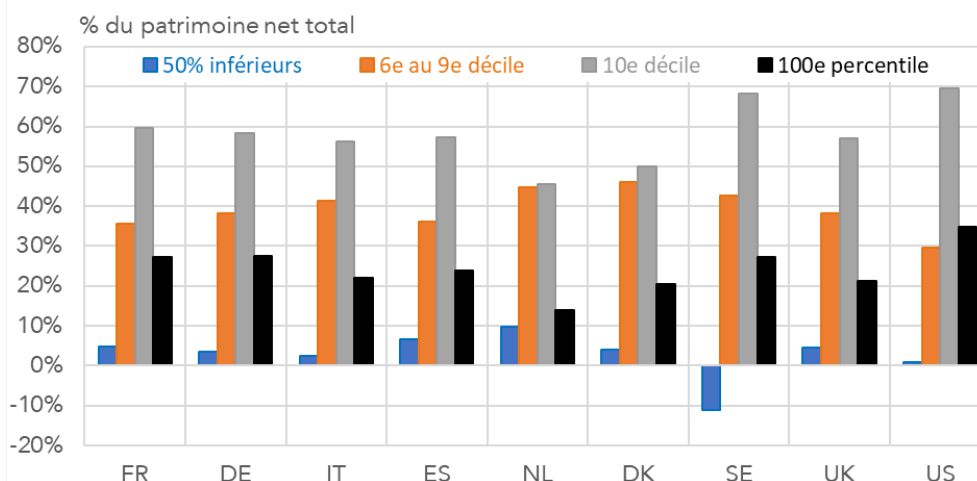
La vision en agrégat présentée ci-dessus peut être complétée par une approche dite « distributionnelle » pour rendre compte des inégalités de répartition du patrimoine au sein des populations nationales. À l'aide des données de la WID, sont présentés ci-dessous les répartitions du patrimoine net de l'endettement pour quatre grandes catégories :

- Les 50 % des ménages avec le moins de patrimoine net ;
- Les ménages situés entre les 6^{ème} et 9^{ème} décile de la distribution ;
- Le top 10 % des ménages détenant le plus de patrimoine net ;
- Le top 1 % des ménages détenant le plus de patrimoine net.

Les inégalités de la distribution du revenu sont également présentées pour illustrer les différences pouvant exister entre répartition du revenu et du patrimoine.

Les comparaisons internationales des inégalités de patrimoine doivent toujours s'accompagner de prudence du fait de la qualité inégale des données selon les zones étudiées. À titre d'exemple, dans le contexte de la présente étude, le cas de la part des 50 % inférieurs de la Suède peut interroger quant à son signe négatif. Le fort endettement des ménages suédois (à hauteur de 180 % du RDB national en 2023) est un facteur explicatif possible. Par ailleurs, la crise immobilière de 2022/2023 a pu laisser des traces sur la solvabilité de certaines couches de la population, en particulier celles des moins dotées en patrimoine financier.

Répartition du patrimoine net total par décile (2023)



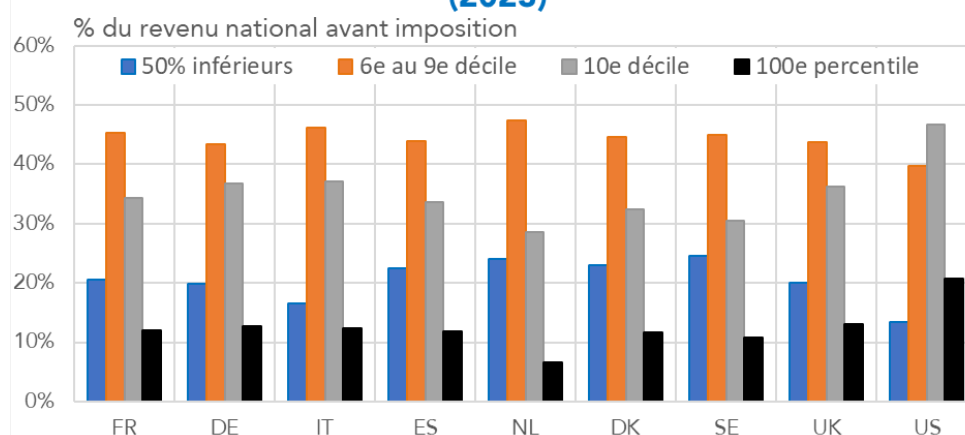
Source : WID, calculs Rexecode

Lecture : en 2023, les 10 % des Français les mieux dotés en patrimoine, détiennent 60 % du patrimoine net total

© Rexecode

Malgré ces limites, reconnues par les chercheurs de la WID eux-mêmes, les données présentées permettent de relever quelques tendances. Tout d'abord, les Etats-Unis ressortent clairement comme le pays de l'échantillon où les inégalités de patrimoine sont les plus prononcées. En 2023, le top 10 % des ménages américains possédait 70 % du patrimoine net national et près de 35 % de ce stock net était détenu par le top 1 % des ménages les mieux dotés. Le pays se rapprochant le plus du modèle américain en Europe est la Suède, qui malgré des inégalités de revenu relativement faibles se distingue par des inégalités de patrimoine particulièrement marquées par rapport à ses homologues européens.

Répartition du revenu national (avant imposition) par décile (2023)



Source : WID, calculs Rexecode

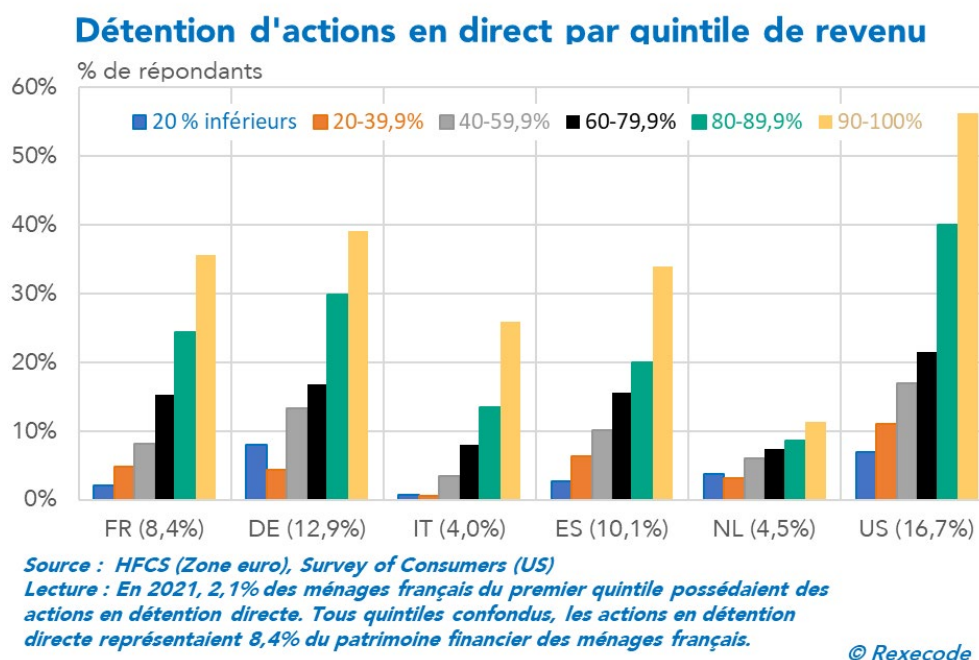
Lecture : en 2023, les 10 % des Français aux revenus les plus élevés reçoivent 34 % du revenu national avant imposition.

© Rexecode

Les cas des Pays-Bas et du Danemark se démarquent par des niveaux d'inégalité de patrimoine plus faibles que le reste des pays de l'échantillon, avec une détention par le top 10 % inférieure ou égale à 50 % du patrimoine net total. Ce résultat indique qu'il ne semble

pas exister de relation systématique entre prépondérance de la capitalisation individuelle et niveau d'inégalité. La France se situe dans une position intermédiaire avec une détention par le top 10 % à hauteur de 60 % du patrimoine net total.

En s'intéressant plus précisément à la détention d'actions par les ménages, les données fournies par le *Household Finance and Consumption Survey* (HFCS) de la BCE et le *Survey of Consumer Finances* (SoCF) aux Etats-Unis pointent vers un fort contraste entre les deux bords de l'Atlantique. Les ménages américains apparaissent systématiquement plus nombreux à posséder des actions en détention directe que leurs homologues européens, quel que soit le quintile de revenu retenu. Une exception notable est celle du premier quintile allemand (8,1 %) qui dépasse le taux de détention du premier quintile états-uniens (7 %) mais ce résultat mérite d'être nuancé du fait des limites statistiques de la collecte de données de l'enquête HFCS. En effet, l'erreur-type³ du résultat pour le premier quintile allemand (1,7) est largement supérieure à l'erreur type moyenne des autres pays européens présents dans l'échantillon (0,65).

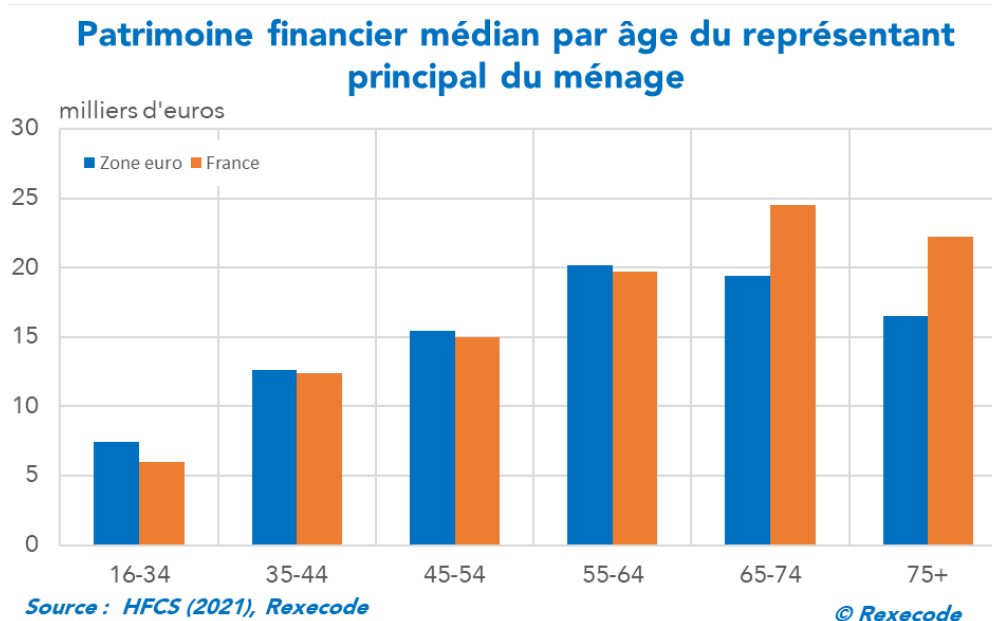


Les taux de détention particulièrement bas pour les Pays-Bas s'expliquent par le fait que ces données se limitent aux détentions directes d'actions, alors que, comme mentionné précédemment, la plupart des ménages néerlandais détiennent des actions de manière indirectes à travers leurs placements en fonds de pension. Encore une fois, la France se retrouve dans une position intermédiaire avec des taux de détention directe d'actions moins importants qu'en Allemagne mais plus élevés qu'en Italie.

Au-delà des différenciations de détentions par niveau de vie, mentionnées précédemment, le facteur de l'âge apparaît comme un autre critère discriminant majeur. A ce titre les données du HFCS (déjà défini plus haut dans la rédaction) permettent également de

³ L'erreur-type est un concept statistique mesurant la précision de la moyenne d'un échantillon en tant qu'estimation de la moyenne de toute la « population ». Plus elle est élevée plus l'écart entre la moyenne de l'échantillon et celle de la vraie population est important.

comparer le patrimoine financier médian selon l'âge du représentant principal du ménage. Selon la théorie du cycle du vie énoncée par Modigliani (1966) les ménages devraient épargner et ainsi accumuler du patrimoine financier au cours de leur vie active avant de liquider progressivement ce même patrimoine au cours de la retraite pour maintenir leur niveau de consommation malgré la perte de leurs revenus du travail. Si ce raisonnement semble se confirmer pour la zone euro prise dans son ensemble, il apparaît moins évident dans le cas français. En effet, le patrimoine financier médian des ménages français où le représentant principal a entre 65 et 74 ans est plus élevé que celui où ce dernier a un âge compris entre 55-64 ans. Par ailleurs, si le patrimoine financier médian des ménages où le représentant principal a plus de 75 ans décroît bien par rapport à la catégorie 65-74 ans, il reste plus élevé que pour la catégorie 55-64 ans.



I.4. « Transparisation » des actifs

La décomposition primaire du patrimoine financier des ménages a mis en évidence une part importante d'intermédiaires financiers. Le cas français est éloquent à cet égard : l'épargne intermédiée à travers les banques, les assurances/fonds de pension et les OPC constitue près de trois quarts de l'épargne financière des ménages français. Or ces intermédiaires investissent eux-mêmes ensuite sur des actifs, en France ou à l'étranger, qui déterminent la destination finale de l'épargne des ménages.

Deux principaux intermédiaires financiers sont mis en transparence dans cette étude sur la base des données décrites dans la section I-1 :

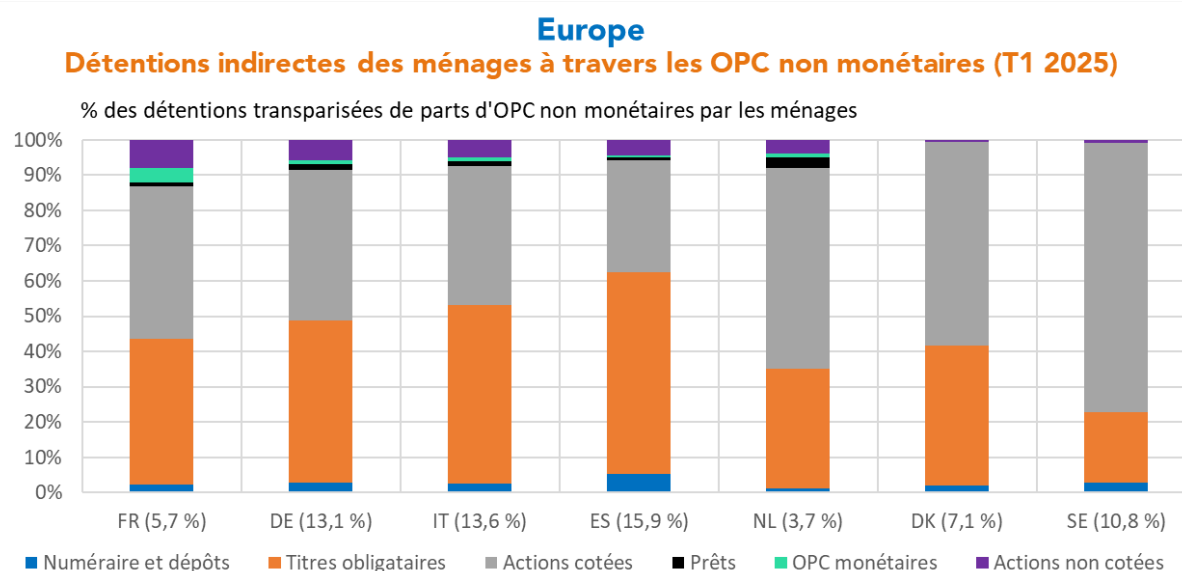
- Les fonds d'investissement (hors OPC monétaires)
- Les compagnies d'assurance et les fonds de pension (CAFP)

À noter que nous ne prenons pas en compte, dans cet exercice de transparence, les détentions directes d'actions non cotées des ménages qui sont difficilement distinguables de leur patrimoine professionnel.

Les étapes de transposition données ci-dessous concernent avant tout les pays européens de l'échantillon. Pour le cas des Etats-Unis, nous nous appuyons sur les données de la Réserve Fédérale qui offre d'emblée une distinction entre les détentions directes et indirectes d'actifs financiers par les ménages. Le Royaume-Uni n'est pas traité ici faute de données suffisantes, à notre connaissance.

a. OPC non monétaires

Les parts d'OPC non monétaires détenues en direct représentent une proportion relativement mineure, mais néanmoins non négligeable, des actifs financiers des ménages en Europe (10 % en moyenne pour les pays européens de l'échantillon contre 13 % aux Etats-Unis). La transposition effectuée par la BCE sur la base des travaux de Carvalho et Schmitz (2021), permet d'obtenir un aperçu de la destination finale des placements des ménages de la zone euro au sein des OPC non monétaires, une fois prises en compte les étapes d'intermédiation à travers lesquelles des OPC investissent eux-mêmes dans d'autres OPC (fonds de fonds).



Source : BCE sur la base de Carvalho et Schmitz (2021), Rexecode

Lecture : Au T1 2025, les parts d'OPC non monétaires constituent 13,1% du patrimoine financier des ménages allemands. 43% de ces parts d'OPC non monétaires sont in fine investis en actions cotées.

© Rexecode

Il en ressort que les détentions indirectes des ménages de la zone euro au sein de ces fonds d'investissement se traduisent majoritairement par des détentions d'actions cotées et de titres de dette. La répartition entre les deux types d'actif varie selon les pays : En France, notamment du fait d'un poids de l'actionnariat salarié plus élevé que dans les autres pays européens, ainsi qu'aux Pays-Bas, au Danemark et en Suède, on observe une prédominance des actions cotées. Le ratio actions cotées – titres de dette est plus équilibré en Allemagne, et dominé par les titres de dette en Italie et en Espagne.

Le principal écueil de ces données est qu'elles ne proposent pas de transposition pour les pays de l'UE non-membres de la zone euro (dans notre contexte d'étude : le Danemark et la Suède). Ainsi, une transposition moins sophistiquée est élaborée pour ces deux pays

européens restants sur la base d'une réallocation itérative similaire à celle employée par Boutillier et al. (2002). Le choix de cette méthode implique deux hypothèses simplificatrices :

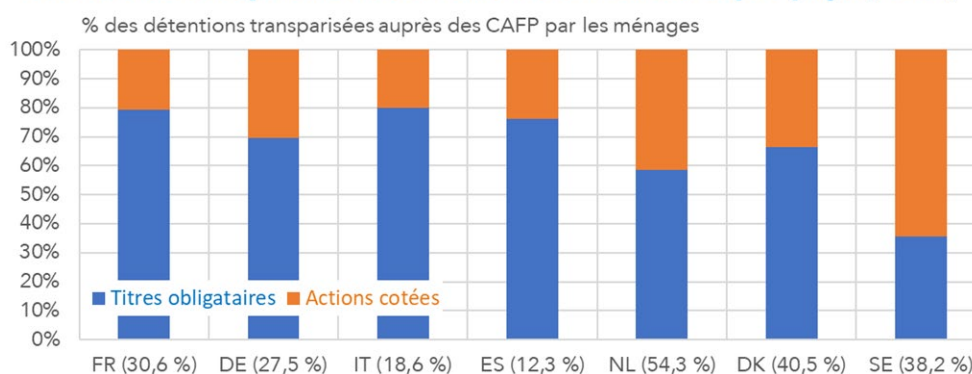
- Il est supposé que les ménages danois (ou suédois) n'investissent leur épargne que dans des OPC danois (ou suédois) et que ces derniers investissent eux-mêmes une partie des fonds collectés auprès des ménages dans d'autres OPC avec une allocation d'actifs similaire.
- Il est également supposé que les OPC danois (ou suédois) allouent de la même manière les fonds reçus des ménages que ceux reçus d'autres contreparties (autres OPC, fonds de pensions etc.).

Malgré ces simplifications méthodologiques, cette deuxième étape permet de mettre en évidence le cas suédois, où la part des actions cotées atteint 76,5 %, une part bien plus élevée que dans le reste de l'échantillon européen.

b. Compagnies d'assurance et fonds de pension (CAFP)

À l'inverse des OPC non monétaires, il n'existe pas de séries directement accessibles dans les bases de données de la BCE pour visualiser la transparisation de l'épargne détenue au sein des CAFP. Nous nous appuyons donc sur les résultats de l'étude récente de Lappe et Pinkus (2025), qui propose une transparisation des détentions des ménages à travers les CAFP pour six des sept pays européens étudiés, l'Espagne étant le seul pays non traité du fait de données manquantes. Face à cette limite, nous appliquons comme allocation finale des CAFP espagnols la répartition moyenne de l'Allemagne, la France et de l'Italie entre actions cotées et titres de dette. Il faut également noter que l'analyse de Lappe et Pinkus (2025) ne prend pas en compte les détentions d'actifs non cotées.

Allocation transparisée des détentions des CAFP par pays (2024)



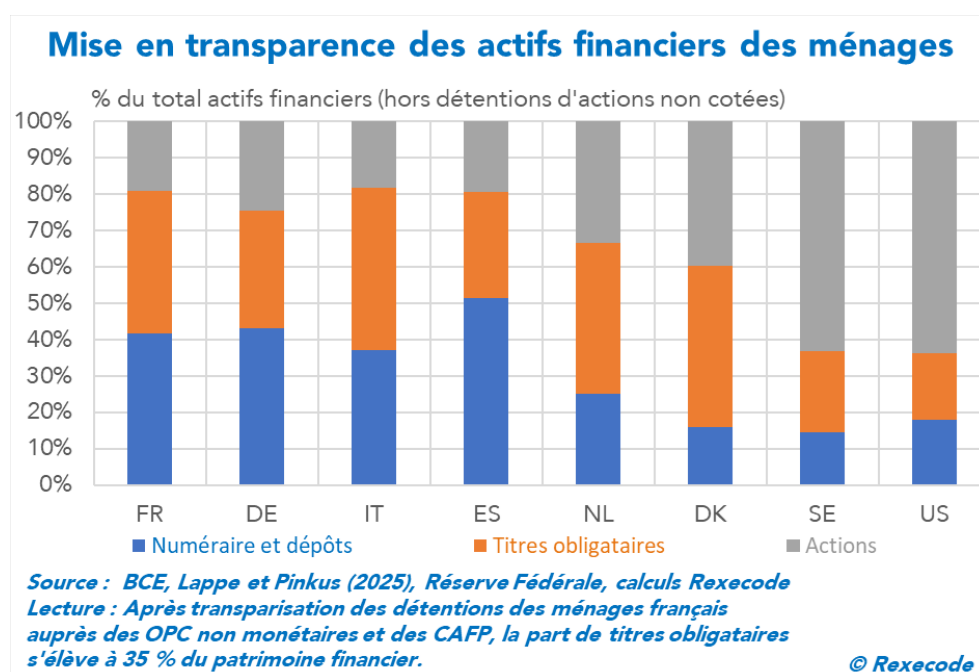
Source : Lappe et Pinkus (2025)

Lecture : en 2024, les détentions auprès des CAFP constituent 30,6 % du patrimoine financier des ménages français. 79 % de ces détentions sont in fine investis en titres

© Rexecode

À l'issue de ce travail de transposition, nous obtenons une répartition affichant quatre grandes catégories d'actifs : le numéraire et les dépôts, les titres obligataires, et les actions. Cet exercice de transposition fait de nouveau apparaître trois grands blocs :

1. Les quatre grandes économies de la zone euro présentant une part significative de numéraire et dépôts, comprise en 35 % et 45 % du patrimoine financier des ménages. Ces pays affichent aussi un poids plus important des titres de dette relativement aux actions cotées.
2. Les Pays-Bas et le Danemark qui présentent des parts d'actions cotées plus importantes que celles des pays du premier groupe ainsi que des parts de numéraire et dépôts plus faibles.
3. La Suède et les Etats-Unis pour lesquels la part d'actions est largement majoritaire (respectivement 63 % et 64 %). Ce résultat s'explique notamment par (i) une tendance à la détention directe d'actions par les ménages plus importante aux Etats-Unis et (ii) une allocation des CAFP suédois et américains plus dirigée vers les titres actions que celle de leurs homologues néerlandais ou danois.



I.5. Propension de l'épargne à se diriger à l'étranger

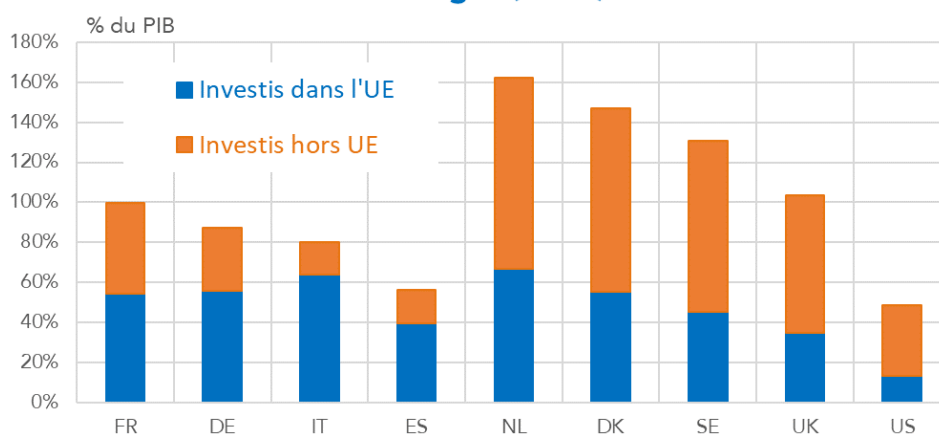
Au-delà de l'allocation finale de l'épargne financière des ménages par type d'actifs, se pose également la question de l'allocation géographique de cette épargne. Cette interrogation est directement liée aux observations de plusieurs rapports faisant état d'une fuite de l'épargne européenne vers l'étranger, et notamment les Etats-Unis (Letta, 2024 ; Noyer, 2024).

Les données de position extérieure du PIP du FMI (*Portfolio Investment Positions by counterpart economy*) constituent une première source intéressante pour analyser cette thématique. Nous nous intéressons plus particulièrement aux investissements de portefeuille qui désignent, par opposition aux « investissements directs », des acquisitions de titres

étrangers dans une optique de rendement et non de contrôle d'une entité. Il s'agit donc d'opérations de placement.

Le graphique ci-dessous présente les encours d'investissements de portefeuille rapportés au PIB pour l'ensemble des pays de l'échantillon, en distinguant la part des investissements « intra-européens » de la part dirigée en dehors de l'UE. Il est important de souligner que le poids significatif des investissements de portefeuille en pourcentage du PIB au Pays-Bas peut en partie s'expliquer par le rôle particulier de « plateforme de transit » des flux financiers européens joué par cette économie. S'agissant des nations scandinaves, la taille plus réduite des marchés financiers domestiques de ces pays peut expliquer un recours accru à la diversification internationale. Deux groupes apparaissent parmi les pays membres de l'UE, les pays d'Europe continentale présentant un « biais européen » marqué dans l'encours de leurs investissements de portefeuille. A l'inverse, aux Pays-Bas, en Suède et au Danemark, la majorité des investissements de portefeuille détenus à l'étranger se font en dehors de l'Union Européenne.

Encours d'investissements de portefeuille détenus à l'étranger (2024)

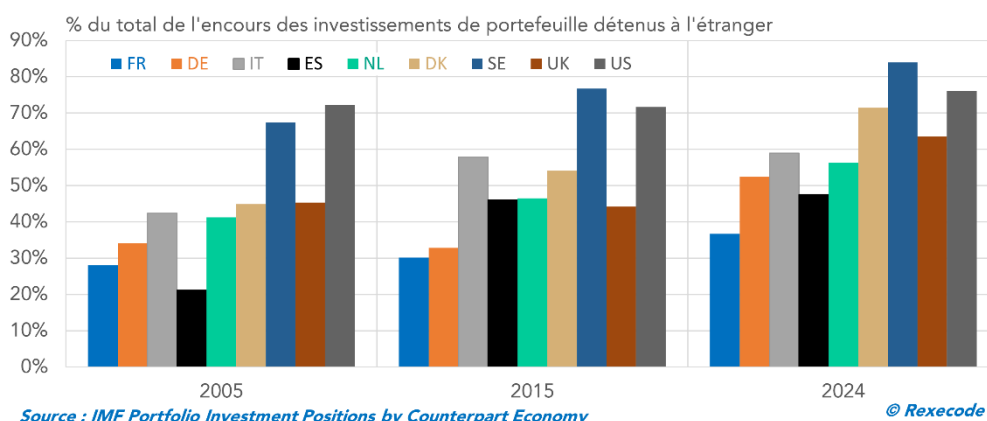


Source : FMI PIP et WEO, calculs Rexecode

© Rexecode

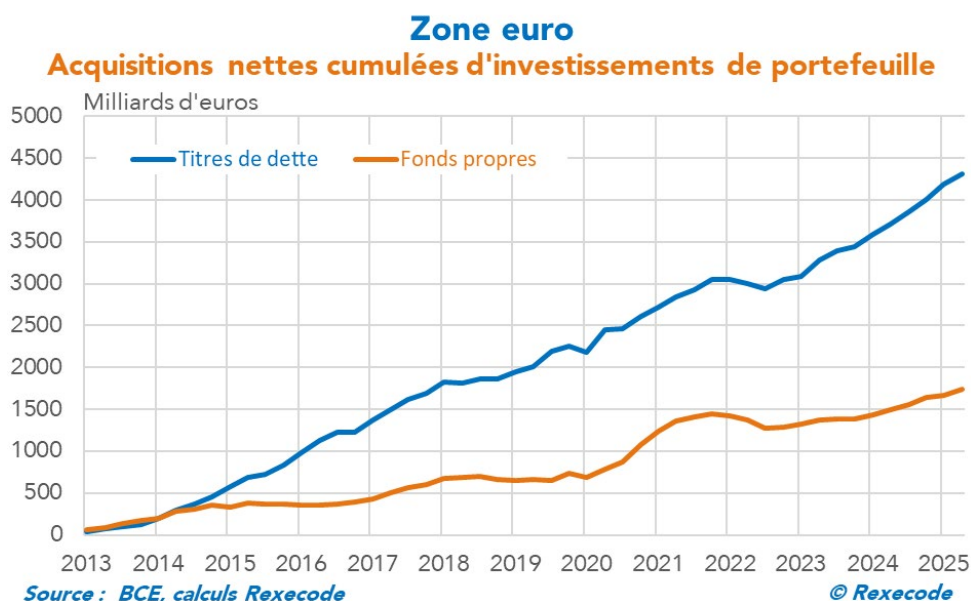
Les investissements de portefeuille réalisés par les agents domestiques à l'étranger peuvent être scindés entre ceux permettant l'acquisition de titres de fonds propres (capital d'entreprises et / ou de fonds), ou ceux se portant sur des titres de dette. La part d'investissements de portefeuille détenus en titres de fonds propres est donnée dans le graphique ci-dessous pour chacun des pays de notre échantillon en 2005, 2015 et 2024.

Part des titres de fond propre dans les investissements de portefeuille à l'étranger par pays

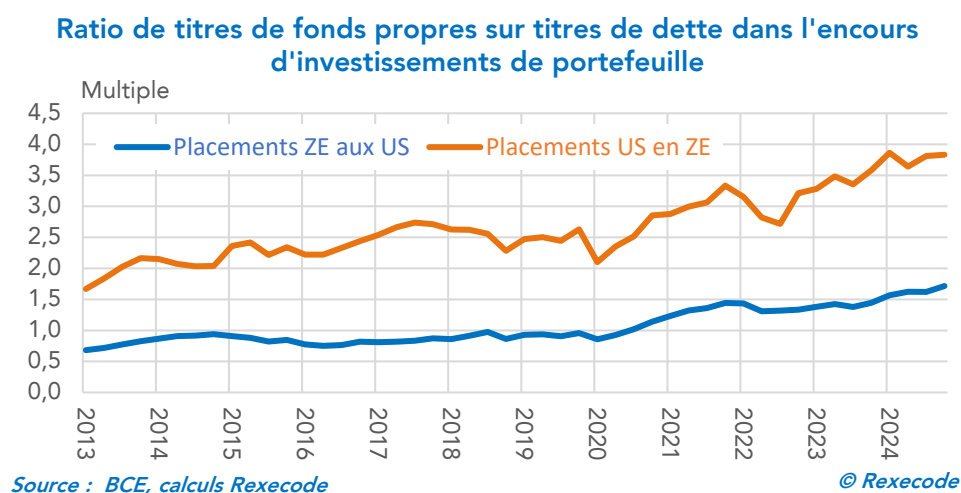


Notons d'abord que l'exposition aux fonds propres à travers les investissements de portefeuille réalisés à l'étranger est la plus forte aux Etats-Unis et en Suède, ce qui corrobore les résultats plus généraux obtenus dans la précédente section. Par ailleurs, la France se distingue comme le pays dont la part d'investissements de portefeuille à l'étranger dirigés vers des fonds propres est la plus faible de l'échantillon, et ce quelle que soit la période retenue. Ce biais domestique se retrouve aussi lorsque les autres classes d'actifs sont inclus, comme le démontre l'analyse de l'allocation géographique de l'épargne proposée dans la suite de cette partie.

D'une manière plus générale la part des fonds propres dans les détentions d'investissements de portefeuille à l'étranger des investisseurs européens semble avoir connu une tendance croissante au cours des dix dernières années. Il faut néanmoins distinguer l'évolution des encours liée à de véritables acquisitions nettes de titres à celle relevant de purs effets de valorisation. En effet, les marchés boursiers mondiaux (notamment américains) ayant connu d'importantes progressions, notamment au cours de la période post-Covid, cette déformation de la structure des encours ne résulte pas nécessairement de choix d'allocations des investisseurs. Sur la période allant de 2013 à 2024, les résidents de la zone euro ont, en réalité, procédé à des acquisitions nettes de titres de dette (4 317 milliards d'euros) bien supérieures à celles sur les titres de fonds propres (1 741 milliards) vis-à-vis du reste du monde.



En se focalisant sur la relation bilatérale Zone euro/Etats-Unis, une forte asymétrie en termes de natures des placements financiers opérés se dégage (Berthier, 2025). Sur la période allant de 2013 à 2024, les résidents de la zone euro ont procédé à des acquisitions nettes de titres de dette (1 410 milliards d'euros) supérieures à celles sur les titres de fonds propres (1 002 milliards) aux Etats-Unis. Côté américain les acquisitions nettes cumulées en actions et en parts de fonds d'investissement européens se chiffrent à 573 milliards d'euros contre 258 milliards pour les titres de dette. Cette asymétrie permet de mieux comprendre la part de détention significative des investisseurs américains dans un indice comme le CAC 40 (environ 18 % en 2023) malgré un solde courant négatif des Etats-Unis vis-à-vis de la France.



Si ces premières analyses basées sur l'exploitation des flux d'investissements de portefeuille apportent des éclairages, elles ont aussi leurs limites. En particulier, ces flux enregistrés dans la balance des paiements sont le résultat agrégé des opérations de tous les acteurs domestiques et non uniquement des ménages. Ainsi, se pose à nouveau le problème de transparence déjà rencontré dans le cas de l'allocation par catégorie d'actifs.

Afin de solutionner ce problème, nous procédons à une seconde transparisation de l'épargne financière des ménages, non plus par type d'actif mais par secteur de contrepartie. Les données mobilisées sont celles de la BCE, qui permettent d'obtenir une vision en « qui-à-qui » des encours financiers des ménages pour l'ensemble des pays européens de notre échantillon. Pour procéder à la transparisation, nous nous appuyons à nouveau sur la méthode par itération matricielle développée par Boutillier et al. (2002) et déjà employée dans une veine similaire par Bachellerie, Charavel et Pfister (2016) afin d'obtenir une allocation finale entre quatre principales catégories d'acteurs :

- Les sociétés non financières domestiques (SNF) ;
- Le gouvernement domestique (GOV) ;
- Les ménages citoyens du pays étudié (MEN) ;
- Les acteurs issus du reste du monde (RDM).

Par souci de cohérence avec notre premier exercice de transparisation, nous excluons de nouveau les détentions directes des ménages en actions non cotées et autres participations.

La répartition de l'épargne financière des ménages entre ces quatre grandes catégories de contreparties, en 2024, est fournie pour chaque pays européen de notre échantillon dans le tableau suivant :

Transparisation de l'épargne financière des ménages par contrepartie finale (2024) – excluant les détentions directes d'actions non cotées

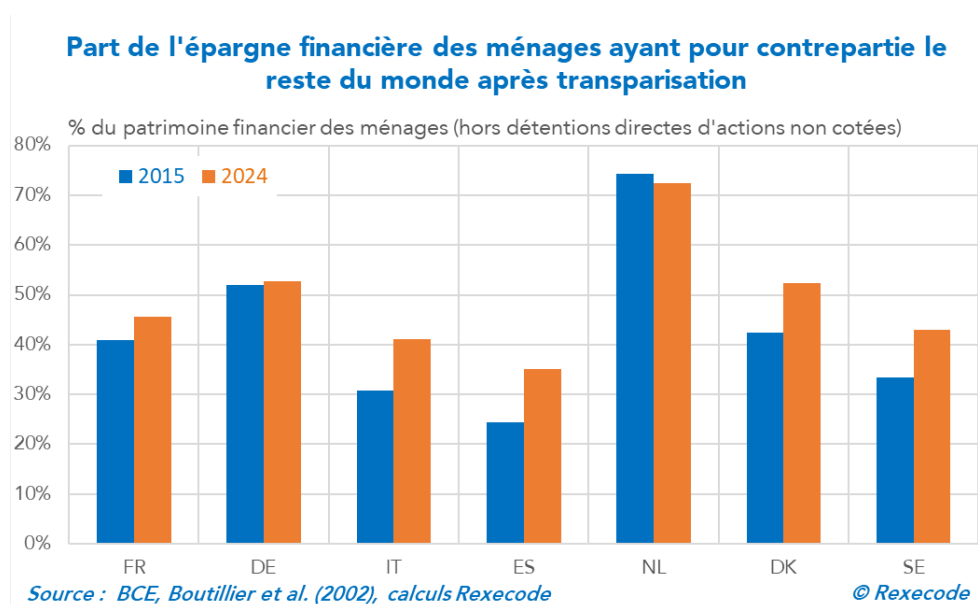
Pays	Sociétés non financières domestiques	Gouvernement domestique	Ménages domestiques	Reste du monde
France	30 %	13%	12%	46%
Allemagne	24%	9%	14%	53%
Italie	26%	25%	8%	41%
Espagne	36%	18%	12%	35%
Pays-Bas	8%	5%	14%	72%
Danemark	27%	5%	15%	52%
Suède	43%	4%	10%	43%

Source : Calculs Rexecode d'après BCE et Boutillier et al. (2002)

Lecture : En 2024, 30 % de l'épargne des ménages français (hors détentions directes en actions non cotées) a financé des SNF françaises.

Les résultats de ce tableau indiquent tout d'abord que dans les différents pays européens de l'échantillon, une part substantielle de l'épargne financière détenue par les ménages a pour contrepartie finale un agent étranger. Les Pays-Bas se démarquent par un poids particulièrement important du reste du monde (72 %), signalant une allocation des fonds de pensions néerlandais particulièrement tournée vers l'international. Les résultats obtenus pour la Suède appuient cependant l'idée qu'un recours important aux fonds de pension, dans un système par capitalisation, n'implique pas nécessairement de déplacement massif de l'épargne vers l'étranger, une partie importante de celle-ci allant vers des entreprises locales (43 %). L'Espagne émerge comme le pays où l'épargne des ménages démontre le plus fort biais domestique. La France se retrouve dans une position intermédiaire avec une part des contreparties étrangères de 46 % et 30 % de l'épargne des ménages canalisée vers les entreprises non financières françaises.

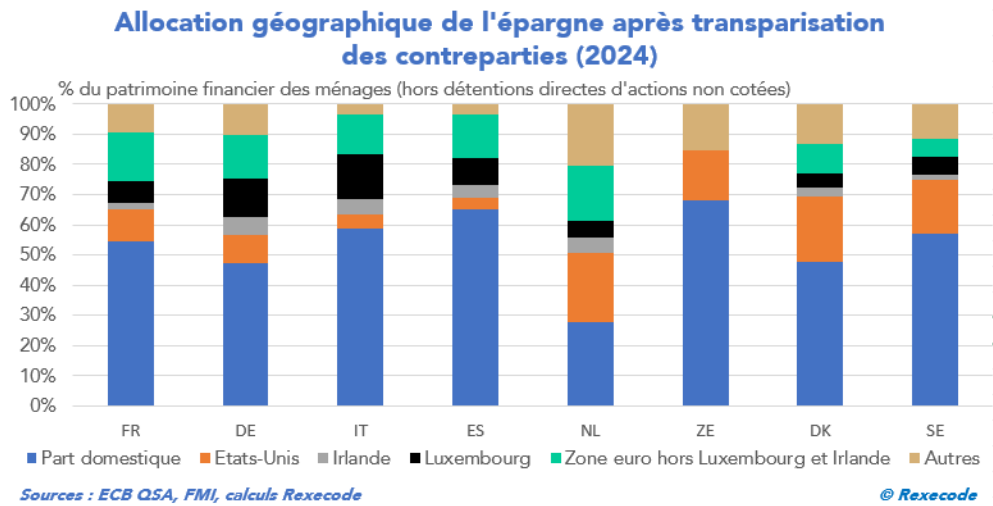
Cette répartition entre contreparties étrangères et domestiques était-elle différente il y a dix ans ? On observe que la part du reste du monde a globalement augmenté sur les dix dernières années à l'exception des Pays-Bas où elle était déjà très importante. Cette évolution peut à la fois s'expliquer par des effets de valorisation, mentionnés plus haut, mais également par des rendements boursiers et obligataires plus intéressants hors d'Europe (notamment outre-Atlantique) attirant davantage d'acquisitions d'actifs de la part des investisseurs, ainsi que par l'implantation croissante d'intermédiaires financiers non européens, entrant en compétition avec les acteurs domestiques sur le marché de la gestion de patrimoine des ménages.



La répartition de l'épargne financière des ménages entre agents domestiques et "reste du monde" a pour limite de ne pas nous donner de détails sur l'allocation exacte par pays étrangers. Pour obtenir ce niveau de détail additionnel, un croisement est effectué avec les données déclaratives sur les encours d'investissements de portefeuille bilatéraux par pays du *Portfolio Investment Positions by Counterpart Economy* (PIP) du FMI. Comme mentionné précédemment, l'équivalence entre investissement de portefeuille et épargne des ménages est imparfaite mais, faute de meilleures données, il est supposé ici que la répartition par pays

des encours d’investissements de portefeuille réalisés à l’étranger est un proxy suffisamment satisfaisant de l’allocation par pays de l’épargne financière des ménages à l’étranger.

Cette ventilation par pays étrangers fait clairement apparaître les Pays-Bas, le Danemark et la Suède comme les économies de l’échantillon européen avec les plus fortes expositions aux contreparties américaines. La France présente un profil moyen dans cette comparaison avec des détentions d’actifs américains non négligeables mais loin d’être majoritaires (11 %) et surtout moins élevées que celles dirigées vers le reste de la zone euro, hors Irlande et Luxembourg (16 %). Concernant l’Allemagne et l’Italie, une part non négligeable de l’épargne des ménages est *in fine* allouée vers des contreparties luxembourgeoises. Etant donné le rôle d’intermédiation joué par les places financières majeures de l’UE que sont l’Irlande et le Luxembourg, une vision agrégée de la zone euro est également présentée. On y trouve que l’épargne financière des ménages de la zone euro reste à 68 % concentrée au sein de contreparties de l’union monétaire. Un résultat qui relativise quelque peu l’idée d’une fuite massive de l’épargne des Européens vers l’étranger, comme déjà noté par Lappe et Pinkus (2025) dans le cas des assureurs et fonds de pension.



En milliards d’euros de 2024

Pays	Part dom.	É.-U.	Irlande	Lux.	ZE hors Lux. et Irl.	Autres
France	3 035	598	133	395	900	522
Allemagne	4 341	873	531	1 151	1 350	930
Italie	2 948	218	274	743	641	183
Espagne	1 862	117	119	256	410	104
Pays-Bas	760	634	141	149	505	560
Danemark	534	242	36	49	113	147
Suède	992	308	27	106	105	199

Si l'exposition de l'épargne financière des ménages aux contreparties américaines varie fortement selon les pays, celle-ci reste non négligeable dans la quasi-totalité des cas, en particulier pour les actions. Ce phénomène résulte de choix stratégiques de la part des investisseurs, mais aussi d'un important biais méthodologique dans la conception des indices financiers mondiaux, amenant à favoriser les entreprises américaines. Le différentiel de traitement entre Boeing et Airbus au sein de l'indice MSCI World Aerospace and Defense en est un exemple parlant : le poids de Boeing dans cet indice est près de 1,5 fois supérieur au poids d'Airbus, quand bien même la capitalisation boursière totale de Boeing n'était que 10% supérieure à celle de son rival européen au 22 mai 2026.

I.6. Rendement de l'épargne

La problématique de l'allocation de l'épargne est directement liée à celle de sa performance, autrement dit au rendement qu'elle offre aux épargnants. À l'échelle française, un travail de référence, réalisé par l'OEE, propose une mesure du rendement de l'épargne financière des ménages sur la base d'un [indice de performance](#). Ce dernier s'appuie sur diverses sources publiques (Banque de France, ACPR, France Assureurs) afin d'évaluer la performance moyenne pondérée d'une variété d'actifs financiers détenus par les ménages français.

Il apparaît difficile de reproduire cette approche indiciaire pour l'ensemble de notre échantillon du fait de l'indisponibilité de données aussi complètes pour tous les pays concernés. Ainsi, nous présentons ici une méthode de calcul moins granulaire s'appuyant principalement sur l'utilisation de la comptabilité nationale.

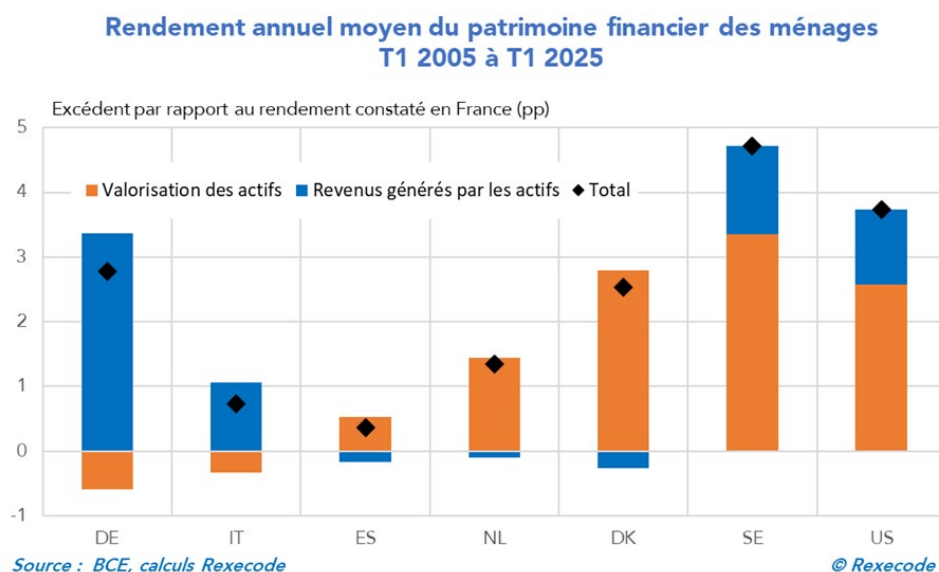
Nous définissons le rendement comme étant la somme de deux composantes distinctes :

- La composante « revenu » : le rendement de l'épargne financière des ménages est en partie constitué de l'ensemble des revenus générés par les actifs financiers détenus. Les données des comptes trimestriels de la BCE sont mobilisées pour obtenir les intérêts et dividendes perçus par les ménages européens. Pour les ménages américains, les flux de revenus sont obtenus à partir des données trimestrielles du « *Personal Income Account* » du BEA. Etant donné que le calcul du rendement se limite ici à l'épargne financière, les loyers extraits du patrimoine immobilier sont exclus du calcul.
- La composante « plus-value » : la mesure du rendement de l'épargne financière prend également en compte les gains de valorisation des actifs au cours du temps. Pour apprécier cette composante, les données de la BCE et de la Fed permettent toutes les deux de décomposer la variation des encours du patrimoine financier entre acquisitions nettes d'actifs et effets de valorisation. Il est nécessaire de souligner que ces plus-values sont théoriques, dans la mesure où il n'est pas possible de suivre les gains effectivement réalisés par les ménages à la suite de cessions d'actifs au cours du temps.

Un rendement annuel nominal moyen du patrimoine financier des ménages est ensuite calculé pour la période s'étalant du T1 2005 au T1 2025. Les résultats fournis sont présentés

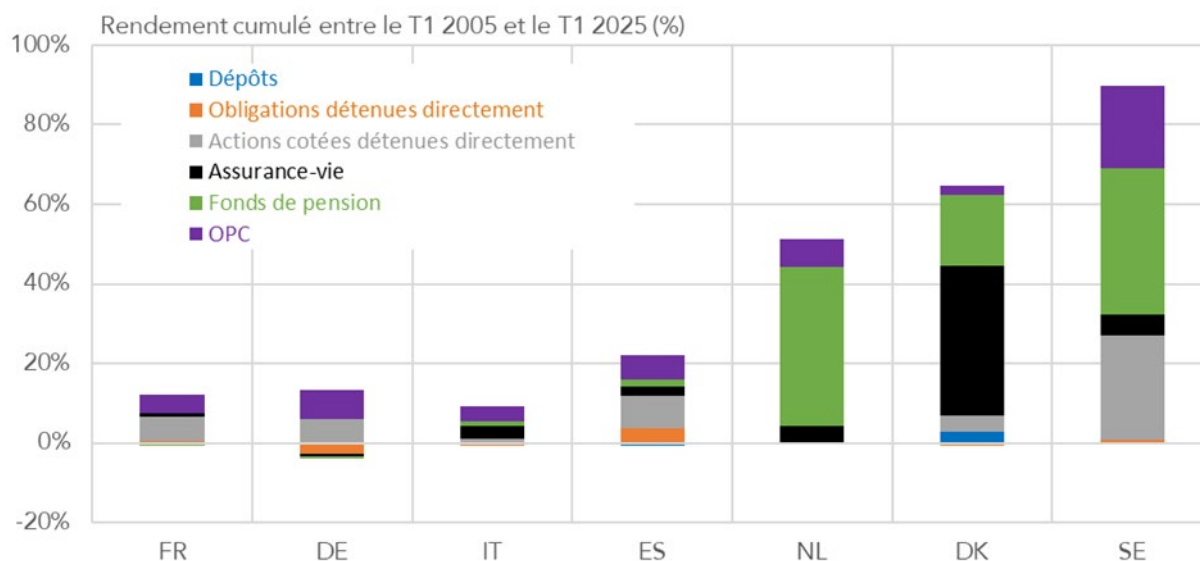
en utilisant la France comme base de référence pour le reste des pays. Précisons enfin que les rendements calculés sont nets des frais de gestion.

L'analyse indique une large différence de rendement annuel moyen entre les Etats-Unis et les pays du Nord de l'Europe d'un côté, et les pays d'Europe du Sud de l'autre. Au-delà de ces écarts géographiques, le fait que toutes les économies retenues présentent un excédent de rendement relativement à la France - allant de quelques dixièmes de points de pourcentage (pp) dans le cas de l'Espagne à près de 5 points pour la Suède - implique que cette dernière est le pays ayant la plus faible performance annuelle moyenne de l'épargne financière de tout l'échantillon. Un écart de 5 % de performance nominale annuelle signifie que sur cette période de 20 ans, le patrimoine financier des ménages suédois a crû près de 2,6 fois plus vite que celui des ménages français.



Le rôle des effets de valorisation des actifs apparaît particulièrement important dans le cas des pays scandinaves, des Etats-Unis et des Pays-Bas. Le cas singulier de l'Allemagne montre une contribution majeure des revenus tirés des actifs, en particulier des dividendes. Ce phénomène est possiblement lié à une limite dans les données, qui ne nous permettent pas de séparer clairement (i) les dividendes versés par les sociétés aux actionnaires des (ii) revenus distribués par les entreprises familiales à leurs détenteurs - une rétribution qui s'apparente davantage à une rémunération du patrimoine professionnel qu'à des revenus tirés de placements par les ménages.

Décomposition des effets de valorisation par type d'actifs



Source : BCE, calculs Rexecode

© Rexecode

Un problème analogue se pose pour les effets de valorisation, du fait de potentielles plus-values réalisées sur des actifs professionnels comme des sociétés non cotées familiales ou des entreprises non constituées en sociétés. Il est à *minima* possible pour les pays européens de l'échantillon de proposer une comparaison ne prenant en compte que les plus-values réalisées hors « actions non cotées et autres participations ».

Il ressort de cette analyse que la hiérarchie des performances n'est pas fondamentalement bouleversée, avec les pays scandinaves et les Pays-Bas largement en tête de peloton mais pour des raisons différentes. Les ménages néerlandais et suédois génèrent d'importantes plus-values du fait de la revalorisation de leurs droits de fonds de pension, tandis que les ménages danois génèrent principalement des gains sur leurs produits assurantiels. Cela s'explique par une part plus importante des produits assurantiels dans le patrimoine financier des ménages danois, par comparaison à leurs homologues néerlandais et suédois. Les ménages suédois bénéficient également de plus-values substantielles sur leurs détentions d'actions cotées en direct, que l'on peut lier au développement des comptes ISK depuis le début des années 2010.

I.7. Régimes de retraite

La décomposition des effets de valorisation par pays a notamment permis de mettre en valeur la contribution déterminante des fonds de pension dans le rendement du patrimoine financier des ménages scandinaves et néerlandais. Elle explique en partie l'excédent de rendement dont ces pays jouissent vis-à-vis du reste de l'échantillon européen (exception faite de l'Allemagne, dont le cas singulier est évoqué p. 21). Une analyse comparative de la structure de financement des systèmes de retraite nationaux permet de mettre en lumière les facteurs de ce différentiel de contribution.

L'exploitation des données OCDE tirées du *Panorama des Pensions 2025*, qui fournit une décomposition des dépenses de retraite entre dépenses publiques et dépenses privées, nous permet de quantifier pour chaque pays la part des dépenses de retraite (i.e.. des prestations versées) associée à la répartition et à la capitalisation. Dans la plupart des pays, les dépenses liées à la capitalisation sont entièrement privées, étant prises en charge par les plans de retraite professionnels et les plans d'épargne retraite individuels. Dans les cas du Danemark et de la Suède, une partie de la capitalisation est néanmoins gérée par des fonds de pension publics, rendant nécessaire l'utilisation de données nationales sur les dépenses associées à ces fonds (fonds ATP pour le Danemark, régime PPM pour la Suède) pour extraire la part de capitalisation incluse dans les dépenses publiques. Enfin, l'utilisation de la base de données *Paievements de prestations et cotisations de la retraite par capitalisation* de l'OCDE nous permet de distinguer, au sein de la capitalisation, les deux types de plans de retraite existants : d'une part, les plans dits « à prestation définie », pour lesquels la valeur finale des prestations versées est garantie par l'employeur, d'autre part, les plans dits « à cotisation définie », pour lesquels seul le montant des cotisations est défini à l'avance, la valeur finale des prestations versées étant déterminée par la performance des actifs financiers sous-jacents.

Décomposition des régimes de retraites nationaux entre répartition et capitalisation (Pilier I, II et III inclus) – en %

Pays	% des dépenses de retraite associées à chaque régime (2024)			
	Répartition et / ou forfaitaire	Capitalisation - Total	Dont prestation définie	Dont cotisation définie
France	97,8%	2,2%	0,2%	2,0%
Allemagne	93,9%	6,1%	4,6%	1,5%
Italie	96,9%	3,1%	0,0%	3,1%
Espagne	96,8%	3,2%	1,1%	2,1%
Pays-Bas	62,7%	37,3%	36,9%	0,4%
Danemark	71,6%	28,4%	0,4%	28,0%
Suède	69,2%	30,8%	5,0%	25,8%

Source : OCDE 2025, calculs Rexecode

Lecture : En 2024, 97,8 % des prestations de retraite versées aux retraités français provenaient de régimes de retraite financés par répartition (CNAV, AGIRC-ARRCO...)

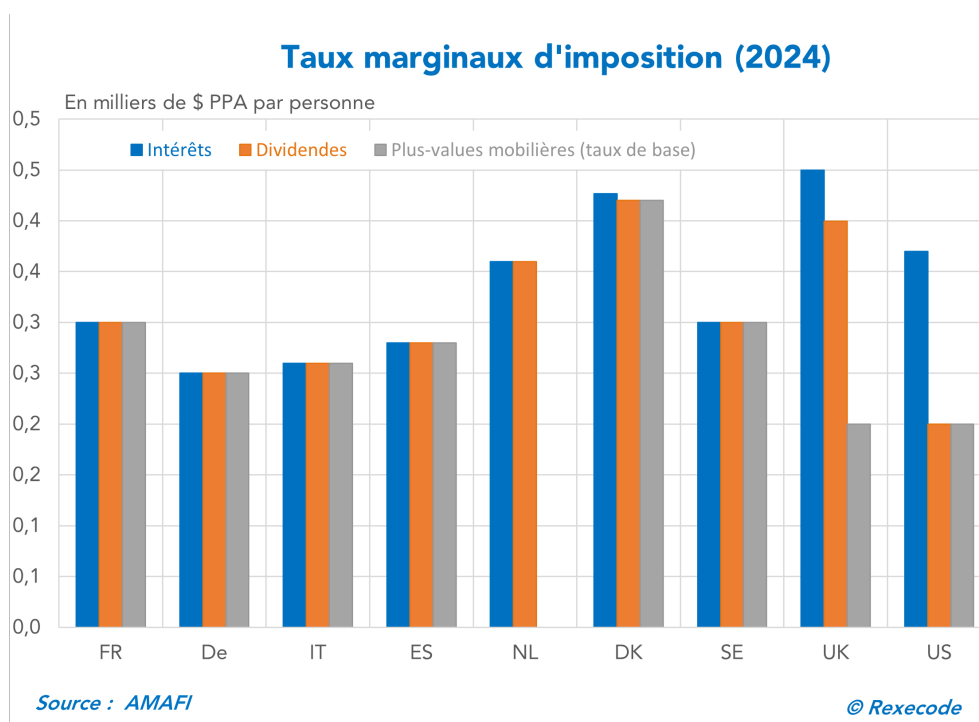
Assez logiquement, le rôle plus important joué par les fonds de pension dans la gestion du patrimoine financier des ménages néerlandais, danois et suédois, est directement imputable à des systèmes de retraite nationaux davantage basés sur la capitalisation, par opposition aux systèmes allemands, français, italiens et espagnols, largement basés sur la répartition, et pour lesquels la capitalisation joue un rôle marginal dans le financement des pensions. Élément notable, le cas des Pays-Bas, dont plus d'un tiers des dépenses de retraite est financé par des régimes par capitalisation à prestations définies⁴. Cet exemple permet ainsi

⁴ La transition des régimes professionnels à prestations définies vers des régimes à cotisations définies est néanmoins en cours aux Pays-Bas, notamment à la suite de la réforme du système de retraite engagée en 2023.

de montrer que capitalisation et garantie des pensions versées peuvent coexister au sein d'un même système.

I.8. Fiscalité

La fiscalité applicable aux revenus de l'épargne influence également la manière dont les ménages allouent leur patrimoine financier, et joue ainsi un rôle important dans l'accès au financement des entreprises, notamment en fonds propres. Dans son [baromètre annuel](#), l'Amafi propose une analyse comparée de la fiscalité de l'épargne sur laquelle nous nous appuierons tout au long de cette partie.



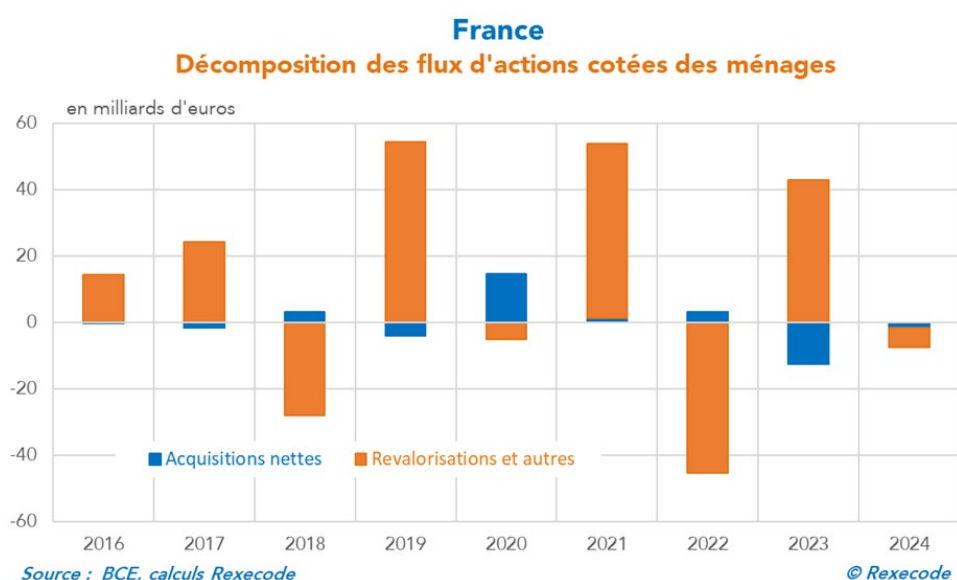
Aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, une fiscalité plus favorable est appliquée aux actions. Plus spécifiquement, aux Etats-Unis, les dividendes et les plus-values de long terme relèvent d'un barème spécifique dont le taux marginal est de 20 %, tandis que les intérêts sont soumis au barème progressif de l'impôt sur le revenu, dont le taux marginal atteint 37 %.

Dans les grands pays de la zone euro ainsi qu'en Suède les revenus du capital (intérêts, dividendes, plus-values) sont soumis à un prélèvement forfaitaire unique (PFU). En France, ce taux est fixé à 31,4 % depuis 2026 (12,8 % d'impôt sur le revenu et 18,6 % de prélèvements sociaux). En vigueur depuis 2018 en France, le PFU a jusqu'à aujourd'hui permis de simplifier le cadre fiscal et de limiter, dans une certaine mesure, la désincitation à investir dans les actions.

Cependant, dans le cas français, certains produits d'épargne restent toujours largement plus avantageux fiscalement. Les livrets réglementés (Livret A, LDDS, LEP) demeurent totalement exonérés d'impôt et de prélèvement sociaux, ce qui en fait des produits sans équivalent en termes de fiscalité. A l'opposé, les comptes-titres ordinaires ou encore les PEL ouverts après 2018 sont désormais soumis au taux forfaitaire de 30 %, sans possibilité d'abattement, ce qui

peut désavantager les épargnants de long terme. En revanche, certains produits conservent des régimes fiscaux incitatifs. C'est le cas du PEA : au-delà de 5 ans de détention, les plus-values et dividendes sont exonérés d'impôt sur le revenu (seuls les prélèvements sociaux s'appliquent), sous réserve de respecter les plafonds de versement et les critères d'éligibilité. L'assurance-vie reste également très attractive dans sa version long terme : au-delà de 8 ans, les gains bénéficient d'un abattement annuel et d'un taux d'imposition réduit, notamment pour les contrats à moins de 150 000 €.

Reste à savoir si ces leviers fiscaux suffisent réellement à orienter l'épargne vers le financement en actions, alors même que des dispositifs comme le PEA restent sous-utilisés par une majorité d'épargnants : Selon une étude publiée conjointement par l'AFG et l'OEE, le taux de pénétration du PEA s'élevait ainsi à 13,4 % à fin-2023⁵. En parallèle, les acquisitions nettes d'actions par les ménages français n'ont clairement pas bondi depuis l'instauration du PFU en 2018. Les comptes sectoriels trimestriels de la BCE nous permettent de distinguer au sein des flux financiers les effets de valorisations, des acquisitions nettes. Il en ressort que les variations de flux d'actions cotées des ménages de ces dernières années sont largement liées à des effets de valorisation. En 2024, les ménages deviennent même vendeurs nets, confirmant que la fiscalité favorable ne suffit pas, à elle seule, à orienter durablement l'épargne vers les actions. La situation ne devrait pas s'améliorer en 2025 : la loi de finances a instauré une contribution exceptionnelle sur l'impôt sur les sociétés pour les très grandes entreprises (pouvant porter le taux effectif d'IS jusqu'à 36 %) ainsi qu'une contribution différentielle sur les hauts revenus, garantissant un taux minimal d'imposition de 20 % pour les foyers les plus aisés. Ces mesures renchérissent le coût du capital et interrompent la trajectoire de convergence fiscale engagée depuis 2018, ce qui ne va pas dans le sens d'un investissement accru en actions.



Si du côté des épargnants français la taxation de l'épargne est désormais un peu plus uniforme selon les supports d'épargne (aux livrets et à l'épargne réglementée près), un déséquilibre structurel persiste du côté des entreprises : les intérêts d'emprunt sont

⁵ Households' long-term savings and stock market participation in Europe, AFG / OEE, 2025, p. 16.

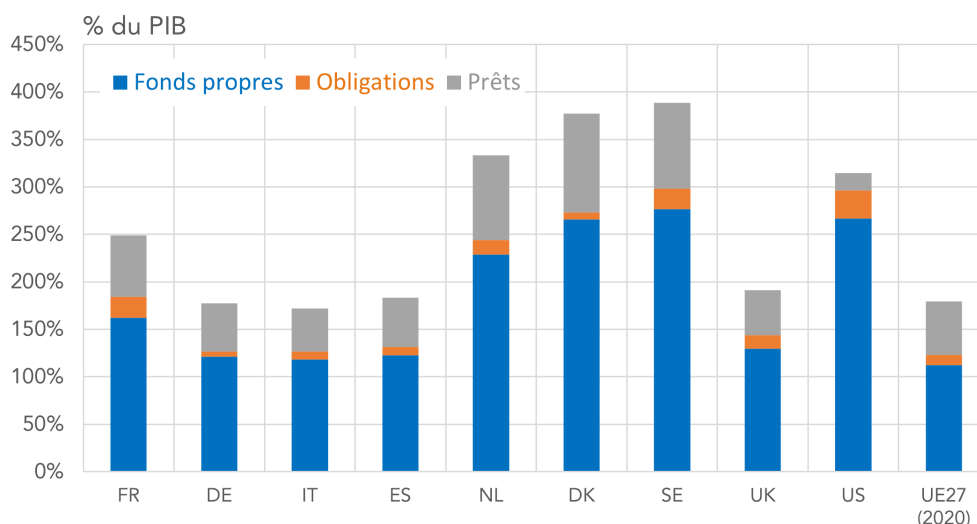
déductibles du résultat imposable, tandis que les dividendes ne le sont pas, ce qui pousse les entreprises à se financer par la dette. Toutefois, la baisse de l'imposition des sociétés entamée depuis 2016 a réduit le gain associé à ce traitement différencié. Certains pays, comme l'Italie, vont plus loin en permettant la déduction d'un rendement théorique sur les capitaux propres (système ACE), afin d'assurer un traitement fiscal plus équilibré entre les deux modes de financement.

I.9. Structure de financement des entreprises

Les comptes financiers des Entreprises Non Financières (ENF) de l'OCDE nous permettent de retracer le passif de ces dernières et par conséquent leurs structures de financement. Nous distinguons ici 3 catégories de financement :

- La dette de marché qui correspond aux titres de dette émis par les ENF,
- La dette hors marché, essentiellement composée des prêts bancaires,
- Les fonds propres (*equity*), composés principalement d'actions cotées et non cotées.

Passifs des entreprises non financières (2024)



Source : OCDE, FED

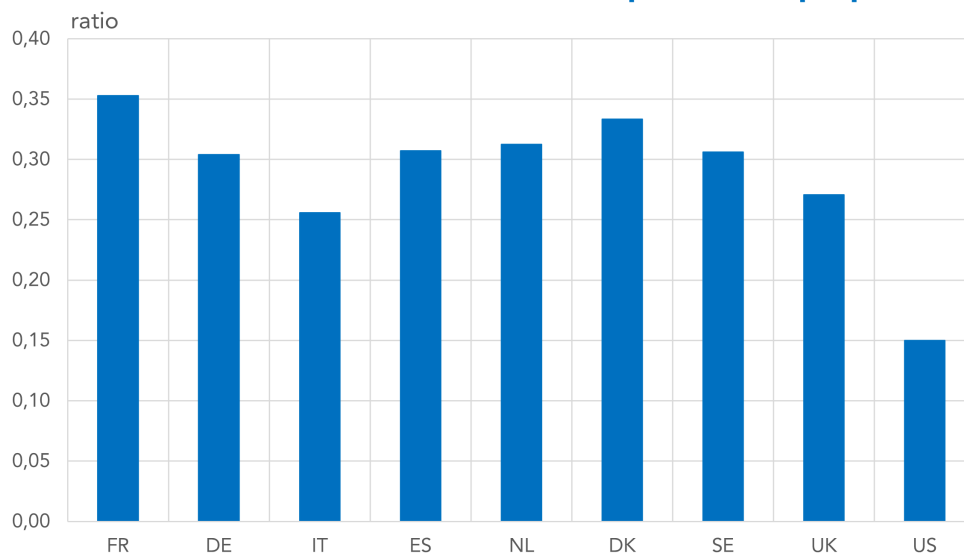
© Rexecode

Le graphique ci-dessus permet de mettre en lumière l'existence d'un déficit de fonds propres important entre l'Union Européenne et les États-Unis, avec un volume total de l'*equity* rapporté au PIB plus de deux fois supérieur aux États-Unis (267 %, contre 112 % au sein de l'UE). Au niveau intra-européen, Pays-Bas, Danemark et Suède se distinguent par un volume d'*equity* important, en partie imputable à la plus grande profondeur de leurs marchés actions.

Pour mieux apprécier les différences en termes de structure financière des entreprises, il est pertinent d'observer le ratio dette/fonds propres. Cet indicateur synthétise la préférence relative pour l'endettement ou pour les fonds propres dans le financement du passif. Le graphique ci-dessous montre que les Entreprises Non Financières américaines présentent un ratio dette/fonds propres beaucoup plus faible que le reste de l'échantillon, traduisant un

recours plus limité à la dette pour se financer. A l'inverse, avec un ratio de 0.35, les ENF françaises présentent le plus haut ratio de dette par unité de fonds propres parmi les pays analysés.

Dette nette du numéraire et dépôts/fonds propres



Source : OCDE, FED

© Rexecode

Si nous nous intéressons plus spécifiquement au financement des entreprises au travers de la dette, les comptes financiers des Entreprises Non Financières de l'OCDE utilisés précédemment nous permettent de calculer pour chaque pays la part du financement obligataire dans la dette totale des entreprises. Il ressort de cette analyse que les entreprises américaines font davantage appel au marché en émettant une part plus importante de titres de dette que les entreprises européennes. A l'inverse, les prêts bancaires constituent encore l'une des principales sources de financement des ENF européennes.

Part du financement obligataire des entreprises non financières - en % de la dette totale

Pays	2024
France	26%
Allemagne	10%
Italie	16%
Espagne	14%
Pays-Bas	15%
Danemark	7%
Suède	20%
Royaume-Uni	24%
Etats-Unis	62%

I.10. Revue de littérature sur l'épargne européenne

La littérature récente sur l'épargne des ménages converge vers un diagnostic commun : l'Union européenne dispose d'une masse importante d'épargne privée, mais elle l'alloue très mal du point de vue du financement de son économie. Le rapport Noyer (2024) rappelle que l'Europe devra investir près de 1 000 milliards d'euros supplémentaires par an d'ici 2030 pour financer la transition verte (environ 700 Mrds € par an), la numérisation (125 Mrds € par an), ainsi que les besoins croissants en défense et en réindustrialisation. L'enjeu est donc de mobiliser l'épargne privée existante. Selon ce même rapport, les ménages de l'UE détiendraient environ 35 trillions d'euros d'épargne financière avec un taux d'épargne d'environ 13,3 %, l'un des plus élevés au monde.

Les différentes comparaisons internationales montrent que cette épargne européenne est très largement immobilisée dans des supports liquides, garantis et peu risqués. D'après le *think tank* Bruegel (2024), les ménages européens gardent en moyenne 34 % de leurs actifs financiers en numéraire et dépôts bancaires, contre seulement 14 % aux Etats-Unis. Pourtant, les ménages américains ne sont pas « moins liquides » : en valeur absolue, ils détiennent en monnaie et dépôts 1,2 fois le montant détenu par les Européens, alors même que leur patrimoine financier total est plus de trois fois plus élevé.

Le rapport Noyer souligne que ce décalage se voit aussi du côté des entreprises : l'Europe exporte son excédent d'épargne sous forme d'achats de dette (obligations étrangères) et importe du capital en fonds propres, laissant d'autres zones capter une partie de la valeur de ses propres entreprises. Le rapport souligne que la « mauvaise allocation grève aussi le rendement servi aux épargnants européens, plus faible sur les titres de dette que pour les fonds propres, alors que le vieillissement de la population rend la valorisation de l'épargne plus nécessaire que jamais ». Le rapport parlementaire Tanguy-Jolivet (2025) fait le même constat sur la France : les classes populaires et moyennes épargnent massivement sur des produits garantis faiblement rémunérés, au point que l'érosion monétaire par l'inflation aurait détruit environ 300 Mrds € de pouvoir d'achat de l'épargne populaire entre 2021 et 2023.

Les travaux AFG-OEE (2025) ainsi que ceux d'Arrondel & Masson (Institut Louis Bachelier, 2024) permettent de compléter cette analyse. Tout d'abord, la structure du patrimoine des ménages européens continentaux reste très largement immobilière : la résidence principale concentre l'essentiel du patrimoine des classes moyennes, et vient ensuite une couche liquide sécurisée. L'exposition aux actions n'apparaît vraiment que pour les ménages les plus aisés, et encore de façon limitée. D'après les calculs du rapport AFG-OEE, dans la zone euro, les actions détenues directement par les ménages ne représentent qu'environ 6 % de leurs actifs financiers. En incluant, la détention indirecte via des fonds, l'assurance-vie en unités de compte et les produits retraite, la part des actions monte en moyenne à 21 %⁶, mais elle reste

⁶ Cette estimation doit toutefois être interprétée avec prudence, car elle repose sur plusieurs hypothèses statistiques : pour certains pays et pour certaines poches d'actifs, l'allocation en actions a été approchée à partir de moyennes observées dans d'autres pays faute de données complètes, et les pourcentages d'exposition actions utilisés pour reconstituer les portefeuilles sont eux-mêmes issus d'une extrapolation.

nettement plus basse dans les pays où la retraite repose surtout sur un système par répartition (France, Allemagne, Italie) que dans les pays à forte capitalisation en vue de la retraite. La comparaison est particulièrement nette avec la Suède et les Pays-Bas : en Suède, une part obligatoire de 2,5 % du salaire est investie en fonds actions dans le « *Premium Pension System* », et environ 90 % des salariés bénéficient d'un régime complémentaire d'entreprise. De plus, presque la moitié de la population adulte détient un compte ISK, véhicule fiscalement incitatif pour investir en actions car sa fiscalité est basée sur le montant des actifs plutôt que par un prélèvement sur les plus-values.

Les recommandations des principaux rapports sur l'épargne des ménages se structurent autour de quatre axes :

- **Développer les placements longs et productifs** : l'idée est de créer des produits d'épargne de long-terme simples, massifs et labélisés, souvent au travers d'une gestion pilotée par défaut. Selon le rapport Noyer (2024), à grande échelle, ces produits pourraient rediriger environ 200 Mrds € par an vers l'investissement de long terme, renforçant la base d'investisseurs domestiques et abaissant le coût du capital pour les entreprises européennes.
- **Rendre l'environnement fiscal et réglementaire plus attractif** : les rapports convergent sur la nécessité de stabiliser la fiscalité des dividendes et plus-values de long terme, de réserver les avantages fiscaux aux placements réellement longs et risqués, et de simplifier les cadres d'investissement en actions (PEA-PME, retraite investie en unités de compte). Le rapport Noyer insiste aussi sur le fait qu'il faut desserrer les contraintes sur le non coté et relancer la titrisation afin de libérer du bilan bancaire et diversifier les canaux de financement des entreprises.
- **Renforcer l'actionnariat, notamment salarié** : les rapports recommandent donc de diffuser l'actionnariat au-delà des seuls ménages les plus aisés, notamment via l'épargne salariale, la participation des salariés au capital et des mécanismes plus accessibles de partage de la valeur (intéressement, stock-options simplifiées).
- **Construire un marché européen plus intégré** : les rapports Letta (2024) et Noyer (2024) soulignent que tant que les marchés de capitaux resteront fragmentés, l'épargne collectée ne se transformera pas en capital patient européen. Le rapport Letta appelle à une véritable « Union de l'épargne et de l'investissement », c'est-à-dire un pilier du marché unique au même titre que la libre circulation des biens et des services.

Section II : Comment définir une allocation optimale de l'épargne à l'échelle de la nation ?

La transposition effectuée lors de la première section de cette étude nous a permis de mettre en évidence une faible proportion d'actions dans le patrimoine financier des ménages français, relativement à leurs homologues d'Europe du Nord ou du monde anglo-saxon, ce qui a une incidence forte sur le rendement moyen de ce patrimoine. Dans cette deuxième section, nous nous interrogeons sur la façon de penser l'optimalité de l'allocation du patrimoine financiers à l'échelle d'une nation. Il nous paraît que deux axes complémentaires doivent être pris en considération :

- Un axe revenu/patrimoine : comment optimiser le couple rendement/risque pour les épargnants ?
- Un axe production/croissance : comment faire en sorte que l'épargne finance au mieux le développement des entreprises et l'innovation ?

II.1. L'axe revenu/patrimoine

Introduction

L'impact négatif d'une faible exposition aux actions sur rendement global de l'épargne financière semble clair, mais elle doit être également mise en perspective avec la tolérance des ménages français au risque. Après tout, la faible présence des actions dans le patrimoine financier des Français pourrait s'expliquer par une aversion au risque plus élevée que dans le reste du monde. Cette hypothèse peut-elle être vérifiée ?

Pour répondre à ces questions, nous chercherons dans une première section à mobiliser les concepts de la théorie financière pour estimer une allocation optimale de l'épargne financière des ménages français. Une maximisation du ratio rendement/risque sera réalisée et permettra ensuite d'établir un portefeuille théorique à comparer avec l'allocation moyenne actuelle constatée dans les données empiriques. Il s'agira enfin de réfléchir aux impacts macroéconomiques de cette nouvelle allocation en abordant notamment le canal des effets de richesse sur la consommation mais sans pour autant s'y limiter.

Il est enfin important de préciser que l'allocation « optimale » entre différents types d'actifs peut être très différente d'un individu à l'autre, la proximité de l'âge de départ à la retraite jouant par exemple un rôle important dans les choix d'allocation de l'épargne. Nous prenons ici les épargnants dans leur ensemble, en nous basant par exemple sur une estimation moyenne de l'aversion au risque des épargnants français.

Actifs inclus dans le modèle et données employées

Nous proposons un cadre théorique dans lequel l'épargne des ménages français peut être placée (directement ou indirectement⁷) sur trois types de supports finaux :

- Le numéraire et les dépôts (incluant l'épargne réglementée). Nous considérerons, par la suite, cette catégorie d'actifs comme une forme d'actif « sans risque » du fait de sa très faible volatilité,
- Les actions cotées, en faisant l'hypothèse que les détentions d'actions sont allouées de la manière suivante :
 - 30% sur le marché actions US (S&P 500),
 - 70% sur le marché actions européen (STOXX Europe 600).
 - Nous choisissons cette répartition sur la base des travaux de l'AFG (2024) qui indiquent un biais fort des gestionnaires d'actifs français pour les valeurs européennes relativement à leurs homologues du reste de l'UE⁸.
- Les titres obligataires (gouvernementaux ou d'entreprises), en supposant un biais européen encore plus important que dans le cas des actions comme déjà relevé par Lappe et Pinkus (2025). Il est ainsi supposé que les détentions d'obligations sont allouées à 90 % vers des titres européens et seulement 10 % vers des titres américains.

La question du rôle de l'allocation de l'épargne dans le financement des entreprises porteuses de croissance et d'innovation sera développée dans une seconde section. Nous laissons donc, pour l'instant, volontairement de côté les placements des ménages dans le secteur du non coté.

Pour chacun de ces trois supports, nous estimons un rendement annuel moyen total⁹ et une volatilité annualisée pour la période s'étirant de janvier 2005 à décembre 2025. Le rendement annuel moyen des actions et des obligations est fourni par des indices boursiers et obligataires tirés de LSEG tandis que le rendement annuel moyen du numéraire et des dépôts est tiré des données de la Banque de France. **Cependant, le calcul du rendement annuel moyen doit s'effectuer en tenant compte de la différence de traitement fiscal entre ces types de support (voir Encadré 1).** En effet, la littérature spécialisée a déjà pointé le rôle majeur joué par les incitations fiscales dans les décisions d'allocation des épargnants français (Pfister, 2018 ; Benoteau et Meslin, 2017 ; Kirchner & Tardivo, 2017). La volatilité des différents actifs est obtenue en calculant l'écart-type des rendements bruts avant fiscalité sur l'ensemble de l'historique.

⁷ A travers des OPC non monétaires ou des contrats d'assurance-vie notamment.

⁸ Pour les gestionnaires d'actifs des pays voisins comme l'Allemagne ou l'Italie, l'AFG calcule une allocation plus proche de 50/50 entre les placements européens et non européens.

⁹ On parle ici d'indice de rendement « total » pour souligner le fait que le rendement inclut à la fois les plus-values mais aussi les flux de revenus destinés aux investisseurs (dividendes, intérêts).

Encadré 1
Hypothèses concernant le prélèvement de l'Etat sur les rendements

• Le cas du **numéraire et des dépôts** : au T3 2025, cette catégorie était composée à 39 % de numéraire et de dépôts à vue qui ne font logiquement l'objet d'aucun prélèvement d'impôt ou de cotisations. S'ajoute à cela 36 % de livrets réglementés hors PEL (Livret A, LDDS, LEP) qui sont également exemptés de prélèvements. Les PEL (7 % du total de la catégorie) sont soumis aux prélèvements sociaux mais également, depuis 2018, à l'impôt sur le revenu. Ainsi, ils sont, à l'instar des comptes à terme et de livrets ordinaires, soumis au PFU de 31,4 %.

S'agissant des **actions et des titres obligataires**, il est nécessaire de prendre en compte les cas particuliers du Plan d'Épargne en Actions (PEA) et de l'Assurance-Vie, qui bénéficient respectivement d'un allègement de leurs traitements fiscaux après 5 et 8 ans de détention :

• Au T1 2025, la part de titres obligataires contractés par les ménages français à travers l'assurance-vie représente environ 91 % du total de leurs détentions d'obligations. Ainsi, nous appliquons une réduction de l'impôt sur le revenu à 7,5 % au lieu de 12,8 % sur 91 % des titres obligataires.

• Au T1 2025, la part d'actions contractées par les ménages français à travers l'assurance-vie représente environ 49 % du total de leurs détentions d'actions. Ainsi, nous appliquons une réduction de l'impôt sur le revenu à 7,5 % au lieu de 12,8 % sur 49 % des actions. Le PEA représente lui 11 % du total de la détention d'actions des ménages français. Nous n'appliquons ainsi aucun impôt sur le revenu sur 11 % des actions.

Le tableau ci-dessous explicite les données que nous avons employées pour construire nos mesures :

	Numéraire et dépôts	Actions cotées	Titres obligataires
Données employées	Taux annuel moyen pondéré de l'ensemble des dépôts bancaire de la Banque de France	Indice de rendement total : S&P 500 (30 %) + STOXX Europe 600 (70 %)	Indice de rendement total obligations Iboxx Europe (90 %) + US (10 %)
Rendement annuel moyen avant prélèvement	1,2 %	8,2 %	2,7 %
Rendement annuel moyen après prélèvement	1,1 %	6,0 %	2,0 %
Volatilité annualisée avant prélèvement	0,3 %	15,5 %	5,2 %

Sources : Banque de France, LSEG, calculs Rexecode

Les actions constituent de loin le type de support le plus rémunérateur mais également celui impliquant le plus haut niveau de risque (volatilité). À l'inverse, le numéraire et les dépôts peuvent s'apparenter à une forme d'actif sans risque du fait de leur très faible volatilité (proche de zéro) et de leur faible rendement.

Les deux critères essentiels de l'optimalité de l'allocation de l'épargne

Afin de procéder au calcul de l'allocation optimale de l'épargne des ménages, nous procédons en deux étapes respectant le théorème de séparation de Tobin (1985).

1. Détermination du portefeuille « risqué » optimal

La détermination du portefeuille dit « risqué » cherche, dans notre contexte, à déterminer la répartition optimale entre les actions et les titres obligataires. Pour ce faire, il est possible de s'appuyer sur le concept de ratio de Sharpe.

Ce dernier, développé par William F. Sharpe (1966), met en relation l'excédent de rendement rapporté par un actif risqué par rapport à celui généré par un actif dit « sans risque » avec le niveau de volatilité induit par l'actif risqué. Mathématiquement :

$$\text{Ratio de Sharpe} = \frac{(R_x - R_f)}{\sigma_x}$$

Où R_x désigne le rendement de l'actif risqué x , R_f désigne le rendement de l'actif sans risque et σ_x désigne la volatilité de l'actif risqué x .

En supposant que la volatilité de l'actif sans risque est nulle, le ratio de Sharpe vise donc à répondre à la question suivante : *combien d'unités de rendement supplémentaire puis-je obtenir de x en acceptant une unité de risque supplémentaire ?*

Sur la base des rendements et des volatilités présentées précédemment, il est donc possible de résoudre un problème de maximisation de ce ratio de Sharpe pour un portefeuille à deux actifs (actions et obligations). Les deux valeurs à déterminer sont les pondérations w_a et w_o qui désignent, respectivement, le poids des actions et celui des obligations dans le portefeuille risqué maximisant le ratio de Sharpe. Une présentation formelle de ce problème d'optimisation est donnée en Annexe 1.

Il est important de noter ici que le niveau d'aversion au risque de l'agent n'est pas présent dans le ratio de Sharpe. Autrement dit, la part d'actif sans risque à conserver dans le portefeuille optimal n'est pas pertinente à ce stade de l'analyse. C'est une des conclusions majeures du théorème de séparation de Tobin : le portefeuille risqué optimal est une réalité objective pour tous les agents, quel que soit leur degré d'appétit pour le risque.

Cette caractéristique théorique n'est évidemment pas exempte de critiques dans la littérature spécialisée. En particulier, le fait d'attribuer un caractère universel au portefeuille risqué s'appuie lui-même sur une hypothèse forte « d'homogénéité des croyances » entre les agents de marché sur les rendements futurs des actifs (Lintner, 1969). De nombreux travaux de recherche, en particulier dans le domaine de la finance comportementale, ont contribué à remettre en doute cette hypothèse (Harris et Raviv, 1993 ; Vissing-Jørgensen 2003 ; Malmendier et Nagel 2011). Une autre critique formulée par Roll (1977) argumente que la

multiplicité des actifs risqués au-delà des traditionnels actions et titres obligataires (immobilier, métaux précieux, produits dérivés ou plus récemment les cryptoactifs) rendent en réalité impossible l'estimation d'un « vrai » portefeuille risqué.

Nous sommes conscients de ces limites et n'ignorons pas que notre méthodologie analytique est sujette à des biais. Néanmoins, le choix d'une approche fondée sur les bases théoriques du modèle CAPM (*capital asset pricing model*) demeure en cohérence avec la pratique de nombreux acteurs de la discipline (facilitant ainsi les comparaisons) et permet de fournir une estimation avec des données facilement accessibles et des résultats aisément interprétables.

Le résultat de notre exercice de maximisation aboutit à l'allocation suivante, à comparer avec celle calculée dans la transposition de notre première partie :

Répartition du portefeuille risqué (actions + obligations) des ménages français – en %

	Allocation actuelle transparisée	Allocation maximisant le ratio de Sharpe
Actions	33 %	44 %
Titres obligataires	67 %	56 %

Rendement après prélèvements	3,3 %	3,7 %
Volatilité	6,7 %	7,9 %

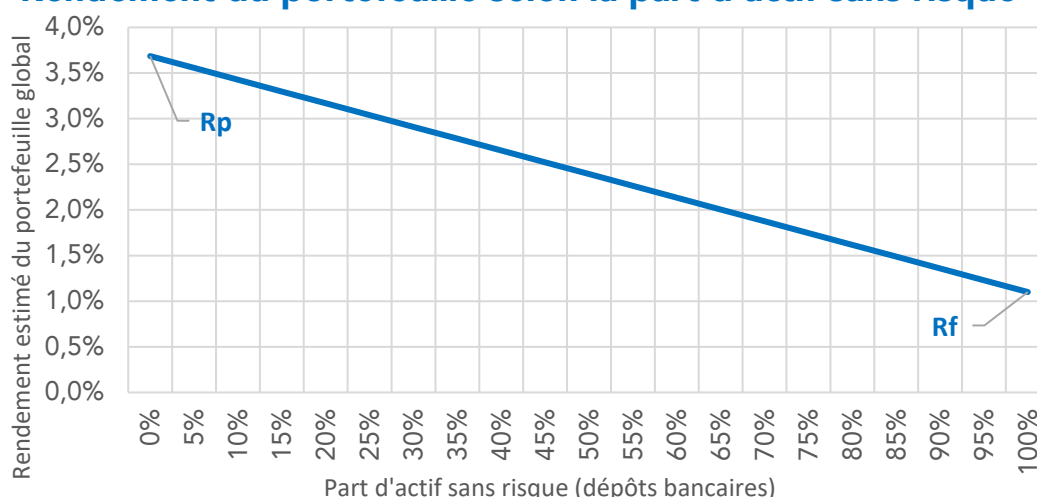
La part des actions obtenue dans l'allocation optimale du portefeuille risqué (au sens du ratio de Sharpe) est supérieure à celle de l'allocation constatée dans les données empiriques dans le cas des ménages français (44 % contre 33 %). Cette nouvelle allocation aboutit logiquement à un rendement annuel et à une volatilité plus élevée que dans le cas de départ. **Ce résultat semble montrer que le profil actuel de l'épargne financière des ménages français est trop défensif au regard du compromis rendement/risque.**

2. Détermination de l'allocation optimale du portefeuille intégral

Comme précisé précédemment, la première étape de notre analyse ne s'intéressait pas à la question de l'aversion des épargnants au risque. La maximisation du ratio de Sharpe se limitait à déduire le portefeuille risqué optimal sur la base du critère d'*efficience* (rendement/risque).

Il s'agit à présent de déterminer la part optimale de l'actif sans risque (numéraire et dépôt) dans l'épargne financière des ménages. Schématiquement, l'univers des portefeuilles possibles peut être modélisé par une droite connue sous le nom de « droite de marché des capitaux ». Cette dernière met en relation le rendement du l'épargne financière totale en fonction de la part d'actif sans risque détenue.

Rendement du portefeuille selon la part d'actif sans risque



Source : calculs Rexecode

© Rexecode

Une absence complète d'aversion au risque chez les ménages conduirait au choix d'un portefeuille global ne comportant aucun actif sans risque et reproduisant ainsi les caractéristiques du portefeuille risqué R_{pr} composé d'actions et d'obligations. À l'inverse, une aversion absolue au risque pousserait les épargnants à choisir un portefeuille uniquement composé d'actifs sans risque avec le rendement associé R_f et une volatilité nulle. Il est bien évident que la solution à ce problème se trouve en réalité quelque part entre ces deux cas extrêmes. Afin de s'en approcher, il faut d'abord réussir à se faire une idée de l'aversion des ménages français au risque.

Mesurer l'aversion des ménages au risque

L'aversion des individus au risque est un paramètre essentiel à de nombreuses modélisations économiques et financières. Néanmoins, de nombreuses difficultés et désaccords entre les chercheurs persistent autour de sa définition et de sa mesure (Thomas, 2016 ; Arrondel et Masson, 2014).

L'aversion au risque se quantifie généralement à travers (i) des enquêtes recueillant les déclarations d'un échantillon de personnes représentatif ou par (ii) des mesures expérimentales mobilisant de plus faibles échantillons et prenant souvent la forme de choix entre différentes loteries. Précisons que ces mesures usuelles de l'aversion au risque peinent souvent à prendre en compte les mécanismes institutionnels et réglementaires pouvant peser sur la perception du risque par les ménages (voir Encadré 2)

Encadré 2

Les biais institutionnels vers la moindre prise de risque des ménages

Au-delà de la tolérance personnelle des ménages au risque, il faut également mentionner le rôle des éléments institutionnels et réglementaires qui contribuent à limiter la prise de risque dans l'allocation de l'épargne.

Un élément régulièrement mentionné dans la littérature est celui des inégalités entre les ménages en termes d'éducation financière. Suite à l'analyse d'une enquête client de la banque Unicredit, Calcagno et Monticone (2015) ont notamment montré que les épargnants peu éduqués financièrement sont moins susceptibles de consulter un conseiller, mais délèguent plus souvent leur choix de portefeuille ou n'investissent pas du tout dans des actifs risqués. Plus que la traduction d'une aversion au risque prétendument plus élevée que la moyenne, l'allocation plus « prudente » de l'épargne financière des ménages français par rapport à leurs homologues danois, suédois ou néerlandais pourrait ainsi être le fruit d'un niveau d'éducation financière plus faible. Cet écart de niveau apparaît d'ailleurs clairement dans le dernier baromètre de la Commission européenne¹⁰.

Le rôle des conseillers lui-même n'est également pas exempt de biais. Foerster et al. (2017) ont par exemple montré que l'allocation personnelle du conseiller prédit fortement les allocations choisies pour le compte de ses clients. Des déviations entre le portefeuille désiré par le client et celui construit par le conseiller peuvent aussi résulter d'une perception différenciée du risque entre les deux parties. L'expérience réalisée par Stefan et al. (2023) sur un échantillon de conseillers financiers suédois indique que les portefeuilles créés par les professionnels pour des clients se déclarant, d'eux-mêmes, averses au risque ont un niveau de risque inférieur à ceux que les clients auraient élaboré eux-mêmes.

Enfin, le rôle de la réglementation n'est pas à négliger. La réglementation européenne MiFID 2 impose par exemple depuis 2018 que les conseillers financiers établissent un « profil investisseur financier » de leurs clients sur la base d'informations diverses – sur leur situation financière, leurs connaissances en matière de produits financiers, leur tolérance aux risques ou leur capacité à subir des pertes – avant de leur proposer toute solution d'investissement. Si cette exigence réglementaire part d'une intention louable de protéger les investisseurs particuliers contre une trop forte exposition au risque, elle peut également inciter les fournisseurs de services financiers à limiter l'univers des possibilités de placement pour leurs clients afin de réduire leurs coûts de transaction et de limiter le risque de sanctions de la part du régulateur.

Notre étude s'intéressant au comportement agrégé des ménages français plutôt qu'à une ou plusieurs catégories spécifiques d'individus, il nous apparaît plus pertinent de nous appuyer sur des mesures de la première catégorie, en mobilisant notamment l'enquête PATER (Patrimoine et préférences vis-à-vis du Temps et du Risque) appliquée au cas français. Cette enquête, conceptualisée par Arrondel et Masson, comporte maintenant sept éditions (1998, 2002, 2007, 2009, 2011, 2014 et 2020) et vise à compléter les grandes enquêtes de patrimoine de l'Insee en se concentrant sur les raisons des comportements d'épargne — la peur du risque, l'impatience, l'altruisme ou les solidarités familiales. La grande originalité méthodologique de PATER réside dans sa méthode de mesure des préférences.

Chaque questionnaire aboutit à une série de mesures des préférences, notamment obtenues à l'aide d'une approche originale de « *scoring* ». Cette dernière consiste à soumettre aux enquêtés une large série de questions diverses renseignant les préférences des individus sur

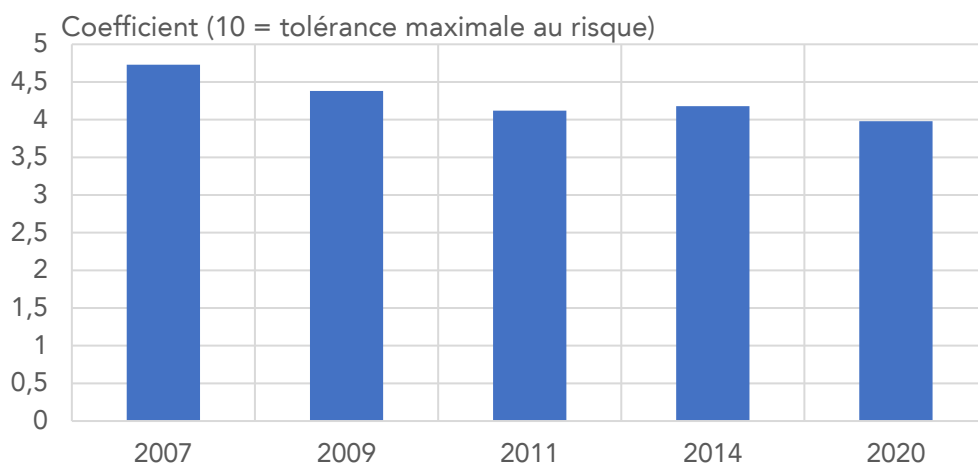
¹⁰ Commission européenne, *Monitoring the level of financial literacy in the EU*, Flash Eurobarometer 525, juillet 2023.

des sujets variés comme le travail et les revenus, la famille et les transferts intergénérationnels, les placements et la gestion de l'argent, la retraite, la santé et l'espérance de vie, la consommation et les loisirs... Les réponses à ces questions sont ensuite synthétisées dans la construction d'un score permettant de faire ressortir les préférences des enquêtés selon trois dimensions structurantes :

- L'attitude vis-à-vis du risque ou de l'incertain,
- La priorité accordée au présent,
- L'altruisme familial.

Dans le contexte de notre étude, on se focalise ici sur le score attribué à la dimension d'attitude vis-à-vis du risque. Les résultats offerts par les cinq dernières vagues de l'enquête présentent un profil légèrement décroissant (bien que globalement stable) de la tolérance au risque des ménages français. Le score d'attitude vis-à-vis du risque est présenté sous la forme d'un coefficient de 0 à 10 (10 indiquant la plus forte tolérance au risque) :

Attitude vis-à-vis du risque mesuré par l'enquête PATER



Source : Enquêtes PATER, Arrondel et Etilé (2023)

© Rexecode

Afin de préciser notre mesure de l'aversion au risque, il est possible de désagréger cette tolérance des ménages au risque selon différentes sous catégories (Arrondel et Masson, 2014). La catégorie d'intérêt pour cette étude est celle du risque lié aux placements et au patrimoine (risque financier). Nous possédons des résultats d'enquête sur ces variables pour les trois premières vagues du graphique ci-dessus (2007, 2009 et 2011) mais pas pour les deux dernières (2014 et 2020). Nous procédons donc par une simple extrapolation en faisant l'hypothèse que le rapport entre les deux scores est resté stable au cours du temps comme décrit dans le tableau ci-dessous :

Attitude vis-à-vis du risque global et du risque financier - placements/patrimoine

	2007	2009	2011	2014	2020
Risque global (A)	4,7	4,3	4,0	4,2	4,0
Risque financier (B)	3,5	3,1	2,9	3,1	2,9
Ratio (B/A)	0,74	0,72	0,73	0,73	0,73

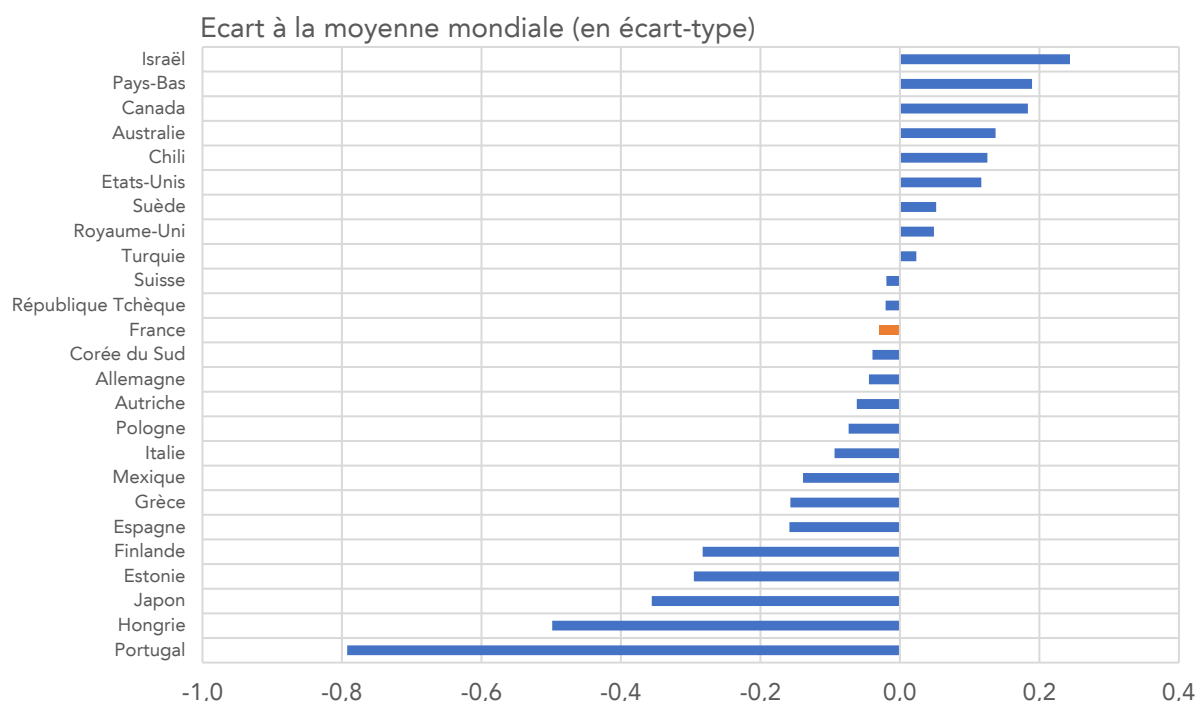
Source : Enquêtes PATER, calculs auteurs

Note : les données de (B) ont été extrapolés pour les vagues 2014 et 2020 par les auteurs de cette étude en supposant un rapport B/A stable par rapport à 2011.

Le principal enseignement ressortant de l'analyse est que la tolérance des ménages français au risque financier semble moins importante que celle constatée vis-à-vis du risque global.

Une dernière question se pose quant à l'aversion des ménages français au risque : comment se situe-t-elle par rapport à celle de leurs homologues internationaux ? L'enquête PATER, focalisée sur le périmètre hexagonal, ne nous permet pas de répondre à cette question. Cependant, d'autres travaux académiques proposent des comparaisons internationales des attitudes vis-à-vis du risque. C'est le cas du *Global Preference Survey* (GPS) de l'Université de Bonn qui recueille des données sur les préférences des individus vis-à-vis du temps et du risque en s'appuyant sur un échantillon représentatif de 80 000 personnes issues de 76 pays à travers le monde. Le graphique ci-dessous présente les écarts standardisés au score moyen mondial d'attitude face au risque calculés par le GPS pour l'ensemble des pays de l'OCDE.

Aversion au risque par pays par rapport à la moyenne mondiale



Source : Global Preference Survey

© Rexecode

Les résultats issus du GPS indiquent que les ménages français sont loin de constituer une exception internationale en termes d'attitude face au risque. Le signe de l'écart à la moyenne mondiale (négatif) indique qu'ils sont légèrement plus averses au risque que l'ensemble, mais le classement révèle qu'ils sont également les plus tolérants au risque au sein des quatre grandes économies de la zone euro (Allemagne, France, Italie, Espagne). La hiérarchie des préférences selon les pays fait également ressortir une tolérance au risque généralement plus élevée dans les pays anglo-saxons, aux Pays-Bas et en Suède, que dans les pays d'Europe continentale, en cohérence avec la littérature dédiée (Bekhtiar, Fessler et Lindner, 2019).

Détermination du portefeuille total optimal et comparaison avec l'existant

A présent muni d'une mesure de l'aversion au risque des ménages français, à travers l'enquête PATER, il est possible de calculer la répartition entre portefeuille risqué et numéraire et dépôts dans l'allocation optimale. La part du portefeuille risqué peut être calculée de la manière suivante :

$$w_{pr}^* = \frac{R_{pr} - R_{nd}}{A \times \sigma_{pr}^2}$$

Où,

R_{pr} est le rendement annuel moyen du portefeuille risqué

R_{nd} est le rendement du numéraire et dépôts (actif sans risque)

A est le coefficient d'aversion au risque (compris entre 0 et 10, 10 désignant une extrême aversion au risque)

σ_{pr}^2 est la variance du portefeuille risqué

L'équation ci-dessus montre que la part optimale du portefeuille risqué dans l'épargne financière est :

- Positivement liée à l'excédent de rendement généré par le portefeuille risqué vis-à-vis du numéraire et des dépôts ($R_{pr} - R_{nd}$)
- Négativement liée à la volatilité du portefeuille risqué (σ_{pr}^2) et au degré d'aversion au risque des ménages (A).

Les lecteurs intéressés par la dérivation complète du modèle permettant d'arriver à cette équation peuvent se reporter à l'Annexe 2.

Nous alimentons cette équation avec nos données de rendement et de volatilité présentées en début de section. S'agissant du coefficient d'aversion au risque, nous lui attribuons la moyenne des scores d'aversion au risque financier des ménages français donnés par les cinq dernières vagues d'enquête PATER.

Les résultats de cette opération permettent d'aboutir à une allocation dite optimale de l'épargne présentée dans le tableau ci-dessous :

Allocation de l'épargne financière des ménages français (observée et calculée) – en %

	Allocation actuelle transparisée	Allocation optimale calculée
Numéraire et dépôts	42 %	39 %
Actions	19 %	27 %
Titres obligataires	39 %	34 %

Rendement	après	2,4 %	2,7 %
prélèvements			
Volatilité		3,9 %	4,8 %

L'allocation calculée dans cette étude aboutit à une part d'actions dans l'épargne financière des ménages plus importante que dans l'actuelle (27 % contre 19 % dans l'allocation transparisée actuelle). Cette pondération plus forte sur les actifs de fonds propres se fait en partie au détriment du numéraire et des dépôts dont la part passe de 42 % dans l'allocation actuelle à 39 % dans l'allocation optimale calculée. Les titres obligataires, quant à eux, voient leur part dans le total passer de 39 % à 34 % soit une baisse de 5 points de pourcentage.

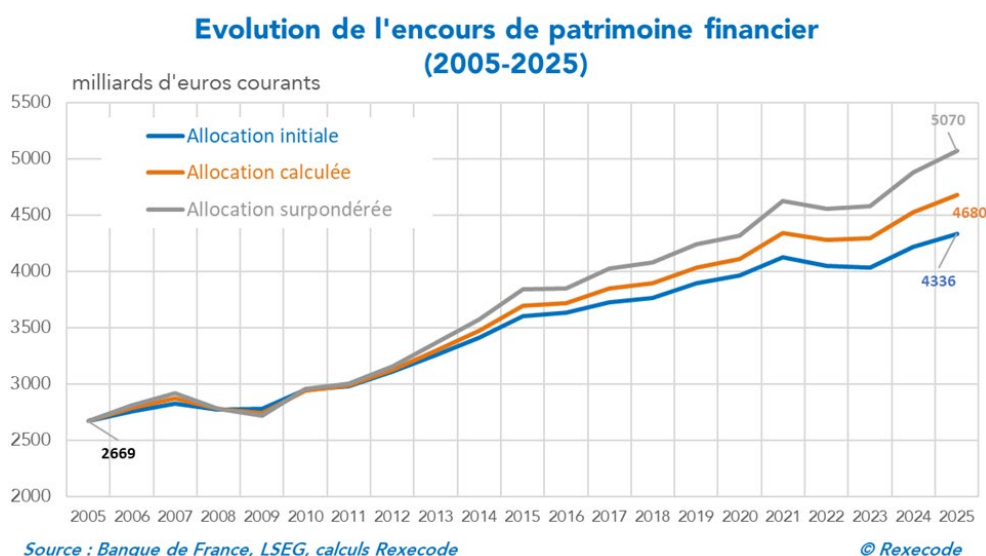
Conséquence de cette nouvelle répartition entre les catégories d'actifs : un rendement plus élevé (2,7 % vs 2,4 %) en contrepartie d'une plus forte volatilité (4,8 % vs 3,9 %).

Ainsi, les calculs réalisés indiquent que malgré un degré moyen d'aversion au risque financier non négligeable et un cadre fiscal en vigueur fortement favorable aux produits de taux, l'allocation actuelle de l'épargne financière des ménages français demeure sous-pondérée en actions.

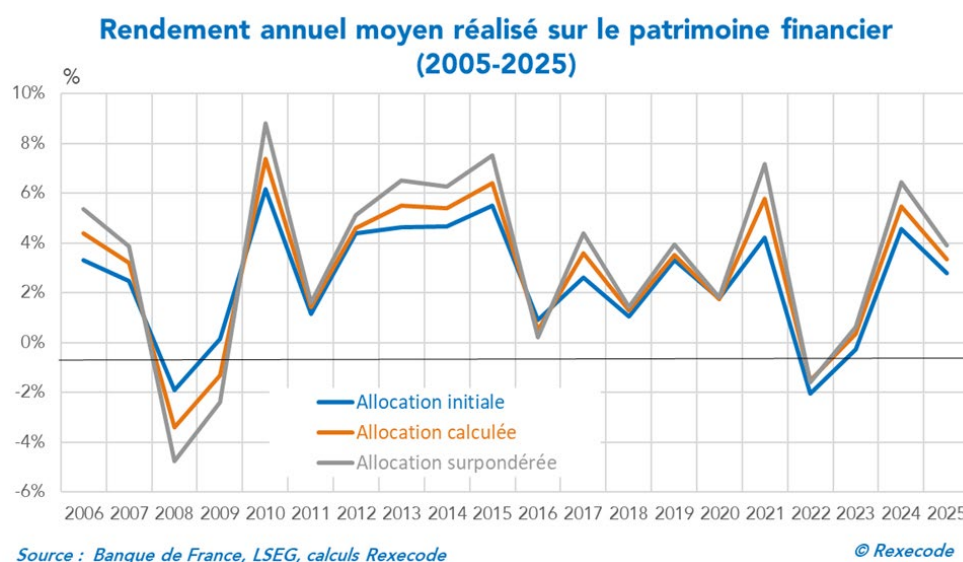
Afin de mieux quantifier l'impact de l'allocation calculée, un petit exercice de simulation est proposé ci-dessous. En partant du montant de l'épargne financière des ménages français (hors non coté et autres participations) de l'année 2005 (2 669 milliards d'euros), il est possible de comparer la performance de trois allocations distinctes :

- L'allocation initiale transparisée.
- L'allocation calculée grâce à notre modèle d'optimisation.
- Une allocation « surpondérée en actions » qui permet de se donner une idée de l'évolution du patrimoine des ménages français si ces derniers allouaient leur patrimoine de manière similaire aux ménages d'Europe du Nord. Dans ce scénario hypothétique, le patrimoine transparisé des ménages est à 35 % alloué en actions, 35 % en titres obligataires et 30 % en numéraire et dépôts.

Pour réaliser la simulation, les rendements annuels net d'impôts constatés, entre 2005 et 2025, des différents actifs (actions, titres obligataires et numéraire et dépôts) sont pondérés selon chaque allocation pour aboutir à une comparaison de la performance des trois allocations en cumul sur 20 ans. L'hypothèse faite ici est que le patrimoine est toujours alloué de la même manière année après année quel que soit l'évolution des rendements relatifs. Le graphique ci-dessous présente cette comparaison. Afin d'isoler l'effet du choix d'allocation, il est également supposé que sur l'ensemble de l'horizon de placement, les ménages ne procèdent pas à de nouvelles acquisitions nettes d'actifs.



Les résultats de la simulation indiquent que le choix de l'allocation optimale calculée aurait rapporté un rendement cumulé net d'impôts de 2 011 milliards sur vingt ans (75 % de l'encours de départ de mars 2005) d'euros contre 1 667 milliards dans l'allocation actuelle (62 %). La différence de rendement cumulé entre les deux allocations se chiffre donc à 344 milliards d'euros (12 % du PIB nominal français de 2024) au bout de 20 ans de placement. La comparaison avec l'allocation « surpondérée en actions » indique une claire surperformance de cette dernière en termes de rendement. Au bout de 20 ans, cette allocation fournit un rendement cumulé net d'impôts de 2 401 milliards sur vingt ans (90 % de l'encours de départ de mars 2005). Cependant, le modèle utilisé plus haut a également mis en exergue le rôle capital joué par la volatilité de ce même rendement dans la prise de décisions des ménages. Or, l'allocation « surpondérée » est également source de plus fortes pertes lors d'années défavorables aux marchés financiers, comme l'indique le graphique ci-dessous dans le cas de la grande crise financière de 2008.



La prise en compte de l'aversion des ménages dans le modèle est l'élément principal qui oriente l'optimum calculée à mi-chemin entre une allocation initiale peu rémunératrice et peu risquée et une allocation « surpondérée » plus rémunératrice mais comportant des risques plus importants de pertes.

À présent, il s'agit de se demander dans quelle mesure la richesse supplémentaire générée par la nouvelle allocation calculée pourrait stimuler la croissance économique nationale.

Les « effets de richesse » en France

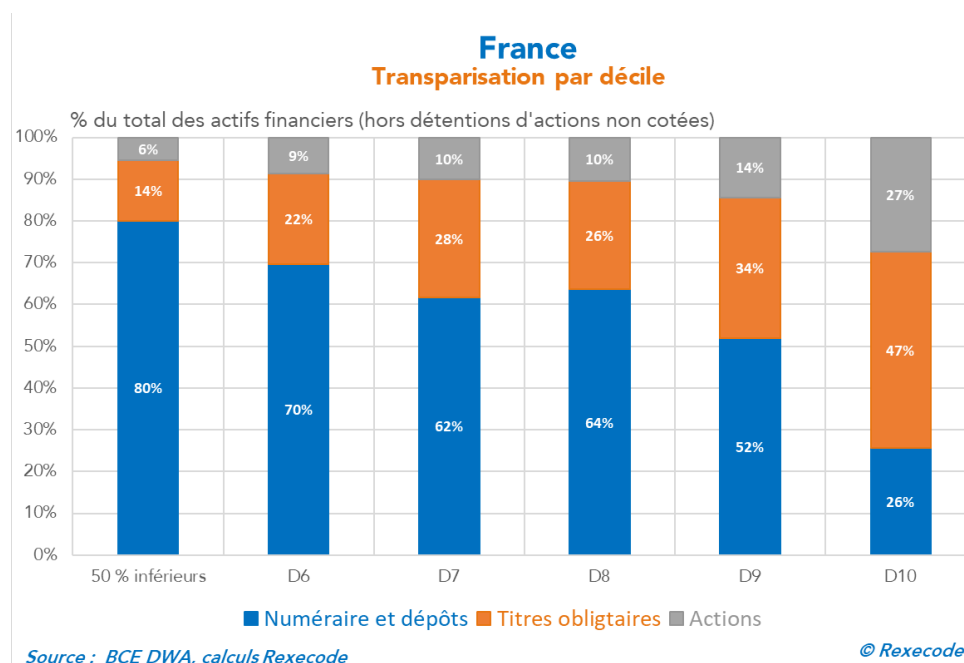
Les « effets de richesses » désignent, dans la littérature économique, un phénomène par lequel la hausse de la valeur du patrimoine d'un ménage entraîne une hausse de ses dépenses de consommation. De nombreuses analyses économétriques réalisées au cours des dernières années ont cherché à estimer précisément le degré d'élasticité entre hausse du patrimoine (immobilier et/ou financier) et augmentation des dépenses de consommation.

Une revue de littérature de ces travaux fait ressortir des effets de richesse significatifs mais généralement limités en France. Arrondel, Lamarche et Savignac (2015) estiment qu'une hausse de patrimoine net d'un euro induit une hausse de 0,6 centime de consommation annuelle supplémentaire, contre environ 5 centimes pour les Etats-Unis ou le Royaume-Uni. Cet écart entre la France et le monde anglo-saxon s'expliquerait par une différence de degré d'aversion au risque mais également par la possibilité, pour les ménages américains notamment, de s'endetter davantage en cas d'appréciation de la valeur des actifs immobiliers (Aviat, Bricongne et Pionnier, 2007).

Arrondel, Lamarche et Savignac trouvent également que la propension marginale à consommer (PMC) à partir de la richesse financière en France est plus importante que pour la richesse immobilière. Enfin l'estimation proposée montre que les effets de richesse financière sont beaucoup plus importants dans le bas de la distribution du patrimoine (environ 11 centimes) que dans le haut de la distribution (résultats non significatifs). Ceci s'explique notamment par le fait que la PMC des ménages est la plus forte au sein des catégories de populations les moins aisées. Les résultats d'Arrondel, Lamarche et Savignac pour la France sont globalement concordants avec ceux trouvés par Antonin, Plane et Sampognaro (2017). De Bondt et al. (2019) aboutissent à un effet de richesse financière pour les ménages français de l'ordre de 1 à 3 centimes selon les spécifications et une absence d'effet de richesse immobilière.

Les résultats offerts par ces travaux de recherche laissent à penser que pour renforcer le lien entre recours accru aux fonds propres et consommation des ménages, il apparaît nécessaire de faciliter l'accès des ménages moins dotés en patrimoine aux placements en actions. En effet, les résultats d'une transposition, réalisée uniquement pour le cas français, montrent que si les ménages du dixième décile de patrimoine (les 10 % des ménages les plus dotés en patrimoine) ont une allocation de leurs actifs financiers semblable à celle calculée dans notre étude, les déciles inférieurs affichent une allocation encore très largement dominée par le numéraire et les dépôts. Or c'est précisément au sein de ces catégories de ménages que l'on trouve des PMC plus élevées. Une pondération importante sur le numéraire et les dépôts apparaît logique pour les ménages les plus fragiles sur le plan des revenus et de l'endettement, pour qui le principal objectif de l'épargne est celui de la précaution à court-terme face à un avenir incertain. Il se justifie en revanche moins pour des déciles de revenus et de patrimoine supérieurs mais ne faisant pas partie du top 10 %.

Transparisation de l'allocation par décile de patrimoine en France



Des « effets de richesse » uniquement liés à la consommation ?

Le concept « d'effets de richesse » en sciences économiques se concentre généralement sur le lien entre patrimoine et consommation. Cependant, d'autres externalités positives à une hausse du patrimoine des ménages méritent d'être mentionnées.

La première concerne le lien entre patrimoine et capacité d'investissement sur le marché immobilier. Bernanke, Gertler & Gilchrist (1999) ont montré que la prime de risque imposée par un prêteur à un emprunteur était une fonction décroissante du patrimoine net de ce dernier. En appliquant cet effet aux ménages américains, Iacoviello (2005) a montré que la hausse du patrimoine net contribuait à faciliter l'accès au crédit immobilier des ménages. Ainsi, l'impact macroéconomique d'une meilleure allocation de l'épargne financière peut également se réaliser à travers le canal de la formation brute de capital fixe et non pas uniquement par celui de la consommation.

La seconde externalité concerne le bénéfice d'une épargne financière plus performante sur les finances publiques à travers des recettes accrues. Il faut à ce titre distinguer des effets directs et indirects :

- Effet direct : une hausse du patrimoine financier des ménages accroît les recettes fiscales et les cotisations prélevées sur les plus-values (PFU)
- Effet indirect : une hausse du patrimoine financier des ménages accroît la hausse des recettes de TVA en lien avec la hausse de la consommation induite.

La troisième externalité a trait au caractère endogène de l'aversion au risque par rapport au niveau de patrimoine. Guiso et Paiella (2008) ont notamment montré, à l'aide de données d'enquête auprès de ménages italiens, que le degré d'aversion au risque était négativement corrélé au niveau de richesse patrimoniale. Autrement dit, les ménages les plus dotés en patrimoine sont globalement moins averses au risque. Ce point renforce notre argument précédemment soulevé sur la nécessité de faciliter l'accès des ménages moins dotés en patrimoine aux placements en fonds propres. En effet, la démocratisation des placements en actions auprès d'une plus large partie de la population pourrait à terme enclencher un cycle vertueux entre enrichissement des ménages et capacité à choisir des placements davantage rémunérateurs.

II.2. L'axe production/croissance

Nous venons de voir qu'une meilleure allocation de l'épargne permettrait d'optimiser le couple rendement-risque des ménages. Dans un second temps, une allocation plus optimale serait aussi celle qui maximiserait le potentiel de croissance de l'économie en orientant davantage l'épargne vers l'investissement « productif » et plus particulièrement vers l'innovation.

1. Constat « macro » : l'Union Européenne présente un déficit persistant d'investissement « innovant » par rapport aux États-Unis, qui s'explique en partie par un accès plus restreint des entreprises aux fonds propres

a. L'allocation de l'épargne, déterminant clé de l'investissement productif

Les modèles de croissance de type Solow établissent un lien direct entre épargne et investissement. L'épargne, supposée exogène et constante, est intégralement transformée en investissement, ce qui alimente l'accumulation du capital productif et détermine le niveau de production par tête. Un taux d'épargne plus élevé conduit ainsi à un niveau plus élevé de capital et de revenu à l'état stationnaire, sans affecter le taux de croissance de long terme, celui-ci restant déterminé par un progrès technique exogène. Dans ce cadre, la nature de l'investissement financé par l'épargne n'est pas prise en compte. En effet, toute épargne est supposée financer l'investissement de manière indifférenciée. Ces limites ont motivé le développement des modèles de croissance endogène. Le modèle de Romer (1990) montre que l'épargne peut financer des activités de R&D à l'origine de nouvelles innovations, dont la diffusion accroît durablement la productivité et la croissance de long terme. L'investissement devient alors un déterminant direct du progrès technique. Cette approche a notamment été complétée par Aghion et Howitt (1992) qui soulignent le rôle de l'innovation et de la destruction créatrice. En d'autres termes, l'investissement en R&D permettrait le renouvellement des technologies et soutiendrait une croissance endogène durable.

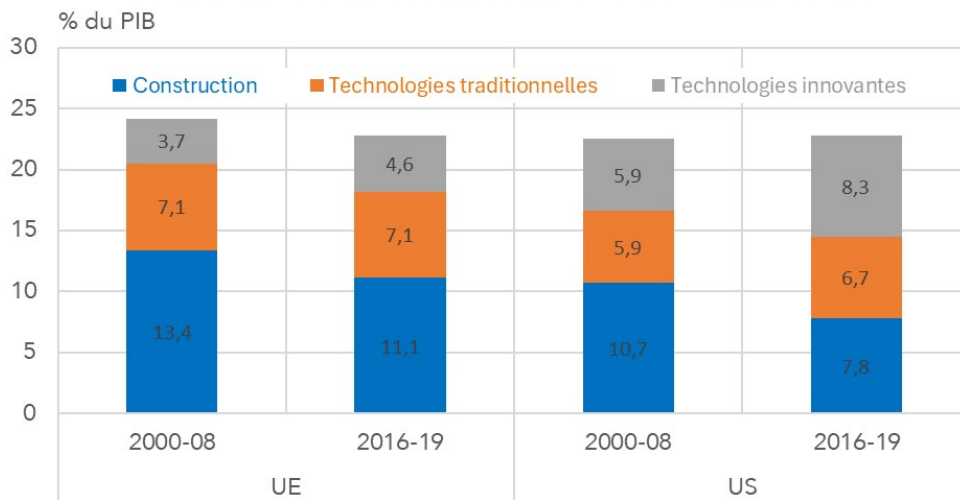
b. Un déficit d'investissement productif en Europe, en particulier dans les technologies innovantes

Comme illustré ci-dessous, l'Europe présente un déficit persistant d'investissement productif (i.e. investissement hors construction¹¹) par rapport aux États-Unis. Si l'investissement total rapporté au PIB est d'un ordre de grandeur comparable, la composition diffère nettement : l'Europe accuse un retard structurel sur l'investissement en technologies innovantes¹², qui progresse mais reste largement inférieur au niveau américain. Plus spécifiquement, l'Europe accuse un retard d'investissements clair dans les secteurs de la R&D et des logiciels informatiques.

¹¹ Tel que défini dans le Rapport Draghi (2024)

¹² Sont considérées comme des technologies « innovantes » par le CEPR : équipements TIC, R&D, logiciels et bases de données informatiques, produits de propriété intellectuelle

Investissements réels par type de technologie



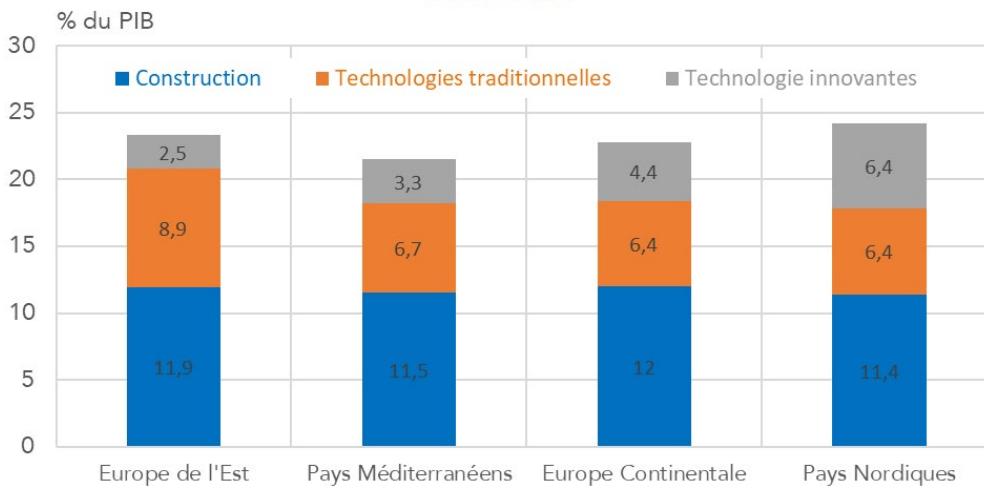
Source : CEPR, basé sur les données de la BEI

© Rexecode

Toutefois, il est important de noter l'existence d'importantes différences intra-européennes en termes d'investissements productifs. En effet, alors que les pays nordiques se distinguent par des niveaux élevés d'investissement dans les technologies innovantes, l'Europe continentale et les pays méditerranéens restent davantage orientés vers des technologies plus « traditionnelles »¹³.

Investissements réels par type de technologie

2000-2021



Source : CEPR, basé sur les données de la BEI

© Rexecode

¹³ Sont notamment considérées comme des technologies traditionnelles par le CEPR : Equipements de transport, équipements informatiques physiques (hardware) ...

c. Un déficit de fonds propres qui restreint les entreprises dans leur capacité à investir et innover

Au niveau macroéconomique, plusieurs rapports ont souligné l'importance d'accroître l'accès des entreprises européennes aux fonds propres pour répondre au déficit européen d'investissement innovant illustré ci-dessus. Mettant en avant un niveau d'endettement des entreprises européennes plus élevé que leurs homologues américaines, et un système bancaire de plus en plus contraint dans sa capacité à accroître ses volumes de prêts, le rapport Noyer (2024)¹⁴ soulignait ainsi le caractère nécessaire du recours aux fonds propres pour financer les besoins liés à la transition numérique. Plus récemment, le CEPR (2025) a lui aussi souligné l'importance de l'*equity* dans le renforcement de l'investissement dans les technologies innovantes au niveau européen¹⁵.

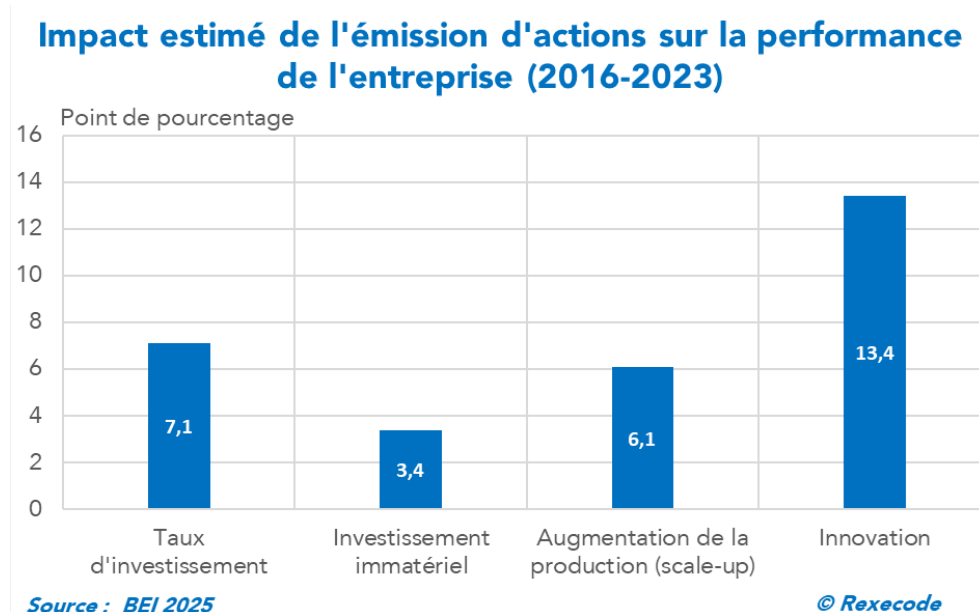
A l'échelle de l'entreprise, ce lien entre financement par fonds propres et propension à investir est particulièrement fort lorsque l'on s'intéresse aux start-ups et autres jeunes entreprises dites « de croissance », principalement concentrées dans le secteur tech, et dont le développement représente un enjeu crucial pour l'avenir de la compétitivité européenne (Didier, 2025). En effet, l'absence d'historique de crédit solide, le recours plus important à des investissements en actifs immatériels difficiles à utiliser comme collatéral, ou encore l'incapacité à dégager des revenus conséquents dès leurs premières années, sont autant de facteurs rendant le financement par fonds propres beaucoup plus pertinent que par la dette.

Dans cette logique, une étude de la BEI¹⁶ compare via une approche de « *propensity score matching* », des entreprises ayant levé des fonds propres à un groupe de contrôle aux caractéristiques similaires. L'étude souligne d'abord que les entreprises du secteur « *high tech* » ont plus souvent recours aux fonds propres pour se financer que les autres. Dans un second temps, elle met en évidence le résultat suivant : à caractéristiques similaires, les entreprises ayant eu recours aux fonds propres pour se financer enregistrent une croissance de leurs investissements en actifs fixes nets plus élevée que les autres entreprises (+7,1 points de pourcentage) et augmentent significativement leurs investissements en actifs immatériels (+3,4 pp). La BEI documente également un impact sur l'innovation et la trajectoire de croissance : ces entreprises présentent aussi une probabilité plus élevée de développer des produits innovants (+13,4 pp) et de prioriser une stratégie d'expansion à trois ans (+6,1 pp).

¹⁴ Rapport Noyer : développer les marchés de capitaux européens pour financer l'avenir. 2024. P.18-19.

¹⁵ How large is the investment gap in the EU and how to close it ? CEPR. 2025. P.6.

¹⁶ Investment Report 2024/2025: Innovation, integration and simplification in Europe, European Investment Bank, 2025, p135-138.



Dans ce contexte, le sous-développement des marchés actions européens par rapport aux États-Unis, phénomène déjà bien documenté et illustré entre autres par le déficit de capitalisation boursière totale entre les deux zones (62 % du PIB de l'UE en 2022, contre près de 160 % pour les États-Unis)¹⁷, constitue à la fois une illustration du moindre recours au financement par fonds propres au sein de l'UE, et un obstacle pour les entreprises européennes qui souhaiteraient s'appuyer sur ce type de financement.

Dans le cas particulier des entreprises dites « de croissance », si l'absence de marchés actions cotés profonds a un impact bien réel sur leur trajectoire de développement en affectant leurs perspectives d'introduction en bourse, les limites posées par le déficit de fonds propres se matérialise aussi sous l'angle du non coté, à travers le capital-risque.

2. Constat « micro » : le capital-risque, mode de financement en fonds propres particulièrement adapté pour accompagner la croissance des start-ups, demeure largement sous-développé en Europe

La littérature souligne de façon convergente que parmi les modes de financement en fonds propres, le capital-risque (aussi appelé Venture-Capital, ou VC) apparaît particulièrement adapté au financement des entreprises à fort potentiel de croissance. Greenwood et al. (2022) montrent ainsi qu'aux États-Unis, le capital-risque est fortement associé à davantage d'innovation et de croissance : les entreprises financées par VC investissent par exemple plus en R&D, déposent plus de brevets et connaissent une progression plus rapide de leurs ventes. Akcigit et al. (2022) soulignent qu'au-delà du simple apport financier, l'impact du capital-risque sur l'innovation et la croissance des start-ups tient aussi à l'accompagnement apporté par les fonds de VC (expertise industrielle, conseils business, réseau...). A l'aide d'un

¹⁷ Rapport Noyer : développer les marchés des capitaux européens pour financer l'avenir, 2024, P.20.

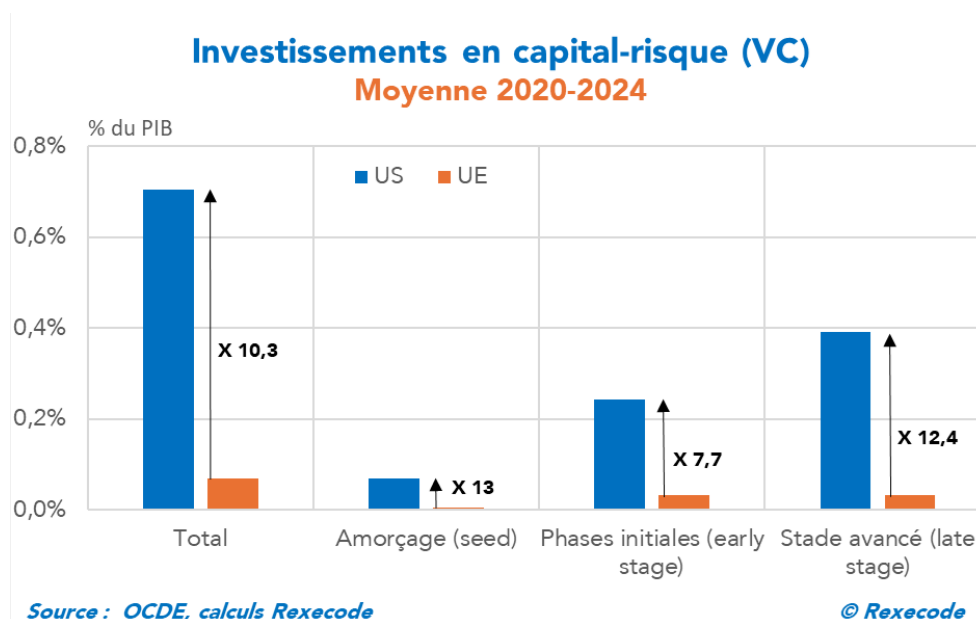
modèle calibré sur des données américaines couvrant la période 1980-2012, les auteurs établissent ainsi un lien direct entre le rôle « micro » de sélection et d'accompagnement des entreprises à fort potentiel joué par les fonds de Capital-Risque, et l'impact « macro » de ces activités de financement via la production d'externalités positives liées à l'innovation. Selon leurs estimations, remplacer le financement par capital-risque par un financement uniquement bancaire réduirait la croissance économique annuelle moyenne sur la période étudiée de 0,5 points de pourcentage.

Face à ces constats, nous nous proposons d'analyser les goulets d'étranglement qui pèsent sur les différents segments de la chaîne de valeur du financement des entreprises de croissance. Les 4 segments principaux du développement d'une entreprise de croissance sont :

- **La phase d'amorçage (seed)** qui correspond au lancement du produit et des premières ventes, visant à tester le marché et structurer l'activité. Le financement, levé via des investisseurs providentiels (business angels) et / ou par des fonds de VC seed, peut varier de moins de 100 000 euros à plus de 5 millions d'euros.
- **Les phases initiales (early stage)** : où l'entreprise commence à générer du chiffre d'affaires et accélère son développement commercial. Les montants investis varient de quelques millions à des dizaines de millions d'euros.
- **Le stade avancé (late stage ou growth)** : phase d'internationalisation et parfois d'acquisitions avec l'entrée d'investisseurs institutionnels. Le montant total du financement peut varier de plusieurs millions à plusieurs centaines de millions d'euros. A partir de ce stade, on ne parle généralement plus de start-up mais plutôt de « *scale-up* ».
- **La sortie (exit)** : les fondateurs et les investisseurs sortent de leurs investissements pour réaliser les gains de valeur, généralement via l'introduction en bourse de la scale-up, l'acquisition de celle-ci par une autre entreprise, ou encore le rachat de ses parts par un autre fond (LBO). Ces sorties doivent être suffisamment rentables pour compenser les échecs et rendre le capital-risque attractif pour les investisseurs, notamment institutionnels.

Le graphique ci-dessous témoigne d'un écart de financement en capital-risque important entre les Etats-Unis et l'Union Européenne lorsque ces financements sont rapportés à la taille de chaque économie, les investissements annuels moyens en capital-risque ayant représenté 0,7 % du PIB américain entre 2020 et 2024, contre 0,07 % pour l'UE¹⁸. Cet écart est particulièrement saillant sur les phases d'amorçage et les phases avancées du développement des entreprises de croissance. A titre indicatif, combler ce déficit – soit atteindre un niveau d'investissement VC annuel de 0,7 % du PIB européen – impliquerait une hausse des investissements VC européens d'environ 105 milliards d'euros.

¹⁸ Les chiffres correspondent aux sommes brutes investies par les fonds de Capital-Risque dans les start-ups et autres entreprises de croissance



a. Phase d'amorçage

Durant les premières phases de développement, les « Business Angels » (BA) ou investisseurs providentiels constituent l'un des principaux pourvoyeurs de capital en Europe, représentant près de 43 % des investissements réalisés en phase de démarrage selon l'*European Business Angel Network* (EBAN)¹⁹. Un business angel est un investisseur privé qui investit son propre capital dans des start-ups en phase d'amorçage, en plus d'apporter son réseau et une expertise. Malgré ce rôle central, l'écart reste toujours considérable par rapport aux Etats-Unis. Selon l'EBAN, l'investissement « providentiel » représentait 1,22 milliard d'euros sur le continent européen en 2024, contre 27,8 milliards de dollar aux Etats-Unis²⁰.

b. Phases avancées

Passée la phase d'amorçage, les start-ups européennes éprouvent une vraie difficulté à atteindre des phases plus avancées de financement (late stage). Au bout de dix ans d'activité, les scale-ups européennes réussissent à lever en moyenne 50 % de capital en moins que leurs homologues de San Francisco, hub de start-ups utilisé comme point de comparaison dans l'étude de la BEI ayant réalisé cette estimation²¹. Une partie de l'explication est à trouver dans la structuration de l'écosystème VC européen, composé de fonds de VC moins nombreux et surtout plus petits que leurs homologues américains (voir tableau ci-dessous). Cette situation est notamment liée au manque d'attractivité des marchés boursiers en aval, les perspectives de sortie étant cruciales pour stimuler les investissements en amont.

¹⁹ EBAN statistics compendium 2024, P.10

²⁰ EBAN statistics compendium 2024, P.5

²¹ The scale-up gap : Financial market constraints holding back innovative firms in the European Union, European Investment Bank, 2024, P.8.

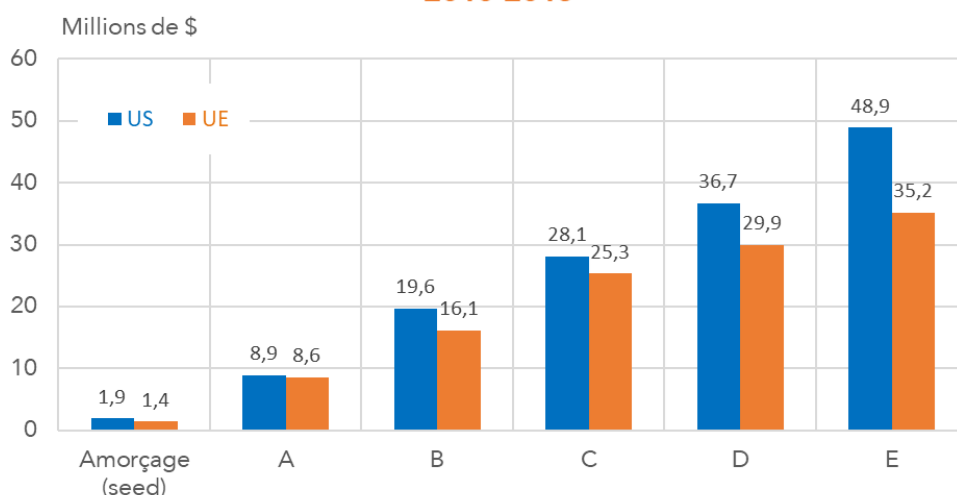
Nombre de fonds de VC actifs (2020-2023)*	Etats-Unis (A)	UE (B)	Rapport
< \$500M	840	129	6,5
entre \$500M & \$1MD	42	3	14
> \$1MD	24	2	12
Total	906	134	6,8

Source : FMI (2024)

* Nombre moyen de fonds actifs sur la période, par valeur totale des montants levés auprès des investisseurs

L'absence de fonds de VC européens de taille « critique » se fait particulièrement ressentir lors des phases avancées (« late-stage ») du processus de financement, où les montants à investir par tour (« tickets ») peuvent atteindre des niveaux très élevés. Cette situation conduit à creuser l'écart des montants moyens investis au fur et à mesure des tours entre l'Europe et les Etats-Unis.

Montant moyen investi par tour de financement 2010-2015



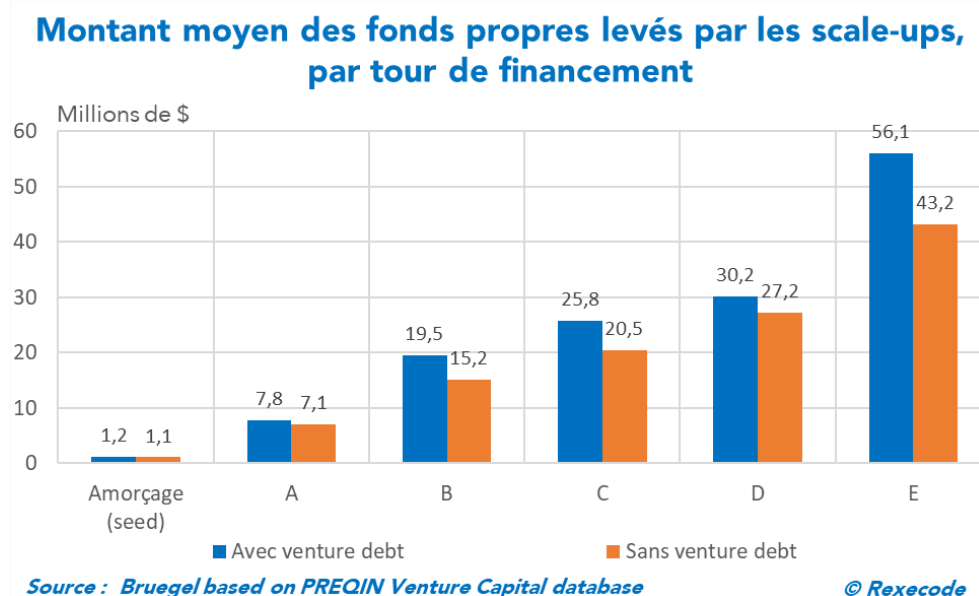
Source : Bruegel, basé sur PREQIN

© Rexecode

La sous-utilisation d'outils comme la dette de croissance (*venture debt*) participe également à creuser le fossé entre l'Europe et les Etats-Unis concernant le financement des phases les plus avancées du développement des scale-ups. La *venture debt* est un financement par la dette accordé à des start-ups ou scale-ups en forte croissance, souvent en complément d'une levée de fonds en capital. Elle est fournie par des fonds spécialisés ou bien des banques. En pratique, les scale-ups européennes ont nettement moins recours à la *venture debt* que leurs homologues américaines : selon Bruegel, entre 2010 et 2015, seules 6,7 % des scale-ups européennes ont eu recours à ce dispositif, contre 19,8 % des scale-ups américaines²². Ce constat est d'autant plus dommageable que les scale-ups s'appuyant sur ce type de

²² Karen Wilson, Thomas Hellmann et Gilles Duruflé, *From start-up to scale-up: examining public policies for the financing of high-growth ventures*, Bruegel, 10 avril 2017, P.20.

financement lèvent en moyenne plus de fonds propres que celles n'y ayant pas recours (voir graph ci-dessous). Ainsi, la *venture debt* apparaît comme un réel levier de croissance pour les scale-ups, en complément du financement plus « classique » *via* la levée de fonds propres. Sa sous-utilisation en Europe serait principalement liée à la charge réglementaire et aux règles prudentielles que les banques se doivent d'appliquer²³.



A l'arrivée, les contraintes de financement rencontrées par les scale-ups européennes limitent l'émergence d'entreprises atteignant une taille « critique » : ainsi, sur la période 2021-2023, si les start-ups américaines avec une valorisation inférieure à 50 millions de dollars étaient « seulement » près de 2 fois plus nombreuses que leurs homologues européennes, ce ratio était de 8 lorsque l'on s'intéresse aux entreprises dont la valorisation était comprise entre 500 millions et 10 milliards de dollars²⁴.

c. Perspectives de sortie

Enfin, il est important de noter que les opportunités de sortie impactent également l'attractivité des entreprises de croissance européennes auprès des investisseurs. En effet, des options d'exit domestiques plus rares et des valorisations plus faibles réduisent l'incitation à investir dans le capital-risque, et poussent à des ventes plus précoces. Ce phénomène explique en partie pourquoi une large majorité des « sorties » en Europe (70 %²⁵) se matérialisent par l'acquisition de la scale-up par une autre entreprise, une part importante des scale-ups ayant choisi cette option par défaut, faute d'avoir atteint une taille suffisante pour pouvoir considérer l'entrée en bourse (qui représente 6 % des sorties) comme une option réaliste. Pour la petite proportion de scale-ups ayant réalisé une introduction en

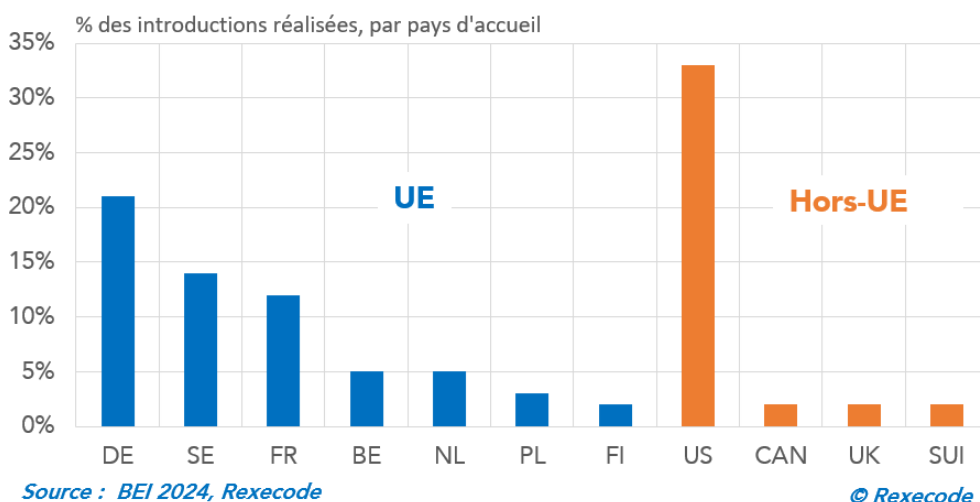
²³ Selon Bruegel, « La dette de capital-risque ne répond pas aux critères de prêt standard des banques, car les emprunteurs ont des flux de trésorerie négatifs et peu d'actifs en garantie. » Karen Wilson, Thomas Hellmann et Gilles Duruflé, *From start-up to scale-up: examining public policies for the financing of high-growth ventures*, Bruegel, 10 avril 2017, P.19.

²⁴ *The scale-up gap : Financial market constraints holding back innovative firms in the European Union*, European Investment Bank, 2024, P.12

²⁵ *An Analysis of the Performance of European Venture Capital Funded Startups*, CCIA, 2026, P.13. Chiffres basés sur les 2,276 sorties d'entreprises européennes de croissance recensées entre 2015 et 2024

bourse, celle-ci implique fréquemment une « fuite » à l'étranger, faute de débouchés sur les marchés boursiers européens : ainsi, sur les 65 scale-ups européennes introduites en bourse entre 2013 et 2023²⁶, 38 % d'entre elles ont choisi de le faire en dehors de l'UE, 33 % d'entre elles choisissant les États-Unis²⁷. Comme souligné par le rapport Draghi, ce choix s'accompagne souvent d'une relocalisation progressive des fonctions stratégiques, avec à la clé des gains macroéconomiques moindres pour l'Europe (emplois, recettes fiscales, externalités positives sur le reste de l'écosystème européen...).

Introduction en bourse impliquant une scale-up européenne (2013-2023)



c. La Suède : Un modèle d'écosystème VC en Europe ?

Si l'Union Européenne présente un déficit clair d'investissements en capital-risque par rapport aux États-Unis, la situation est très hétérogène selon les pays. La Suède apparaît ainsi comme un potentiel modèle à suivre, présentant le plus haut niveau d'investissement en capital-risque par habitant au sein de l'UE²⁸, et une contribution totale aux investissements européens en capital-risque près de 3,5 fois supérieure à sa contribution dans le PIB européen (voir graphique).

La contribution des fonds de pension à cet égard (suédois et non-suédois) est particulièrement importante : ceux-ci ont ainsi représenté près de 30 % des fonds levés par les fonds de Capital-Investissement suédois entre 2007 et 2023²⁹, quand la moyenne européenne sur la période se situe à 15 % (10 % pour la France). Au sein du système de

²⁶ L'étude définit ici une scale-up comme une entreprise à fort potentiel de croissance, avec une valeur de sortie ayant été comprise entre 500 millions et 10 milliards de dollars. Lorsque la sortie est une introduction en bourse, la valeur de sortie correspond à la capitalisation boursière atteinte en sortie d'IPO.

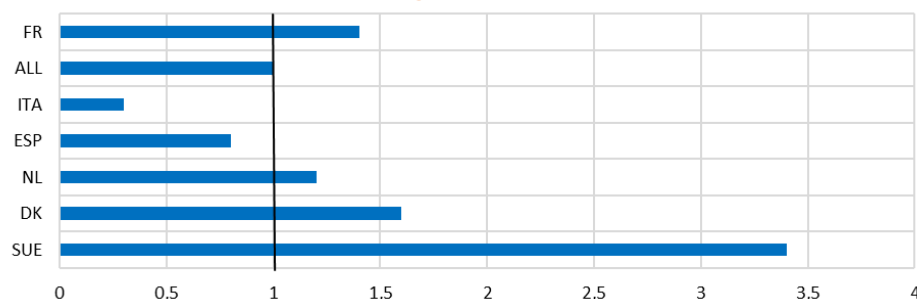
²⁷ *The scale-up gap : Financial market constraints holding back innovative firms in the European Union*, European Investment Bank, 2024, P.16

²⁸ *Learning from Sweden: a blueprint for building resilient European capital markets*, CEPS, 2025, p.20.

²⁹ Selon l'OCDE, le Capital-Risque représente près de 12% des investissements réalisés par les fonds de Capital-Investissement suédois (*The Swedish equity market institutional framework and trends*, OCDE, 2025, p.33)

retraite public suédois, un fond de réserve est notamment entièrement dédié au Capital-Investissement, le fond AP6, avec près de 6 milliards d’euros d’actifs sous gestion³⁰.

Union Européenne
Part dans l'investissement VC européen, rapportée à la part de l'économie dans le PIB européen (2019-2023)



Source : FMI 2023

© Rexecode

Parmi les différents chiffres permettant d’illustrer la capacité de ce modèle à accompagner le développement de scale-ups nationales, on peut notamment citer le nombre d’introductions en bourse réalisées sur le marché coté suédois ces dernières années (823 entre 2016 et 2023, contre 130 en France et 84 en Allemagne sur la même période³¹), ou encore le nombre de licornes suédoises actuellement en activité (46 entreprises à mai 2025, soit un nombre de « licornes » par habitants plus de 5 fois supérieur à la France ou l’Allemagne³²).

Enfin, au-delà du Capital-Investissement, l’existence d’un biais domestique dans l’allocation des actifs choisi par les fonds de pension suédois est clairement visible dans le cas des détentions directes d’actions : Selon les données de l’EIOPA, les actions domestiques représentaient 49% des actions détenues par les fonds de pension professionnels suédois en 2024³³. Sur cet aspect, les fonds de pension professionnels français se distinguent eux-aussi par un biais domestique très important (64% d’actions domestiques). A l’opposé, les fonds de pension néerlandais présentent un biais domestique quasi-inexistant (3% d’actions domestiques), la majorité des actions détenues correspondant à des actions américaines (61%).

Nous venons ainsi de voir que l’Union Européenne présente un déficit d’investissements productifs innovants par rapport aux États-Unis, contribuant à limiter son potentiel de croissance en pesant sur la productivité. L’absence de fonds propres abondants constitue un facteur important, en plafonnant notamment le développement des start-ups et autres jeunes entreprises innovantes, potentiels leaders technologiques dont la structure rend le financement bancaire peu optimal lors de leurs premières phases de développement. Sur ce dernier point, l’absence de capitaux longs abondants à travers le capital-risque demeure préjudiciable.

³⁰ The Swedish equity market institutional framework and trends, OCDE, 2025, p.32

³¹ Ibid, p.23

³² *State of the Swedish Tech Ecosystem*, Dealroom, 2025, p.6

³³ EIOPA Occupational pension statistics, Asset Exposures

Face à ces constats, il convient de se pencher sur le rôle que les principaux acteurs responsables de l'allocation de l'épargne longue des ménages européens, à savoir les investisseurs institutionnels, peuvent jouer.

3. Les investisseurs institutionnels ont un rôle clé à jouer dans l'orientation de l'épargne vers l'investissement productif et l'innovation

Organismes financiers professionnels investissant des capitaux confiés par un tiers, les investisseurs institutionnels constituent des acteurs incontournables lorsque l'on se penche sur la question de l'allocation de l'épargne privée, du fait des volumes d'épargne qu'ils gèrent, des compétences techniques dont ils disposent et de l'horizon de placement long-terme sur lequel ils investissent. L'amélioration de l'accès des entreprises européennes au financement par fonds propres passera ainsi obligatoirement par un renforcement de l'exposition de ces mêmes acteurs institutionnels aux fonds propres (actions cotées et non cotées). Cette condition est particulièrement vraie pour le développement des fonds de capital-risque, l'accompagnement des entreprises de croissance nécessitant la disponibilité d'une large épargne disponible sur le long-terme, avec des acteurs capables d'engager des « tickets » importants à chaque tour de financement³⁴.

Si les investisseurs institutionnels regroupent une vaste catégorie d'acteurs, nous focalisons notre analyse sur deux d'entre eux :

- **Les fonds de pension**, dont le rôle est de gérer l'épargne-retraite des ménages en investissant les cotisations versées afin de financer le versement des prestations futures. Ceux-ci bénéficient d'un horizon de placement particulièrement élevé, l'épargne étant généralement bloquée jusqu'à l'âge de la retraite. Le périmètre des fonds de pension inclus dans les données de la BCE couvre l'ensemble des institutions financières autonomes dont l'accumulation d'actifs financiers en vue de financer le paiement de prestations de retraite constitue le cœur de l'activité. Les plans d'épargne-retraite proposés par les compagnies d'assurance (comme les PER assurantiels en France) ne sont ainsi pas inclus dans ce périmètre³⁵.
- **Les compagnies d'assurance**, qui collectent l'épargne des ménages via des contrats d'assurance-vie. Les modalités du contrat signé (garantie du capital exprimée en euros ou en unités de compte, rachats limités ou non pendant les premières années...) influencent fortement la nature des actifs financiers dans lesquels l'épargne est allouée.

Ces deux catégories d'acteurs comptent pour la grande majorité des actifs financiers détenus « indirectement » par les ménages européens par l'intermédiaire d'investisseurs institutionnels (voir graphique p. 9, Partie 1). Si les OPC constituent une troisième catégorie d'investisseurs institutionnels importante, le fait qu'ils soient majoritairement exposés à

³⁴ Jörg Kukies, Christian Noyer, *Financing innovative ventures in Europe*, 2026, P.8.

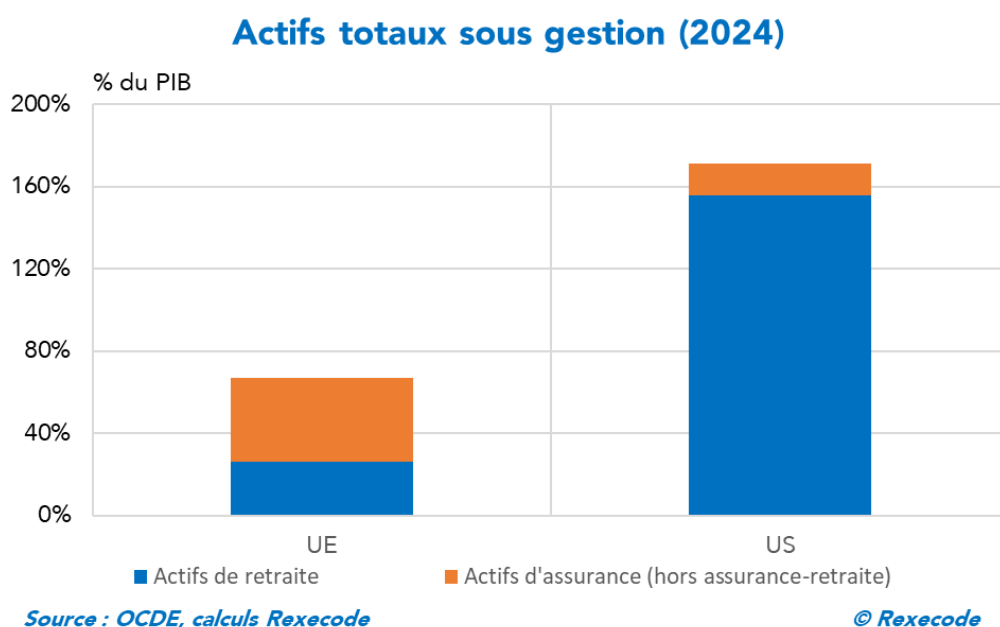
³⁵ European Central Bank (2020), *"New pension fund statistics"*, ECB Economic Bulletin, Issue 7/2020, p.17

l'épargne des ménages de manière indirecte (via les parts d'OPC détenues par les fonds de pension et les assureurs) nous amène à nous concentrer sur ces deux derniers.

Enfin, notre analyse se focalise sur 7 pays européens : les 4 plus grandes économies de l'UE du point de vue du PIB (Allemagne, France, Italie, Espagne), ainsi que 3 économies à forte intermédiation de marché, reposant sur des marchés actions très dynamiques et un niveau de capitalisation boursière rapportée au PIB très élevé (Suède, Pays-Bas, Danemark). Ces derniers nous semblent ainsi pouvoir constituer de potentiels « modèles » dans le rôle joué par leurs acteurs institutionnels dans l'allocation de l'épargne.

a. Un déficit d'épargne institutionnelle européenne directement imputable à la taille de l'épargne-retraite

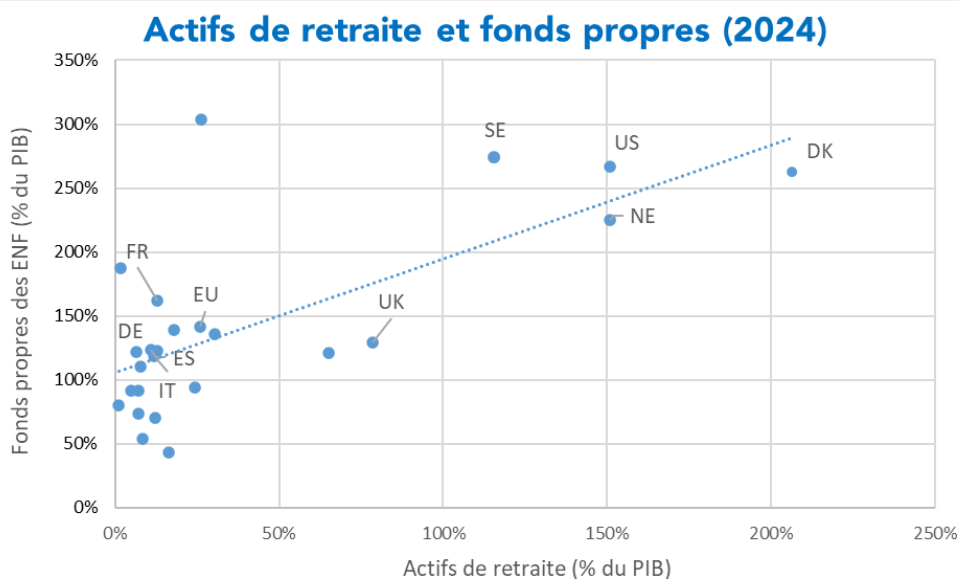
Un premier élément pouvant expliquer le déficit de fonds propres enregistré au sein de l'Union Européenne est le faible volume d'actifs financiers détenus par les institutionnels européens par rapport à leurs homologues américains. Plus précisément, si les volumes détenus rapportés au PIB sont supérieurs au sein de l'UE lorsque l'on s'intéresse aux actifs détenus par les compagnies d'assurance³⁶, l'Union Européenne est pénalisée par son très faible volume d'actifs de retraite, directement imputable à la taille de ses fonds de pension. Ainsi, les actifs détenus par les compagnies d'assurance européennes représentaient 41 % du PIB européen en 2024 (7 342 milliards d'euros), contre 15 % du PIB aux États-Unis (4 396 milliards de dollars). Dans le même temps, les actifs de retraite européens ne représentaient que 26 % du PIB en 2024 (4 725 milliards d'euros), contre 156% du PIB aux États-Unis (44 778 milliards de dollars).



Or, les pays présentant un volume d'actifs de retraite important sont aussi les pays avec le plus grand volume de fonds propres disponibles (voir graph ci-dessous). Assez logiquement,

³⁶ Afin d'éviter un double comptage, nous excluons des actifs d'assurance les actifs détenus dans le cadre de contrats d'assurance-retraite, qui sont déjà inclus dans les actifs de retraite. En incluant l'assurance-retraite, les actifs totaux des assureurs atteignent 49 % du PIB de l'UE, contre 31 % du PIB américain.

ces pays sont aussi ceux qui présentent les systèmes de retraite avec la plus forte dose de capitalisation (voir tableau partie 1, p. 9).



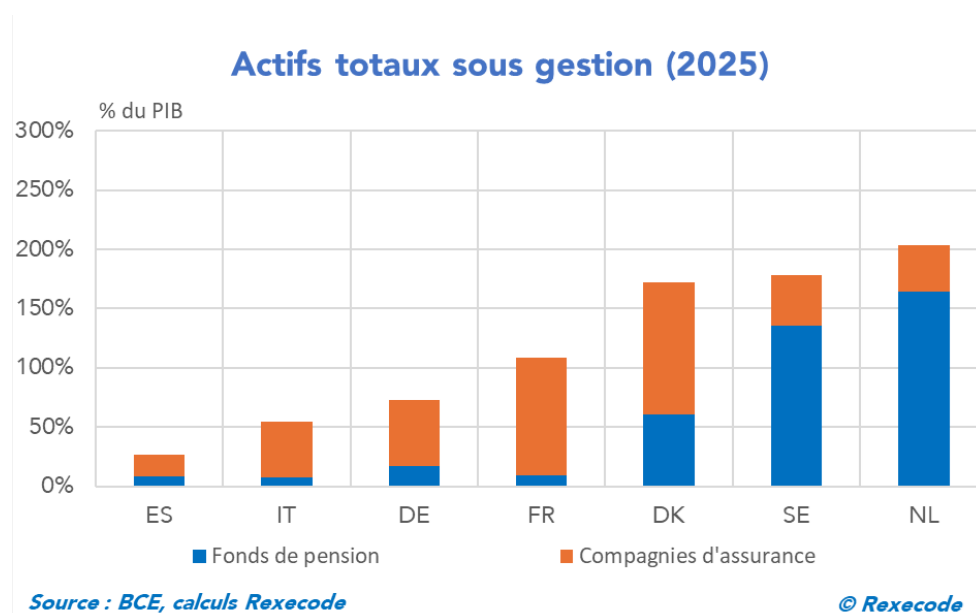
Source : OCDE, calculs Rexecode

© Rexecode

b. Des divergences intra-européennes importantes concernant les volumes détenus et l'allocation-actifs des investisseurs institutionnels

A l'échelle européenne, les données *Quarterly Sector Account* tirées de la BCE (QSA) nous permettent de visualiser les volumes d'actifs détenus par pays, en opérant cette fois une distinction institutionnelle entre compagnies d'assurance (S.128) et fonds de pension (S.129)³⁷.

³⁷ A titre d'exemple, les fonds de pension français identifiés par la BCE incluent les 23 Fonds de Retraite Professionnels Supplémentaires (FRPS) reconnus par l'AMF, entités juridiques autonomes créées pour gérer les engagements de retraite professionnels de certaines compagnies d'assurance (et qui bénéficient d'un cadre réglementaire plus souple que celles-ci).



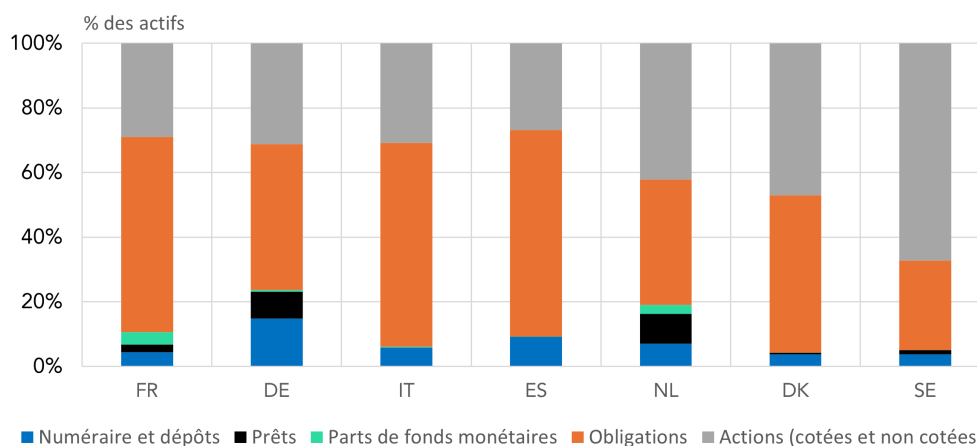
De fortes divergences apparaissent au niveau intra-européen, avec deux groupes distincts : Allemagne, France, Italie et Espagne présentent un faible volume d'actifs totaux sous gestion, caractérisé par une forte domination de l'assurance et des fonds de pension quasi-inexistants. A l'inverse, Danemark, Suède et Pays-Bas se caractérisent par une épargne institutionnelle plus importante, avec des fonds de pension développés. Parmi ces trois pays aux systèmes de retraite fortement capitalisés, la proportion plus forte d'actifs d'assurance au Danemark peut en partie s'expliquer par le rôle important joué par les compagnies d'assurance danoises dans les régimes de retraite professionnels du pays.

Dans un second temps, nous nous basons sur les mêmes données afin de ventiler les actifs détenus par les fonds de pension et les compagnies d'assurance par grande catégorie d'actifs (numéraire et dépôts, prêts, parts d'OPC monétaires, obligations, actions³⁸). Pour ces deux investisseurs institutionnels, les parts d'OPC non monétaires détenues sont transparentisées afin de visualiser les détentions « indirectes » des actifs listés ci-dessus³⁹.

³⁸ Les actions incluent ici les actions cotées et non cotées

³⁹ Cette transparentisation est réalisée en reconstruisant l'exposition moyenne des OPC non monétaires de chaque pays aux différentes classes d'actifs à partir des données de la BCE. Ce processus implique de considérer que les parts d'OPC détenues par les fonds de pension / compagnies d'assurance d'un pays donné correspondent à des OPC opérant dans le même pays (exemple, la majorité des parts d'OPC détenues par les fonds de pension suédois correspondent à des OPC suédois).

Actifs totaux sous gestion des fonds de pension (2025)



Source : BCE, calculs Rexecode

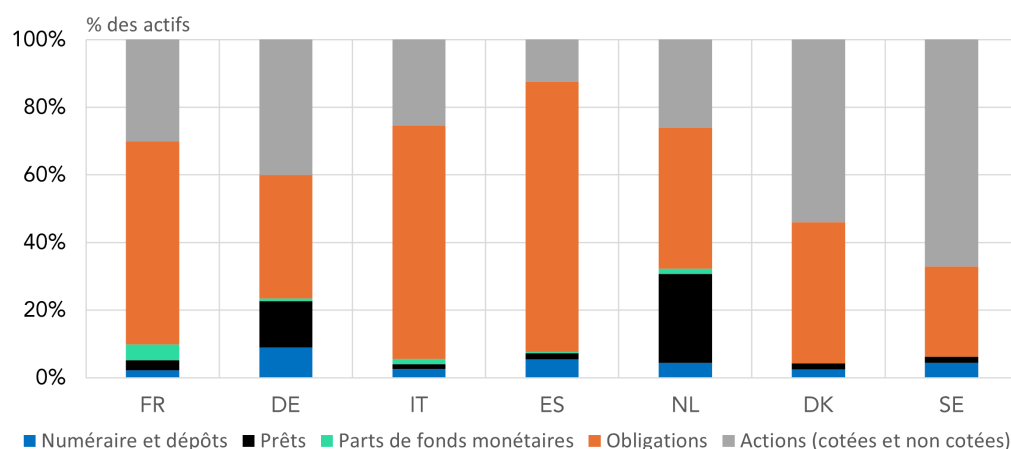
© Rexecode

Sur l'ensemble des pays de l'échantillon, les actifs financiers détenus par les fonds de pension se décomposent principalement entre les obligations (49,7% des actifs détenus en moyenne) et les actions (39,1%), complétés par une petite part d'actifs liquides. L'allocation varie néanmoins entre pays, les pays constitués de fonds de pension développés étant aussi ceux dont les fonds de pension présentent la plus forte exposition aux actions. Les fonds de pension suédois se démarquent particulièrement, les actions comptant pour plus des deux tiers de leurs actifs totaux sous gestion (67,2%).

Dans le cas de la France, il est intéressant de noter que malgré un cadre réglementaire plus souple, la structure des investissements réalisés par les fonds de pension reste très proche de celle des assureurs, dont la détention d'actifs est décomposée dans le graphique suivant (près de 60 % d'obligataire, pour un peu moins de 30 % d'actions). Cette caractéristique s'explique principalement par l'origine des Fonds de Retraite Professionnels Supplémentaires français, résultants du transfert de portefeuilles assurantiels à la suite de la loi Pacte de 2019⁴⁰.

⁴⁰ Les organismes de retraite professionnelle supplémentaire : un nouvel acteur pour l'épargne retraite des Français, Banque de France, novembre 2022, p.10

Actifs totaux sous gestion des assureurs (2025)



Source : BCE, calculs Rexecode

© Rexecode

Si l'allocation des compagnies d'assurance est elle aussi basée sur l'obligataire et les actions, la proportion d'actions détenue par les compagnies d'assurance est plus faible que celle des fonds de pension (36,4% en moyenne). Ceci s'explique par plusieurs raisons : tout d'abord, contrairement à l'épargne-retraite, l'épargne assurantielle n'est pas bloquée jusqu'à l'âge de la retraite et peut faire l'objet de rachats partiels ou totaux, limitant la capacité des compagnies d'assurance à « immobiliser » une large partie de l'épargne dans des actifs illiquides. Ensuite, pour une partie des contrats d'assurance-vie, le capital engagé par l'assuré est garanti en euros, poussant les assureurs à investir principalement dans des actifs sûrs offrant un rendement faible mais régulier, comme les obligations d'état. Enfin, du fait de leur horizon de placement plus long, les fonds de pension bénéficient d'un cadre réglementaire européen plus souple que les assureurs (IORP II pour les premiers, Solvabilité II pour les seconds), avec notamment un volume de capital réglementaire nécessaire plus faible pour investir dans des actifs peu liquides, comme les actions cotées et le non coté dans le cas des fonds.

Comme dans le cadre des fonds de pension, on observe de fortes différences entre pays dans l'allocation réalisée par les compagnies d'assurance, liées en partie à la part des contrats en unité de compte (« Unit-Linked ») dans l'encours total de l'assurance-vie. Ce facteur n'explique néanmoins pas tout, l'Allemagne présentant par exemple une part d'actions plus importante que la France, malgré une part d'engagements associés à des contrats en unité de compte moins élevée⁴¹.

⁴¹ EIOPA, Insurance statistics, Balance Sheet

II.3. Conclusions

L'approche « revenu/patrimoine » et l'approche « production/croissance » concourent à montrer que l'économie française et plus largement européenne bénéficieraient d'une allocation sensiblement plus élevée de l'épargne aux fonds propres.

Cela passe par deux types de leviers : i) des mesures à iso-structure comme l'assouplissement des freins à l'investissement en actions dans les véhicules existants (évoquons par exemple les effets pervers du « profil investisseur » introduit par la directive européenne MiFID 2 qui aboutit à souvent confondre faible connaissance financière et aversion élevée au risque, ou les bénéfices potentiels d'un assouplissement de la garantie année après année de l'assurance-vie) et ii) des mesures plus structurelles comme la systématisation d'une couche de capitalisation dans le financement des retraites, à l'image de la transformation effectuée par la Suède dont le système reposait exclusivement sur la répartition au début des années 1990.

L'exposition aux actions cotées et celle aux actions non cotées ne sont pas alternatives mais plutôt complémentaires. Le bon fonctionnement des marchés financiers apparaît crucial pour favoriser l'investissement dans l'innovation. Il existe une relation positive entre le degré d'intégration et la profondeur de ces marchés financiers, d'une part, et les investissements innovants en amont, d'autre part.

De tels changements seraient à la fois au bénéfice des épargnants et des entreprises, tout en renforçant la souveraineté économique et l'indépendance stratégique du pays et du continent. Il y va de la modernisation de notre écosystème financier, aujourd'hui insuffisamment orienté vers le risque, et à terme sans doute de la préservation de notre modèle social.

Annexes

Annexe I

Afin d'assurer la comparabilité internationale des données sur le patrimoine financier et immobilier des ménages, nous avons choisi d'utiliser les comptes financiers et non-financiers annuels de l'OCDE. Ce choix repose sur des considérations à la fois méthodologiques et pratiques, en comparaison avec les autres grandes sources disponibles, notamment les *Quarterly Sector Accounts* (QSA) de la BCE pour l'Europe et les *Flow of Funds* de la Réserve fédérale pour les États-Unis.

Les données de l'OCDE sont issues des comptes financiers sectoriels nationaux, établis selon le Système de comptabilité nationale 2008 (SNA 2008), commun à l'ensemble des pays de notre étude. L'intérêt de cette base ne réside donc pas dans la norme comptable, déjà commune, mais dans le travail d'harmonisation réalisé par l'OCDE. Celle-ci veille à aligner les séries des différents pays sur un même niveau de révision et à présenter des indicateurs construits de manière cohérente.

Cette harmonisation est particulièrement utile pour certains actifs comme les actions. Aux États-Unis, les comptes de la Réserve fédérale classent les actions selon la forme juridique des entreprises (*corporate equities vs equity in non-corporate business*), sans distinguer actions cotées et non cotées. À l'inverse, la BCE opère directement une ventilation entre les actions cotées et non cotées. Les bases harmonisées de l'OCDE permettent ainsi d'obtenir des séries comparables entre pays, en retraçant notamment les données américaines pour les aligner sur une classification homogène des catégories d'actifs.

Au-delà des données OCDE et des comptes sectoriels trimestriels, mentionnés plus haut, pour la comparaison des patrimoines globaux, immobiliers et financiers, d'autres sources ont été mobilisées pour obtenir une vision plus complète de l'allocation de l'épargne des ménages. Afin de pouvoir analyser la distribution du patrimoine par quintile/décile de population, nous nous sommes notamment appuyés sur les données de la *World Inequality Database* (WID) développée au sein de la Paris *School of Economics* (PSE). Cette source de données sur la répartition des revenus et du patrimoine net au sein d'une centaine de pays présente l'avantage de permettre des comparaisons entre pays européens et non européens sur une même base de calcul, 2023 étant l'année la plus récente disponible. De plus, contrairement à d'autres sources ne donnant que le patrimoine net médian ou moyen par quintile/décile, la WID permet aussi d'obtenir la part du patrimoine net total détenu par chaque strate de la distribution.

Nous complétons ces données avec celles issues d'enquêtes conduites à l'échelle régionale (*Household Finance and Consumption Survey* de la BCE) ou nationale (*Survey of Consumer Finances* de la Fed) pour obtenir une idée des différences de détention en direct d'actions par catégorie de revenu et par âge à travers différents pays. Le HFCS a cependant pour désavantage de ne proposer des données que pour les pays de la zone euro et non pas de l'UE dans son ensemble, excluant ainsi les pays scandinaves.

Afin de réaliser la transposition des détentions par actifs financiers, nous nous appuyons principalement sur trois sources :

-
- Les données transparisées des ménages européens à travers les OPC non monétaires calculées par la BCE sur la base des travaux de Caravilho et Schmitz (2021). La transparisation de ces fonds d'investissement s'appuie elle-même sur l'usage d'une base de données granulaire, non accessible au public sur les détentions des fonds d'investissements européens au sein de la zone euro (*Security Holding Statistics* ou SHS).
 - Les travaux récents de Lappe et Pinkus (2025) sur la transparisation des détentions d'actifs à travers les compagnies d'assurance et fonds de pension. Ces travaux constituent, à notre connaissance, l'une des approches les plus abouties dans la littérature actuelle pour tenter de transparer les détentions détenues à travers ce type d'intermédiaires financiers en Europe.
 - Pour le cas spécifique des Etats-Unis, les comptes financiers de la Réserve Fédérale offrent une distinction très utile entre les détentions directes et indirectes (réalisées à travers des fonds communs de placement, fonds de pension à cotisations définies et compagnies d'assurance-vie) d'actions et de titres de dette des ménages.

Enfin, pour étudier l'allocation géographique de l'épargne, nous complétons les données des comptes sectoriels trimestriels de la BCE par celles de la base *Portfolio Investment Positions by Counterpart Economy (PIP)* du FMI. Les données de la BCE trouvent leur limite dans le fait qu'elles n'offrent qu'une répartition binaire des détentions d'actifs avec une contrepartie (i) domestique ou (ii) appartenant au reste du monde. À l'inverse, les données du FMI offrent une vision des détentions d'investissements de portefeuille avec une logique bilatérale, pays par pays.

Annexe II.1 : Description du problème de maximisation du ratio de Sharpe pour un portefeuille à deux actifs

Supposons un portefeuille d'actifs risqués séparé en deux grandes catégories :

- Des actions (a) générant un rendement total post-imposition R_a et induisant une volatilité mesurée par l'écart-type σ_a
- Des obligations (o) générant un rendement total post-imposition R_o et induisant une volatilité mesurée par l'écart-type σ_o

Le rendement total de ce portefeuille risqué (R_{pr}) est donné par :

$$R_{pr} = w_a R_a + w_o R_o$$

La variance du portefeuille risqué :

$$\sigma_{pr}^2 = \sigma_a^2 w_a^2 + \sigma_o^2 w_o^2 + 2 w_a w_o \sigma_a \sigma_o \text{corr}(R_a, R_o)$$

Où w_a et w_o désignent, respectivement les parts d'actions et d'obligations détenus au sein du portefeuille risqué.

Rappelons que le ratio de Sharpe s'exprime comme :

$$S = \frac{R_{pr} - R_f}{\sigma_{pr}}$$

Ainsi, le problème de maximisation à résoudre est le suivant :

$$\max_{w_a, w_o} \frac{(w_a \times R_a + w_o \times R_o) - R_f}{\sqrt{\sigma_a^2 w_a^2 + \sigma_o^2 w_o^2 + 2 w_a w_o \sigma_a \sigma_o \text{corr}(R_a, R_o)}}$$

Sous contrainte de,

$$w_a + w_o = 1$$

$$w_a \geq 0 \text{ et } w_o \geq 0$$

Les deux dernières contraintes impliquent que les ménages ne peuvent pas procéder à des ventes à découvert dans la gestion de leur allocation.

Les solutions au problème de maximisation aboutissant à la génération du portefeuille risqué optimal sont :

$$w_a^* = \frac{(R_a - R_f)\sigma_o^2 - (R_o - R_f)\sigma_a \sigma_o \text{corr}(R_a, R_o)}{(R_a - R_f)\sigma_o^2 + (R_o - R_f)\sigma_a^2 - (R_a + R_o - 2R_f)\sigma_a \sigma_o \text{corr}(R_a, R_o)}$$

Et,

$$w_o^* = 1 - w_a^*$$

Annexe II.2 : Dérivation de la part optimale du portefeuille risqué dans l'épargne financière totale des ménages

Dans un modèle dit de « moyenne-variance », un ménage représentatif présente la fonction d'utilité suivante :

$$U = R_t - \frac{1}{2} A \sigma_t^2$$

Cette dernière exprime le fait que le ménage tire sa satisfaction du rendement qu'il obtient de son épargne financière (R_t) mais éprouve de l'insatisfaction à l'égard du risque (σ_t^2). Cette perception négative du risque est plus ou moins pesante selon le degré d'aversion au risque (A) du ménage.

Le rendement de l'épargne financière se définit comme :

$$R_t = w_{pr} R_{pr} + (1 - w_{pr}) R_{nd} = R_{nd} + w_{pr} (R_{pr} - R_{nd})$$

Où R_{pr} désigne le rendement du portefeuille risqué et R_{nd} le rendement du numéraire et des dépôts.

Etant donné que $\sigma_{nd} \approx 0$, la variance de l'épargne financière totale se simplifie à :

$$\sigma_t^2 = w_{pr}^2 \sigma_{pr}^2$$

On peut donc exprimer le problème de maximisation de l'utilité du ménage représentatif comme :

$$\max_{w_{pr}} R_{nd} + w_{pr} (R_{pr} - R_{nd}) - \frac{1}{2} A w_{pr}^2 \sigma_{pr}^2$$

Sous contrainte de,

$$0 \leq w_{pr} \leq 1$$

La solution analytique à ce problème donne bien :

$$w_{pr}^* = \frac{R_{pr} - R_{nd}}{A \times \sigma_{pr}^2}$$

Bibliographie

Section I – État des lieux de l'allocation de l'épargne

- AFG-OEE, L'épargne des Européens (rapport conjoint AFG / Observatoire de l'Épargne Européenne), 2025
- Arrondel, L. & Masson, A. (Institut Louis Bachelier), Allocation de l'épargne et investissement de long terme, Opinions et Débats, n° 6, 2024
- Bachellerie, A., Charavel, C. & Pfister, C., La destination finale des placements financiers des ménages avant et pendant la crise, Bulletin de la Banque de France, n° 205, 2016
- Berthier, P., Une relation financière transatlantique doublement asymétrique, Point d'actualité n°329, Rexecode, 2025.
- Boutillier, M., Labye, A., Lagoutte, C., Lévy, N., Mpacko Priso, A., Oheix, V., Justeau, S. & Séjourné, B., Placements des ménages en Europe : le rôle des intermédiaires financiers se transforme en profondeur, Économie et Statistique, n° 354, 2002
- Bruegel, Household savings in the EU: too much cash, not enough equity, 2024
- Carvalho, D. & Schmitz, M., Shifts in the portfolio holdings of euro area investors in the midst of COVID-19: looking-through investment funds, ECB Working Paper Series n° 2526, 2021
- Lappe, M. & Pinkus, D., Plugging Europe's investment gap: understanding the potential of leveraging institutional investors, Working Paper 17/2025, Bruegel, 2025
- Letta, E., Much more than a market – Speed, Security, Solidarity: Empowering the Single Market to deliver a sustainable future and prosperity for all EU Citizens (rapport au Conseil européen), 2024
- Modigliani, F., The Life Cycle Hypothesis of Saving, the Demand for Wealth and the Supply of Capital, Social Research, vol. 33, n° 2, 1966
- Noyer, C., Développer les marchés de capitaux européens pour financer l'avenir (rapport au ministre de l'Économie et des Finances), 2024
- Patel, K.B. & Sordo Palacios, S.I., UK Pension Market Stress in 2022 — Why It Happened and Implications for the U.S., Chicago Fed Letter, n° 480, 2023
- Tanguy, H. & Jolivet, C., Rapport parlementaire sur l'épargne populaire et son orientation vers le financement de l'économie française, 2025

Section II.1 – L'axe revenu/patrimoine

- AFG, Biais géographiques des gestionnaires d'actifs français dans l'allocation actions, rapport AFG, 2024
- Antonin, C., Plane, M. & Sampognaro, R., Effets de richesse immobilière et financière sur la consommation des ménages français, Revue de l'OFCE, n° 151, 2017

-
- Arrondel, L. & Masson, A., Mesurer les préférences des épargnants : comment et pourquoi (en temps de crise) ?, *Économie et Statistique*, n° 467-468, 2014
 - Arrondel, L., Lamarche, P. & Savignac, F., Wealth Effects on Consumption across the Wealth Distribution: Empirical Evidence, Working Paper n° 552, Banque de France, 2015
 - Aviat, A., Bricongne, J.-C. & Pionnier, P.-A., Richesse et consommation des ménages : une approche par les actifs financiers et immobiliers, *Économie et Statistique*, n° 405, 2007
 - Bekhtiar, K., Fessler, P. & Lindner, P., Risky Assets in Europe and the US: Risk Vulnerability, Risk Aversion and Economic Environment, ECB Working Paper Series n° 2270, 2019
 - Benoteau, I. & Meslin, O., Les prélèvements obligatoires sur le capital des ménages : comparaisons internationales, rapport particulier n° 5, Conseil des prélèvements obligatoires, 2017
 - Bernanke, B., Gertler, M. & Gilchrist, S., The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework, in Taylor & Woodford (eds.), *Handbook of Macroeconomics*, vol. 1, 1999
 - Calcagno, R. & Monticone, C., Financial Literacy and the Demand for Financial Advice, *Journal of Banking and Finance*, vol. 50, 2015
 - De Bondt, G. et al., The euro area housing market: developments, macroprudential policy and competitiveness, ECB Occasional Paper n° 226, 2019
 - Foerster, S., Linnainmaa, J.T., Melzer, B. & Previtero, A., Retail Financial Advice: Does One Size Fit All?, *The Journal of Finance*, vol. 72, n° 4, 2017
 - Guiso, L. & Paiella, M., Risk Aversion, Wealth, and Background Risk, *Journal of the European Economic Association*, vol. 6, n° 6, 2008
 - Harris, M. & Raviv, A., Differences of Opinion Make a Horse Race, *Review of Financial Studies*, vol. 6, n° 3, 1993
 - Iacoviello, M., House Prices, Borrowing Constraints, and Monetary Policy in the Business Cycle, *American Economic Review*, vol. 95, n° 3, 2005
 - Kirchner, R. & Tardivo, A., Épargne des ménages, fiscalité et allocation d'actifs, document de travail France Stratégie, n° 2017-03, 2017
 - Lintner, J., The Aggregation of Investor's Diverse Judgments and Preferences in Purely Competitive Security Markets, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 4, n° 4, 1969
 - Malmendier, U. & Nagel, S., Depression Babies: Do Macroeconomic Experiences Affect Risk Taking?, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 126, n° 1, 2011
 - Pfister, C., Fiscalité de l'épargne et choix de portefeuille des ménages français, *Revue d'économie financière*, n° 131, 2018
 - Roll, R., A Critique of the Asset Pricing Theory's Tests, *Journal of Financial Economics*, vol. 4, n° 2, 1977
 - Sharpe, W.F., Mutual Fund Performance, *Journal of Business*, vol. 39, n° 1, 1966
 - Stefan, Matthias & Holmen, Martin & Holzmeister, Felix & Kirchner, Michael & Wengström, Erik, You Can't Always Get What You Want: An Experiment on Finance Professionals' Decisions for Others, SSRN, 2023.

- Thomas, L., Mesurer l'aversion au risque des ménages : approches et limites, Revue d'économie financière, n° 124, 2016
- Tobin, J., Liquidity Preference as Behavior towards Risk, Review of Economic Studies, vol. 25, n° 2, 1958
- Vissing-Jørgensen, A., Perspectives on Behavioral Finance: Does "Irrationality" Disappear with Wealth? Evidence from Expectations and Actions, NBER Macroeconomics Annual, vol. 18, 2003

Section II.2 – L'axe production/croissance

- Aghion, P. & Howitt, P., A Model of Growth through Creative Destruction, Econometrica, vol. 60, n° 2, 1992
- Akcigit, U., Dinlersoz, E., Greenwood, J. & Penciakova, V., Synergizing Ventures, Journal of Economic Dynamics and Control, vol. 143, 2022
- Banque de France, Les organismes de retraite professionnelle supplémentaire : un nouvel acteur pour l'épargne retraite des Français, Bulletin de la Banque de France, n° 244, 2022
- CCIA (Computer & Communications Industry Association), An Analysis of the Performance of European Venture Capital Funded Startups, 2026
- CEPS (Centre for European Policy Studies), Learning from Sweden: A Blueprint for Building Resilient European Capital Markets, 2025
- CEPR (Centre for Economic Policy Research), How Large is the Investment Gap in the EU and How to Close It?, 2025
- Didier, M. et Koleda, G., Sortir l'économie française de l'enlisement par une réelle volonté de croissance, Rexecode, Document de Travail n°95, 2025.
- EBAN (European Business Angels Network), EBAN Statistics Compendium 2024, 2024
- FMI, Global Financial Stability Report, 2024
- Greenwood, J., Han, P. & Sánchez, J.M., Venture Capital: A Catalyst for Innovation and Growth, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, vol. 104, n° 2, 2022
- Kukies, J. & Noyer, C., Financing Innovative Ventures in Europe, 2026
- Noyer, C., Développer les marchés de capitaux européens pour financer l'avenir (rapport au ministre de l'Économie et des Finances), 2024
- Romer, P.M., Endogenous Technological Change, Journal of Political Economy, vol. 98, n° 5, 1990
- Wilson, K., Hellmann, T. & Duruflé, G. (Bruegel), From Start-up to Scale-up: Examining Public Policies for the Financing of High-Growth Ventures, Bruegel Working Paper, 2017

Documents de travail récemment parus

<i>Climat - une nouvelle ambition économique pour la France</i>	N° 102 - avril 2026
<i>Etude Rexecode-SKEMA de la compétitivité des exportations françaises auprès des importateurs étrangers</i>	N° 101 - mars 2026
<i>La compétitivité française en 2025</i>	N° 100 - janvier 2026
<i>Bilan d'ensemble de l'expérience française d'impôt sur la fortune</i>	N° 99 - janvier 2026
<i>La durée effective du travail et sa quantité en France et en Europe en 2024</i>	N° 98 - décembre 2025
<i>Bilan des prélèvements obligatoires, édition 2025</i>	N° 97 - juillet 2025
<i>Etude Rexecode-SKEMA de la compétitivité des exportations françaises auprès des importateurs étrangers</i>	N° 96 - juin 2025
<i>Sortir l'économie française de l'enlisement par une réelle volonté de croissance</i>	N° 95 - juin 2025
<i>La compétitivité française en 2024 - un nouvel équilibre : plus de production, moins d'importation, plus de services, moins de biens</i>	N° 94 - février 2025
<i>La surfiscalisation du travail qualifié en France - Conséquences économiques et enjeux pour les entreprises des secteurs représentés par la Fédération Syntec</i>	N° 93 - janvier 2025

Rexecode

Centre de Recherche pour l'Expansion
de l'Économie et le Développement des Entreprises

Siège social : 24 place du Général Catroux • 75017 Paris
Téléphone : +33 (0)1 53 89 20 89

Association régie par la loi du 1^{er} juillet 1901 • APE 9412 Z • SIRET 784 361 164 00048 • TVA FR 80 784 361 164
www.rexecode.fr • x.com/Rexecode

ISSN : 1956-0486