

RELANCER L'INNOVATION EN EUROPE EN DÉVELOPPANT L'ÉPARGNE ET LES CAPITAUX LONGS

Comblent plus de 19 000 milliards d'euros de déficits
de capitalisation boursière et d'épargne retraite
dans l'Union européenne

Cécile Philippe et Nicolas Marques

Mai 2025





L'Institut économique Molinari (IEM) est un organisme de recherche et d'éducation dont la mission est de favoriser une meilleure compréhension des phénomènes et défis économiques, en les rendant accessibles au grand public. A cet effet, il effectue des recherches scientifiques, organise des cercles de réflexion, édite des publications, propose des formations et toutes formes d'enseignement en ce sens.

L'IEM est une organisation à but non lucratif, financée par les cotisations volontaires de ses membres, individus, fondations ou entreprises. Affirmant son indépendance intellectuelle, il n'accepte aucune subvention publique.

Reproduction autorisée à des fins éducatives et non commerciales à condition de mentionner la source.

Photo : AdobeStock, Abstract Portrait of a Man with Neon Light Trails in Cityscape

©2025 Institut économique Molinari

978-2-931091-30-2

Dépôt légal 2^{ème} trimestre 2025.

Contact : postmaster@institutmolinari.org

Site Internet : www.institutmolinari.org

RELANCER L'INNOVATION EN EUROPE EN DEVELOPPANT L'EPARGNE ET LES CAPITAUX LONGS

**Comblent plus de 19 000 milliards d'euros de déficits
de capitalisation boursière et d'épargne retraite
dans l'Union européenne**

Mai 2025

Cécile Philippe et Nicolas Marques

Institut Économique Molinari | Paris-Bruxelles

SOMMAIRE

| | |
|--|----|
| LE DEFICIT D'EPARGNE LONGUE EUROPEEN SE LIMITE-T-IL A 300 MILLIARDS ?..... | 6 |
| UN RETARD EUROPEEN DANS L'INNOVATION LIE AU FINANCEMENT | 7 |
| LES CAPITAUX LONGS, CLES DU LEADERSHIP, FONT DEFOUT EN EUROPE | 9 |
| LE DEFICIT EUROPEEN DE CAPITALISATION BOURSIERE : 19 300 MILLIARDS..... | 12 |
| LE DEFICIT EUROPEEN DE CAPITALISATION RETRAITE : 19 700 MILLIARDS..... | 14 |
| LE MYTHE D'UNE EPARGNE ASSURANTIELLE COMPENSANT LE DEFICIT D'EPARGNE RETRAITE..... | 16 |
| GENERALISER LES FONDS DE PENSION EST INCONTOURNABLE POUR L'ECONOMIE..... | 20 |
| LISTE DES FIGURES ET TABLEAUX..... | 21 |
| BIBLIOGRAPHIE..... | 22 |
| NOTES..... | 25 |

LE DEFICIT D'ÉPARGNE LONGUE EUROPEEN SE LIMITE-T-IL A 300 MILLIARDS ?

Le retard européen pourra-t-il être résorbé avec les plans d'action mis en œuvre par la Commission européenne et les différents pays européens, visant notamment à mieux réallouer l'épargne pour financer l'investissement productif ?

Rien n'est moins sûr car, à défaut de changements structurels, il sera impossible de rattraper le retard qui s'est accumulé. Si l'ampleur du déclassement européen ne fait pas débat, si l'importance de l'épargne est fréquemment soulignée, il est à craindre que la réponse européenne soit très en deçà des enjeux, en raison d'une mauvaise évaluation du déficit européen d'épargne longue.

Selon le gouverneur de la Banque de France « nous ne manquons pas de capital, mais nous manquons de marchés de capitaux et de façon générale d'intermédiation financière qui est beaucoup plus forte aux États-Unis »¹. En marge du forum de Davos, François Villeroy de Galhau considérait, il y a quelques semaines, qu'« il est temps d'actionner les leviers que nous avons en Europe » pour investir en mettant en avant « une ressource dont on ne parle jamais : l'épargne privée ». Selon lui, celle-ci serait particulièrement « abondante » mais ne profiterait pas assez aux entreprises européennes : « il y a 300 milliards d'euros d'épargne des Européens qui vont s'investir hors d'Europe, et d'abord aux États-Unis », a-t-il souligné. « Récupérons ces 300 milliards pour faire face aux besoins d'investissement que nous avons en Europe » (...) Utilisons nos atouts », a-t-il lancé.

A la lumière de l'évaluation des enjeux économiques, ce chiffre de 300 milliards, repris à l'unisson par plusieurs dirigeants européens², peut paraître notoirement sous-évalué, voire anecdotique.

A titre d'illustration, les besoins supplémentaires d'investissement sont estimés à plus de 750 milliards d'euros par an entre 2025-2030 dans le rapport Draghi³ - dont 450 milliards pour la transition énergétique⁴ et près de 300 milliards par an pour combler le retard dans le digital et la productivité – et les besoins de réarmement de l'Union européenne sont chiffrés à 800 milliards⁵. A cela s'ajoutent les chantiers nationaux, avec par exemple une relance du nucléaire français évaluée à 80 milliards d'euros⁶ ou la remise à niveau des infrastructures allemandes évaluée à 500 milliards⁷.

Dans sa *Boussole de l'UE pour regagner en compétitivité et garantir une prospérité durable*, la Commission met en avant l'enjeu que représente un meilleur financement de la compétitivité. Elle souligne que « L'UE manque d'un marché des capitaux efficace capable de transformer l'épargne en investissements ». D'où le projet visant à mettre en place une Union Européenne de l'épargne et des investissements⁸ dans le but de « créer de nouveaux produits d'épargne et d'investissement, d'encourager les investissements en capital-risque et de garantir que les investissements circulent sans discontinuité dans toute l'UE »⁹.

Mais cette approche risque d'être très en deçà des besoins, en raison d'une sous-évaluation caractérisée des enjeux. Comme le montre ce travail, le déficit réel d'épargne longue est, en effet, sans aucun rapport avec les ordres de grandeur habituellement mis en avant.

UN RETARD EUROPEN DANS L'INNOVATION LIE AU FINANCEMENT

L'absence de leaders européens dans les domaines des technologies innovantes est devenue une caractéristique du paysage économique et industriel. Comme l'ont décrit Fuest et ses co-auteurs (2024)¹⁰, l'Europe est piégée dans une spécialisation de technologie intermédiaire, marquant une divergence profonde entre l'Europe et les Etats-Unis.

Alors que les deux entités étaient encore fortement investies dans l'industrie automobile en 2003, les voies de développement ont ensuite différé, avec une industrie technologique américaine à la pointe de la recherche & développement (R&D) tandis que l'Europe restait fortement dépendante de l'industrie automobile. Vingt-cinq ans plus tard, l'industrie automobile représente encore les gros bataillons de la R&D allemande, alors qu'aux USA l'automobile et les laboratoires pharmacologiques ont été remplacés par les industries de la nouvelle révolution industrielle, à savoir les technologies de l'information et des communications.

L'Europe est coincée dans des domaines traditionnels, qui connaissent néanmoins des évolutions technologiques majeures, sur lesquelles l'industrie européenne ne parvient pourtant pas à être leader. Le continent européen se révèle dans son ensemble incapable de diriger l'innovation dans les secteurs les plus prometteurs en termes de création de valeur ajoutée.

Le rapport¹¹ de l'ancien président de la Banque centrale européenne (BCE) sur le futur de la compétitivité en Europe (septembre 2024) arrive à la même conclusion lorsqu'il souligne le manque de croissance en Europe par rapport aux Etats-Unis au cours des 20 dernières années. La croissance est liée à la production, qui dépend elle-même de l'ensemble de la force de travail et du nombre d'heures travaillées. Sur ces deux critères, l'Europe est à la traîne avec une croissance plus faible de la population et moins d'heures travaillées. Ce qui est frappant, c'est le décalage de productivité entre l'Europe et les US depuis 2000. Comme l'explique l'historien, expert des questions économiques, Adam Tooze, « quand on cherche à expliquer la productivité du travail, un élément évident à regarder est l'investissement. Des travailleurs avec plus de capital ont tendance à être plus productifs »¹².

Au niveau macroéconomique, l'investissement n'est pas au niveau de ce qu'il faudrait pour relever les défis de la productivité et de la croissance. Cela semble tenir en grande partie à un investissement en R&D plus faible des entreprises en Europe qui n'est, selon l'OCDE, que de 1,2 % du PIB contre 2,4 % aux Etats-Unis¹³. Pourtant, l'Europe s'était fixée en 2002 l'objectif d'atteindre un montant d'investissement équivalent à 3 % du PIB¹⁴, seuil qu'elle n'est jamais parvenue à atteindre.

De nombreuses raisons sont invoquées pour expliquer ce manque d'investissement global, tout particulièrement visible en Europe dans son incapacité à « créer de nouvelles entreprises technologiques et diffuser les technologies numériques dans l'économie »¹⁵.

Pour beaucoup d'analystes, la création et le développement d'entreprises en Europe sont entravés par la fragmentation du marché, les contraintes liées au capital-risque et l'insuffisance du soutien à l'innovation. C'est la position que défend la Commission selon laquelle « Les jeunes entreprises européennes ont du mal à se développer au sein du marché unique en raison de la persistance de barrières réglementaires »¹⁶. Elle souligne aussi qu'elles ont également moins accès au capital-risque et à d'autres formes de capital-risque que leurs homologues américaines : la part des fonds de capital-risque mondiaux levés dans l'UE n'est que de 5 %, contre 52 % aux États-Unis et 4 % en Chine en 2023 selon la Banque Européenne d'Investissement¹⁷.

Pour la Commission ces deux facteurs se renforcent mutuellement : les perspectives de croissance plus faibles des jeunes entreprises européennes et les coûts d'échec plus élevés affaiblissent leur attrait aux yeux des investisseurs. En conséquence, nombre d'entre elles recherchent des financements aux Etats-Unis et s'y installent pour bénéficier d'un marché et d'une clientèle plus vastes.

LES CAPITAUX LONGS, CLES DU LEADERSHIP, FONT DEFAULT EN EUROPE

Le bon positionnement de la Grande-Bretagne, de la France et de l'Allemagne dans la première révolution industrielle est historiquement lié à l'existence d'un stock d'épargne significatif et à son drainage au profit des chantiers de l'époque, qu'il s'agisse de l'infrastructure (canaux, chemins de fer...) ou de l'industrie. Ce drainage fut opéré initialement par les notaires, au cœur du marché des capitaux avant le développement des banques, des bourses puis la montée en puissance de l'épargne des classes moyennes voire populaires (caisses d'épargne, épargne retraite des friendly societies ou sociétés de secours mutuels...). L'abondance d'épargne a permis et amplifié la croissance des années 1890-1914, marquées par l'essor de la chimie, de l'électricité, de l'automobile, puis de l'aéronautique.

Une rupture s'opère au moment de la seconde guerre mondiale entre les Etats-Unis et l'Europe. Aux Etats-Unis, le financement des entreprises était à l'origine assez proche avec une prédominance de la dette et des actions sans droit de vote au sortir de la Guerre civile. Cette configuration permettait, comme en Europe, de protéger les prêteurs des risques associés à l'asymétrie de l'information et d'éviter la dilution du capital des actionnaires. Mais, un changement d'échelle s'opère au moment de la seconde guerre mondiale avec l'émergence du capital-risque.

L'explosion du « venture capital » rend possible le démarrage d'activités à risque, sans faire appel massivement au crédit qui était alors dominant, les marchés d'actions cotées étant adaptés aux entreprises avec une certaine ancienneté. Les fonds de capital-risque investissent dans des titres non cotés, ce qui va rendre possible le développement d'une multitude d'entreprises dans des secteurs technologiques¹⁸.

Dans la deuxième moitié du XX^{ème} siècle, les progrès dans la quantification et la gestion du risque vont permettre d'offrir une clientèle aux fonds communs de placement (mutual fund) en plein développement. Les évolutions réglementaires – avec notamment la levée des blocages empêchant les fonds de pension d'investir dans le capital risque – vont élargir cette clientèle et contribuer à rendre possible la multiplication des investissements non cotés.

La mise en place du Nasdaq en 1971 va favoriser la croissance des entreprises de la tech, en leur donnant accès au marché des actions cotées. A l'origine perçu comme une antichambre du New York Stock Exchange destiné aux entreprises trop petites pour être cotées, le Nasdaq va s'imposer comme une alternative durable, un nombre significatif d'entreprises ne l'ayant jamais quitté.

Cette configuration nord-américaine – avec un écosystème complet de financement de l'innovation du capital risque au marché boursier, alimenté par les capitaux d'investisseurs longs tels que les fonds de pension à tous les stades de développement – fait défaut en Europe. De nombreux pays en Europe, ruinés par les deux guerres mondiales, vont faire le choix de ne pas chercher à redévelopper leurs capitalisations retraites, mises à mal par l'inflation ou les confiscations des capitaux liées à la guerre, et s'appuyer quasi exclusivement sur des régimes de retraite par répartition.

Dans les années d'après-guerre, marquée par les plans administrés de reconstruction et notamment le plan Marshall, le redéveloppement de l'épargne retraite n'apparaît pas comme une priorité. En Italie, France ou Allemagne, les PME ou ETI ont réussi à se redresser en finançant leur croissance incrémentale par autofinancement, grâce au crédit bancaire ou aux investissements des assureurs. Mais ces modes de financement ne sont pas adaptés au financement d'innovations de rupture, d'autant plus que la capacité de financement des banques et d'investissement des assureurs est

désormais drastiquement limitée par la réglementation prudentielle (Bale, Solvency...) qui renforce le rôle clé des fonds de pension.

Cela contribue à l'accumulation des retards dans les domaines innovants, la montée de la dépendance européenne, voire la perte de souveraineté.

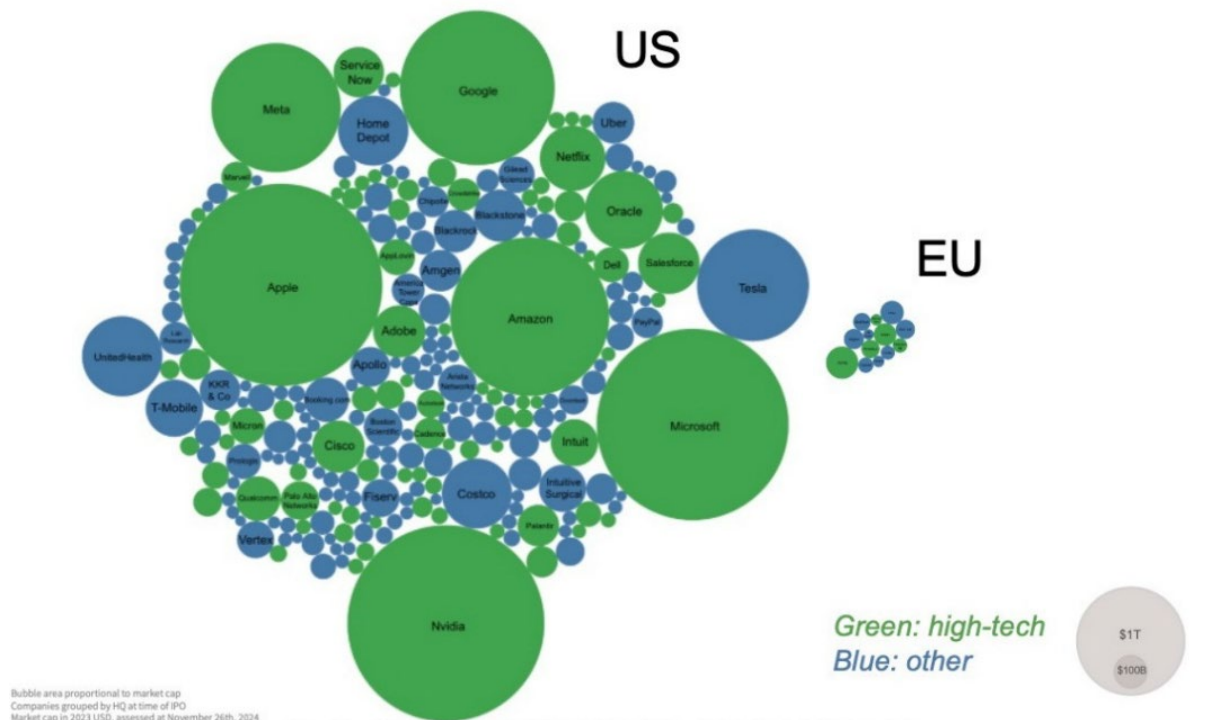
L'impressionnant dynamisme des entreprises américaines du numérique, de la tech tranche avec les difficultés des européens, comme l'a souligné Andrew McAfee (Figure 1). Il est en partie lié à l'abondance de l'épargne retraite – placée en grande partie en actions – qui irrigue l'innovation par l'intermédiaire du Nasdaq (Figure 2).

Fin 2023, les Etats-Unis disposaient de 241 entreprises cotées en bourse âgées de moins de 50 ans ayant une capitalisation boursière de plus de 10 milliards de dollars. Ces entreprises représentaient au global une capitalisation de 29 566 milliards de dollars.

Au même moment, l'Union européenne disposait de 14 entreprises cotées en bourse âgées de moins de 50 ans (soit 17 fois moins que les Etats-Unis) et ayant une capitalisation boursière de plus de 10 milliards de dollars, pour un total de 434 milliards de dollars (soit 68 fois moins que les Etats-Unis)¹⁹. Parmi ces 14 entreprises, 3 d'entre elles - Spotify, BioNTech et Icon - représentant un tiers de la capitalisation européenne (139 milliards de dollars) étaient cotées aux Etats-Unis.

Dans un monde où le haut de bilan sert à financer l'innovation et le manque de capitaux propres rime avec retard, l'Europe est mécaniquement déclassée par rapport aux Etats-Unis, mais aussi à la Chine.

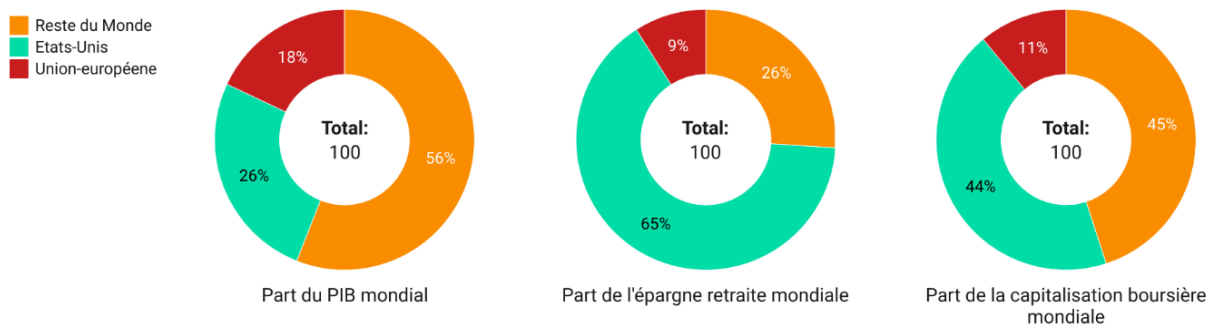
Figure 1 : Entreprises cotées en bourse aux Etats-Unis et dans l'Union européenne, âgées de moins de 50 ans et ayant une capitalisation boursière de plus de 10 milliards de dollars



Source: McAfee²⁰. Surface de la bulle proportionnelle à la capitalisation boursière. Les entreprises sont regroupées par siège social au moment de l'introduction en bourse. Capitalisation boursière en 2023 USD, évaluée au 26 novembre 2024. La bulle verte indique une entreprise dans un secteur « technologique ». Les bulles bleues indiquent toutes les autres industries.

Figure 2 : Les Etats-Unis à la pointe de l'Épargne retraite et de la capitalisation boursière (2023)

Alors que les Etats-Unis font 26% du PIB mondial, ils représentent 65% de l'épargne retraite et 44% de la capitalisation boursière mondiale, ce qui leur permet de financer des innovations de rupture et d'être à la pointe de l'innovation mondiale.



Source : Calculs Institut économique Molinari d'après Banque Mondiale, OCDE et World Federation of Exchanges (WFE).

LE DEFICIT EUROPEEN DE CAPITALISATION BOURSIERE : 19 300 MILLIARDS

En dépit des efforts de certaines places boursières pour accroître leur attractivité, les capitalisations européennes ont progressé moins vite sur les dix dernières années. L'UE est dépassée par les Etats-Unis, mais aussi en perte de vitesse vis-à-vis du reste du monde sur les marchés actions, clés pour le financement de l'innovation.

Elle souffre d'un investissement de long terme en actions atrophié, ce qui pénalise le développement des fonds propres des entreprises. C'est un problème pour toutes les entreprises, des start-ups aux grands groupes internationaux contraints de diversifier leurs places de cotation.

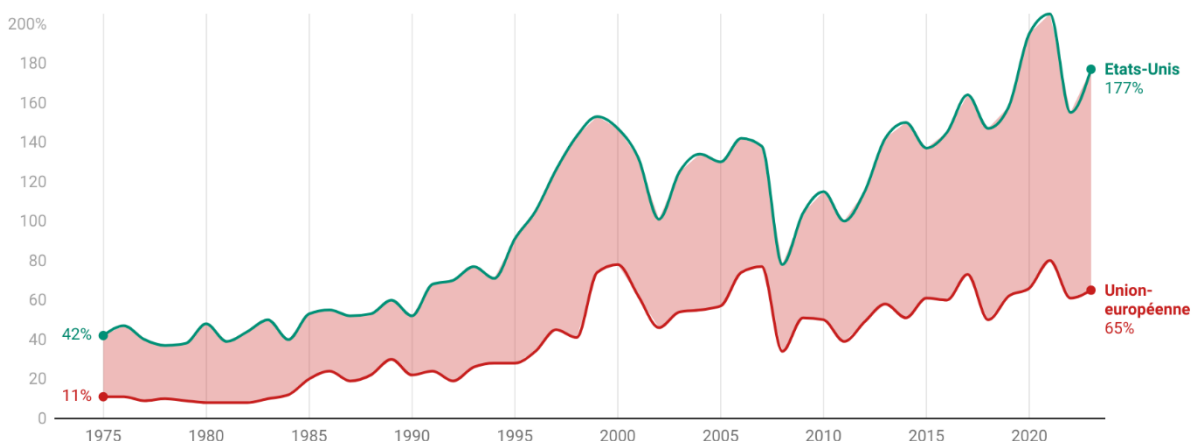
L'Institut économique Molinari a calculé un déficit de capitalisation boursière de l'UE par rapport aux Etats-Unis de 19 300 milliards d'euros fin 2023. La capitalisation des entreprises de l'UE représentait 65 % du PIB, contre 177 % du PIB aux Etats-Unis, soit un écart équivalent à 112 % du PIB Européen (Figure 3).

L'UE est dépassée par les Etats-Unis, mais elle perd aussi du terrain par rapport au reste du monde et notamment la Chine sur les marchés actions, clés pour financer l'innovation. (Tableau 1). Cela contribue à des retards cumulatifs dans nombre de domaines innovants et accroît la dépendance européenne en matière d'innovation technologique.

Selon l'indice de dépendance numérique (DDI), l'Allemagne, la France, le Royaume-Uni, l'Italie sont par exemple très vulnérables à la Chine pour les technologies +de l'information et de la communication (entre 0,86 et 0,95, 1 étant la dépendance totale et 0 l'autonomie intégrale). En ce qui concerne l'infrastructure et des plateformes, ces pays dépendent très fortement des États-Unis (0,98). Pour les auteurs de cet indice, « les pays européens sont en retard dans toutes les dimensions par rapport à la Chine, à la Corée du Sud et aux États-Unis. [...] Les interactions numériques sont devenues plus asymétriques avec la Chine (dépendance commerciale à l'égard des technologies de l'information et de la communication), avec les États-Unis (dépendance à l'égard des infrastructures et des plateformes) et avec l'Asie de l'Est (dépendance à l'égard de la propriété intellectuelle)²¹.

Figure 3 : L'Europe est à la traîne en termes de capitalisation boursière (% du PIB, 1975-2023)

Dans l'Union européenne la capitalisation boursière représentait 65% du PIB en 2023, soit un déficit de 112% du PIB par rapport aux Etats-Unis ayant une capitalisation boursière représentant 177% du PIB.



Source: Calculs Institut économique Molinari d'après Banque mondiale, FESE²² (UE 2018-2023), WFE²³ (US 2023)

Si l'Europe souhaite créer des leaders dans les domaines technologiques et veut être en mesure de financer l'innovation afin d'éviter de devenir une « colonie numérique » des Etats-Unis et de la Chine, ces questions financières doivent être prises à bras-le-corps.

À la fin de 2024, la capitalisation totale des bourses de l'UE s'élevait à 9 700 milliards d'euros, soit environ un sixième de la taille des bourses américaines (62 200 milliards d'euros pour le NYSE et le Nasdaq). La plus grande bourse de l'UE, Euronext, représentait un cinquième de la taille du NYSE (valeurs américaines traditionnelles). Même si la récente correction des valeurs technologiques réduit cet écart, il est appelé à durer.

Ce n'est pas un problème de compétence, tant du côté des entreprises que des places boursières européennes, les outils et les savoir-faire étant là, mais la conséquence de la rareté de l'épargne longue européenne consécutive à la faiblesse accordée aux retraites par capitalisation dans toute une série de pays continentaux.

Tableau 1 : L'UE devancée par les Etats-Unis mais aussi la Chine (top 15 des bourses fin 2024)

| Bourse | Capitalisation boursière à fin 2024 (milliards USD) | Part de la capitalisation mondiale (%) | Zone |
|----------------------------------|---|--|--|
| NYSE | 31 576 | 25% | Etats-Unis |
| Nasdaq - US | 30 610 | 24% | Etats-Unis |
| Shanghai Stock Exchange | 7 186 | 6% | Chine |
| Hong Kong Exchanges and Clearing | 4 550 | 4% | Chine |
| Shenzhen Stock Exchange | 4 529 | 4% | Chine |
| Euronext | 5 836 | 5% | UE (France, Belgique, Irlande, Italie, Pays-Bas, Portugal) plus Norvège |
| Deutsche Boerse AG | 2 044 | 2% | UE (Allemagne) |
| Nasdaq Nordic and Baltics | 1 792 | 1% | UE (Danemark, Suède, Finlande, Estonie, Lituanie, Lettonie) plus Islande |
| Japan Exchange Group | 6 311 | 5% | Japon |
| National Stock Exchange of India | 5 131 | 4% | Inde |
| LSE Group | 4 410 | 3% | Royaume-Uni |
| TMX Group | 3 365 | 3% | Canada |
| Saudi Exchange (Tadawul) | 2 727 | 2% | Arabie Saoudite |
| Taiwan Stock Exchange | 2 258 | 2% | Taiwan |
| SIX Swiss Exchange | 1 971 | 2% | Suisse |

Source: Institut économique Molinari d'après World Federation of Exchanges²⁴ et LSE. Ces 15 bourses représentent 90 % de la capitalisation actions mondiale.

LE DEFICIT EUROPEEN DE CAPITALISATION RETRAITE : 19 700 MILLIARDS

Exception faite des pays scandinaves et des Pays-Bas, l'Union européenne est une zone économique où les capitaux retraite sont peu développés.²⁵ Alors que dans le monde, le développement d'une part significative des prestations retraite est financée avec des capitalisations collectives ou individuelles, reposant sur des capitaux investis en partie dans le tissu économique local, l'UE bénéficie moins de cette manne.

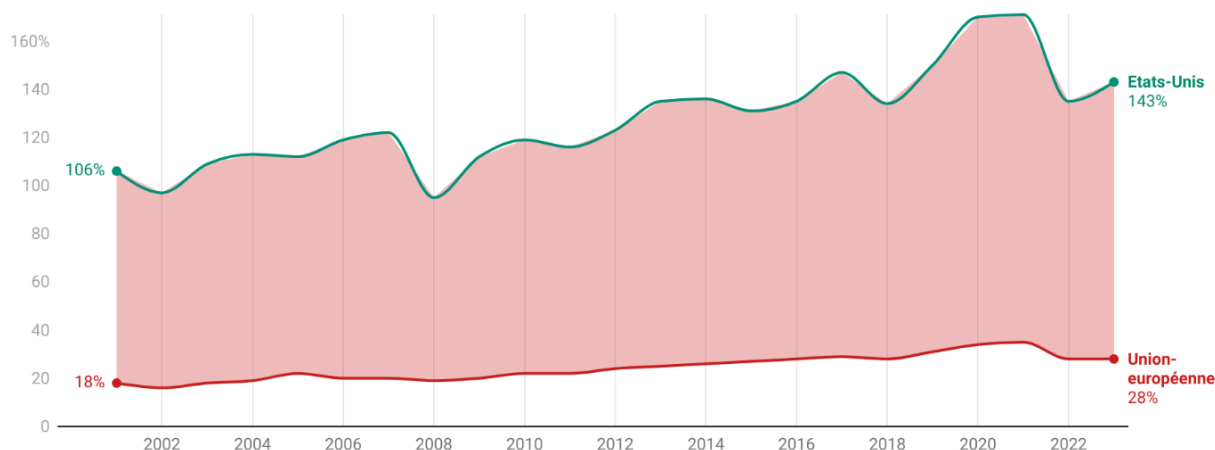
Par rapport aux Etats-Unis, il manquait 19 700 milliards d'euros d'épargne longue fin 2023 dans l'UE. L'épargne retraite représentaient 28 % du PIB fin 2023 en Europe, contre en moyenne 143 % aux Etats-Unis, soit un déficit de près de 115 % du PIB (Figure 4).

Les grands pays européens – Allemagne, France, Italie, Espagne – sont caractérisés par un faible développement de l'épargne retraite, qui représente entre 7 et 12 % du PIB. Le Royaume-Uni, la Suisse et l'Islande, qui ont des épargnes retraite représentant de 79 à 182 % du PIB ne font pas partie de l'UE. Au sein de l'UE, seuls la Suède, les Pays-Bas et le Danemark ont des épargnes retraite supérieures à la moyenne de l'OCDE, avec 107 à 198 % du PIB placés fin 2023 pour financer les retraites (Figure 5 page 15).

Ce déficit représente un handicap réel pour le financement des entreprises européennes. Les régimes de retraite sont des investisseurs de long terme. Ils ont la particularité de gérer l'épargne de leurs déposants sur des horizons longs, correspondant à des cycles de capitalisation d'une quarantaine d'année pendant la vie active, puis à une sortie en rente sur une vingtaine d'années à la retraite. Ils investissent significativement en actions, classe d'actifs présentant un rapport performance/risque particulièrement attractif sur des horizons longs et privilégiant souvent leurs pays d'origine, avec en moyenne 56 % des encours placés à domicile²⁶ Aussi, le lien entre développement de l'épargne retraite et capitalisations boursières est direct et robuste (Figure 6 page 15) même si une partie significative de l'épargne retraite est placée dans des instruments obligataires ou dans d'autres pays.

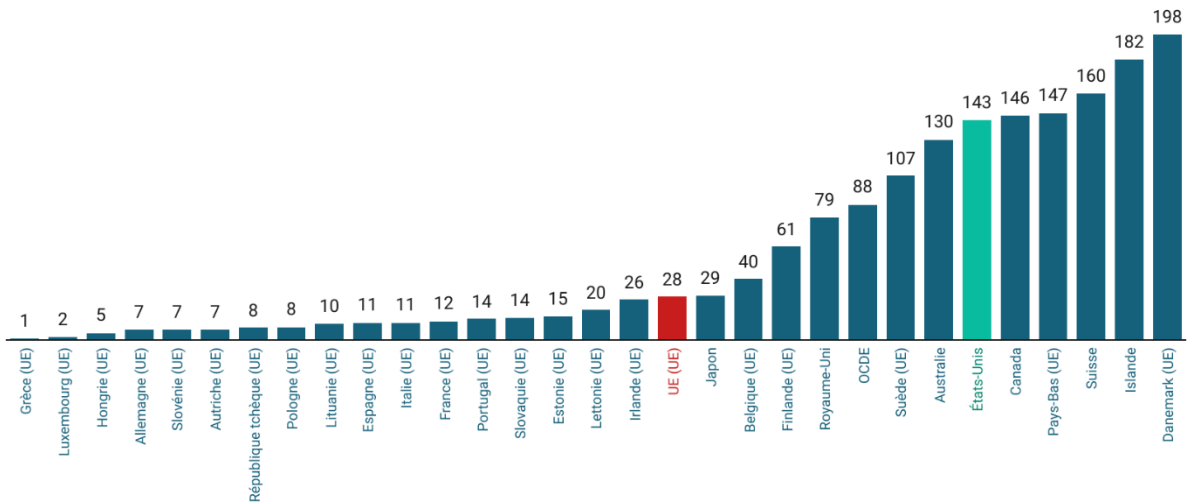
Figure 4 : L'Europe est à la traîne en termes d'épargne retraite (% du PIB, 2001-2023)

Dans l'Union européenne la capitalisation retraite représentait 28% du PIB en 2023, soit un déficit de 115% du PIB par rapport aux Etats-Unis ayant une capitalisation retraite représentant 143% du PIB.



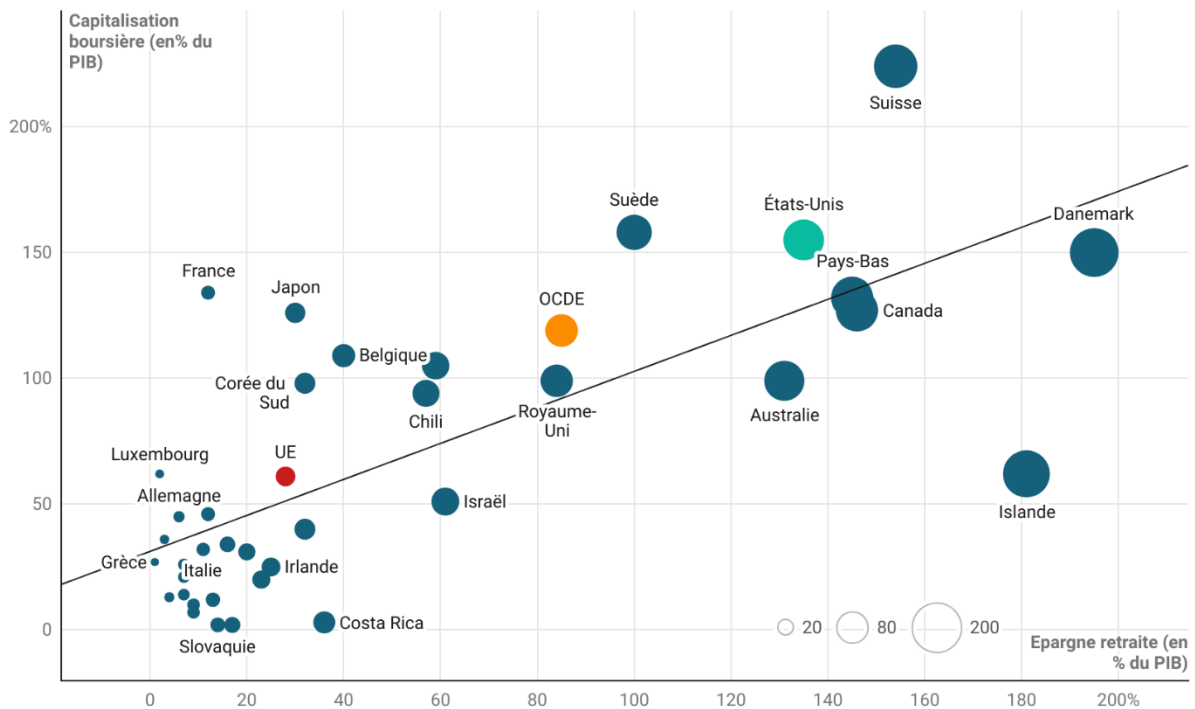
Source : Calculs Institut économique Molinari d'après OCDE²⁷

Figure 5 : Epargne retraite en % du PIB (2023)



Source : Calculs Institut économique Molinari d'après OCDE²⁸

Figure 6 : Le développement de l'épargne retraite et des capitalisations boursières vont de pair (en % du PIB fin 2022)



Source : Institut économique Molinari d'après Banque Mondiale²⁹, CEIC³⁰, FESE³¹ et OCDE³². R2 = 0,52

LE MYTHE D'UNE EPARGNE ASSURANTIELLE COMPENSANT LE DEFICIT D'EPARGNE RETRAITE

Certains considèrent que le manque d'épargne retraite pourrait être compensé par une réallocation d'une partie du patrimoine des ménages, et notamment de l'assurance-vie particulièrement développé dans plusieurs pays européens. La réalité est bien plus complexe pour une série de raisons, tenant au poids des actifs non financiers et au comportement d'épargne financière des ménages.

D'une part, les données montrent que le patrimoine des ménages européens est avant tout constitué d'actifs non financiers. Selon la dernière édition du *Household Finance and Consumption Survey*, 80 % du patrimoine des ménages de la zone euro est constitué d'actifs non financiers, avec notamment 65 % de biens immobiliers, dont 47 % du patrimoine brut constitué par des résidences principales (Tableau 2). A ce titre, une partie significative du taux d'épargne des ménages est constitué de remboursements d'emprunt³³. Ces remboursements constituent une épargne contrainte pour l'emprunteur et limitent ses possibilités de placements dans des actifs financiers puisque le flux d'épargne est accaparé par les remboursements d'emprunts pendant une longue période du cycle de vie³⁴.

D'autre part, une part significative des actifs financiers des ménages est « liquide ». L'épargne de précaution tient une place prépondérante au sein des actifs financiers. Les comptes à vue ou comptes d'épargne représentaient en moyenne 45 % du patrimoine financier dans la zone euro, soit 9 % du patrimoine global des ménages 2021. Contrairement à une idée reçue, le poids élevé de l'épargne liquide n'est pas propre à la France (8 %), il est comparable voire supérieur dans toute une série de pays européens et notamment en Allemagne (10 %) ou en Belgique (11 %).

Enfin, contrairement à une idée reçue, l'assurance vie, significativement développée dans certains pays et notamment en France, ne compense pas la faiblesse de l'épargne retraite pour des raisons à la fois quantitatives et qualitatives.

Tableau 2 : Décomposition du patrimoine des ménages (2021, en %)

| Répartition du patrimoine | Zone euro | Allemagne | Belgique | Espagne | France | Italie | Pays-Bas |
|--------------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Actifs réels | 80% | 78% | 77% | 80% | 80% | 81% | 80% |
| Résidence principale | 47% | 44% | 51% | 41% | 47% | 45% | 68% |
| Autres biens immobiliers | 18% | 19% | 12% | 27% | 17% | 17% | 5% |
| Véhicules | 3% | 3% | 2% | 3% | 3% | 3% | 3% |
| Objets de valeur (bijoux...) | 1% | 1% | 1% | 1% | 4% | 1% | 0% |
| Valeur des entreprises indépendantes | 10% | 11% | 11% | 8% | 9% | 15% | 3% |
| Actifs financiers | 20% | 23% | 23% | 21% | 20% | 19% | 21% |
| Comptes à vue et comptes d'épargne | 9% | 10% | 11% | 8% | 8% | 8% | 13% |
| Fonds communs, actions, obligations | 5% | 6% | 9% | 5% | 3% | 5% | 4% |
| Assurance vie et épargne retraite | 4% | 5% | 3% | 2% | 8% | 1% | 2% |
| Autres | 2% | 1% | 1% | 5% | 1% | 5% | 1% |

Source: Calculs Institut économique Molinari d'après European Central Bank, Household Finance and Consumption Survey, données hors régimes de retraite obligatoires intégrant les seulement l'épargne retraite facultative³⁵

Les données d'Eurostat sur les pays européens montrent que l'assurance vie ne contrebalance pas la faiblesse des fonds de pension. En dépit d'un poids significatif, l'assurance vie française (61 % du PIB en euros fin 2023 au titre des produits individuels) ne permet pas de compenser le déficit de fonds de pension. Au global, le patrimoine des ménages français est en retrait de 50 %, 82 % et 125 % du PIB par rapport à celui des néerlandais, suédois et danois, champions des fonds de pension (Figure 7).

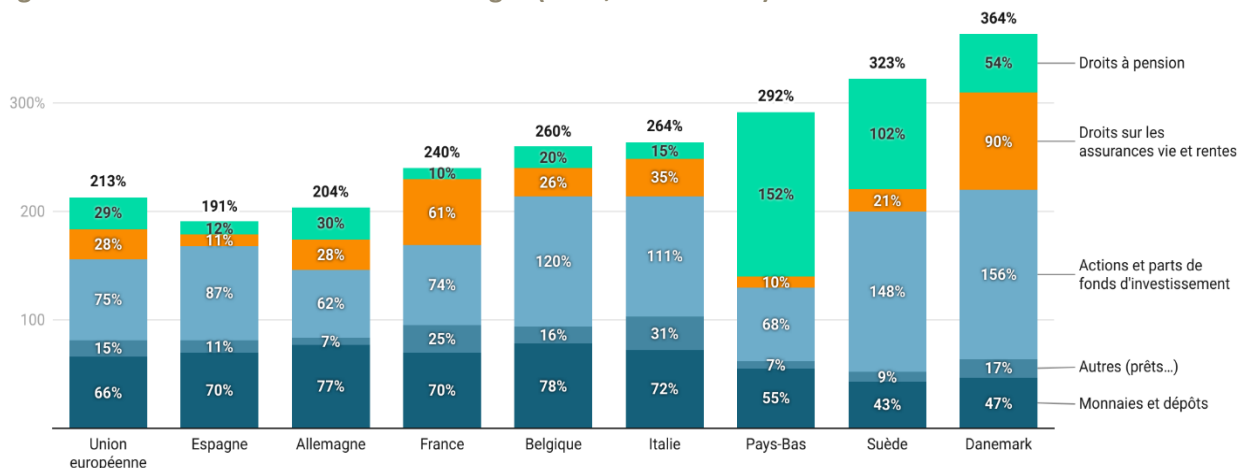
Les données de l'OCDE sur le patrimoine des ménages confirment que l'assurance-vie ne compense pas le sous-développement des fonds de pension en Europe par rapport aux Etats-Unis (Figure 8 page 18). Assurance vie et épargne retraite représentent en moyenne 57 % du PIB dans l'UE en 2023, contre 117 % du PIB aux Etats-Unis selon les comptes des ménages, soit un déficit européen de 60 % du PIB ou 10 400 milliards d'euros.

Même lorsqu'on se focalise sur la France, le déficit d'épargne reste très important, en dépit du développement très significatif de l'assurance-vie. Assurance vie et épargne retraite représentent 73 % du PIB dans l'Hexagone, contre 117 % du PIB aux Etats-Unis, soit un déficit d'épargne français de 44 % du PIB ou de 1 250 milliards d'euros en 2023. Ce chiffre est un minorant car l'approche par le compte des ménages ne permet pas de prendre en compte toute l'épargne retraite.

Surtout, l'assurance vie n'est pas un substitut aux fonds de pension lorsqu'il s'agit de financer l'économie en investissant en actions cotées ou non cotées. En effet, l'investissement des assureurs est limité pour des raisons liées à l'horizon de placement, aspect renforcé par la réglementation prudentielle.

L'enquête de l'Association française des investisseurs institutionnels (Af2i) sur 2022 montre que l'allocation des assureurs européens accorde moins d'importance aux actions ou aux actifs physiques (immobilier, infrastructures...) que celle des fonds de pension³⁶. En moyenne, les assureurs sont deux fois plus investis dans des produits de dette (obligation, prêts) ou les liquidités que les gestionnaires de fonds de pension (Tableau 3). Les seules exceptions sont dans les pays du Nord et notamment en Suède, où la logique de fonds de pension domine³⁷, et les pays où, au contraire, la logique assurantielle s'applique aux fonds de pension, tels l'Italie. En France, on retrouve ce biais défensif avec seulement 8 % des portefeuilles des assureurs vie français investis en actions en 2022, contre 26 % des portefeuilles de retraite ou prévoyance, soit un ratio de 1 à 3.

Figure 7 : Patrimoine financier des ménages (2023, en % du PIB)



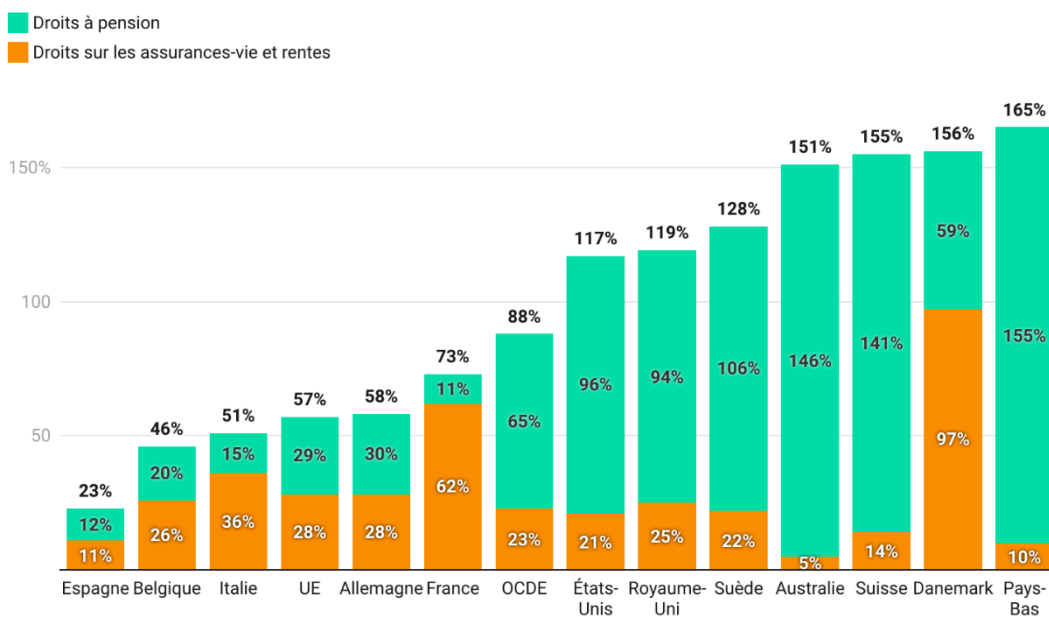
Source: Calculs Institut économique Molinari d'après Eurostat³⁸

Ce biais défensif défavorable aux placements actions est lié aux caractéristiques des contrats d'assurance, dont certains peuvent être dénoncés à tout moment. Cet aléa contraint les assureurs à opter pour un horizon de gestion plus court que les gestionnaires de fonds de pension. Ces derniers sont capables d'anticiper avec précision les retraites et les dates de mise en rentes. Ils ont une visibilité sur des horizons très longs et des horizons de placement moyen (maturité) de l'ordre de vingt à trente ans, ce qui n'est pas le cas des assureurs pouvant faire face à des sorties à tout moment. Il en résulte que l'assurance-vie n'accorde pas autant de place aux actifs longs que les fonds de pension, même si en pratique, les épargnants laissent fructifier leurs capitaux sur des horizons parfois très longs.

Ce biais est renforcé par les contraintes liées à la réglementation européenne et notamment Solvency 2. Cette directive vise à limiter les risques, avec une approche rendant la détention d'actions dans le bilan des assureurs particulièrement coûteuse. Elle ne tient pas pleinement compte des spécificités de l'épargne à long terme, qui réduit en pratique les risques associés à la détention d'actions, actif moins risqué sur les horizons longs³⁹.

A maturité égale, elle pousse les assureurs à se défaire des actions. En 2021, les investissements en actions cotées et non cotées ou dans des fonds actions et/ou capital-investissement représentaient 7 % des investissements des assureurs dans l'Union européenne (hors unités de comptes)⁴⁰. Selon certaines modélisations, la directive Solvabilité 2 générerait des contraintes conduisant à une réduction par deux de l'allocation actions des assureurs⁴¹. Ce faible investissement en actions et actifs longs est pénalisant pour le financement de l'économie, même si différents ajustements ont déjà été faits ou planifiés⁴².

Figure 8 : Droits à pension et droits sur les assurances-vie (2023, en % du PIB)



Calculs Institut économique Molinari d'après OCDE, ménages et institutions sans but lucratif au service des ménages (ISBLSM)⁴³ et Eurostat pour l'UE.

Tableau 3 : Les assureurs investissement moins en actifs longs que les fonds de pension (2022 en % des encours)

| Part des dettes et liquidités dans les investissements des | Assureurs | Fonds de pension | Ratio assureurs/fonds de pension |
|---|------------------|-------------------------|---|
| Allemagne | 56% | 23% | 2,4 |
| Espagne | 78% | 47% | 1,7 |
| Italie | 66% | 59% | 1,1 |
| Pays-Bas | 70% | 42% | 1,7 |
| Suède | 30% | 22% | 1,4 |

Source : Calculs Institut économique Molinari d'après Af2i et IEM Finance, obligations, part des dettes (obligations et prêts) et liquidités des portefeuilles des assureurs et fonds de pension.

GENERALISER LES FONDS DE PENSION EST INCONTOURNABLE POUR L'ECONOMIE

Pour toutes ces raisons, l'idée que l'Europe bénéficierait d'ores et déjà d'un stock d'épargne abondante et que l'enjeu serait de le réallouer est une illusion. L'Europe souffre de déficits jumeaux majeurs, liés au sous-développement de l'épargne retraite et de ses capitalisations boursières, à hauteur de 19 700 et 19 300 milliards d'euros en 2023.

S'il est évident qu'unifier les marchés est une démarche souhaitable et que des assouplissements doivent être faits dans la réglementation financière et assurantielle, cela ne permettra en aucun cas de rattraper le retard européen en matière de capitaux longs.

Seule la généralisation de fonds de pension dans tous les pays d'Europe qui en sont dépourvus permettra d'améliorer significativement le financement de l'économie et, par ailleurs, d'améliorer le rapport qualité/prix des retraites et de réduire les déficits publics⁴⁴.

Aussi la *Boussole pour la compétitivité européenne* gagnerait à être complétée par deux volets visant, d'une part, à mettre en place des fonds souverains pour provisionner les retraites des employés des administrations dans tous les pays où elles sont gérées indépendamment des retraites du secteur privé⁴⁵ et, d'autre part, à augmenter la part des retraites capitalisées dans le secteur privé⁴⁶.

LISTE DES FIGURES ET TABLEAUX

| | |
|--|----|
| Figure 1 : Entreprises cotées en bourse aux Etats-Unis et dans l'Union européenne, âgées de moins de 50 ans et ayant une capitalisation boursière de plus de 10 milliards de dollars | 10 |
| Figure 2 : Les Etats-Unis à la pointe de l'Épargne retraite et de la capitalisation boursière (2023) | 11 |
| Figure 3 : L'Europe est à la traîne en termes de capitalisation boursière (% du PIB, 1975-2023) | 12 |
| Figure 4 : L'Europe est à la traîne en termes d'épargne retraite (% du PIB, 2001-2023)..... | 14 |
| Figure 5 : Épargne retraite en % du PIB (2023) | 15 |
| Figure 6 : Le développement de l'épargne retraite et des capitalisations boursières vont de pair (en % du PIB fin 2022) | 15 |
| Figure 7 : Patrimoine financier des ménages (2023, en % du PIB)..... | 17 |
| Figure 8 : Droits à pension et droits sur les assurances-vie (2023, en % du PIB)..... | 18 |
| | |
| Tableau 1 : L'UE devancée par les Etats-Unis mais aussi la Chine (top 15 des bourses fin 2024) | 13 |
| Tableau 2 : Décomposition du patrimoine des ménages (2021, en %)..... | 16 |
| Tableau 3 : Les assureurs investissement moins en actifs longs que les fonds de pension (2022 en % des encours) | 19 |

BIBLIOGRAPHIE

- ASSOCIATION FRANÇAISE DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS, « Enquête Af2i 2023 », Paris, Af2i, juillet 2023, <https://www.af2i.org/wp-content/uploads/Af2i-Enquete-2023EXPORT-WEB-1.pdf>.
- BABEAU André, *Epargne et crédit*, Paris cedex 14, Presses Universitaires de France, 2016, <https://www.cairn.info/epargne-et-credit--9782130750031-p-25.htm>, consulté le 22 mai 2023.
- CEIC, « Market Capitalization: % of nominal GDP (2022) », 2025, <https://www.ceicdata.com/en/countries>.
- COMMISSION EUROPEENNE, « Une boussole de l'UE pour regagner en compétitivité et garantir une prospérité durable », Bruxelles, 29 janvier 2025, https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/fr/ip_25_339.
- DRAGHI Mario, « The future of European competitiveness, part A & B », Bruxelles, European Commission, 2024, https://commission.europa.eu/topics/strengthening-european-competitiveness/eu-competitiveness-looking-ahead_en.
- EUROPEAN CENTRAL BANK, « The Household Finance and Consumption Survey, Wave 2021, Statistical tables July », Frankfurt, European Central Bank, juillet 2023, https://www.ecb.europa.eu/home/pdf/research/hfcn/HFCS_Statistical_Tables_Wave_2021_July2023.pdf?0515e108613e1e4d0e839e816e9f07b8.
- EUROPEAN COMMISSION, « Barcelona European Council, 15 and 16 March 2002, Presidency Conclusions », sur *CORDIS*, 15 mars 2002, <https://cordis.europa.eu/programme/id/EMP-BARCELONA-2002C>, consulté le 11 mars 2025.
- — —, « Communication on the savings and investments union: A strategy to foster citizens' wealth and economic competitiveness in the EU », Brussels, 19 mars 2025, , consulté le 20 mars 2025, https://finance.ec.europa.eu/document/download/13085856-09c8-4040-918e-890a1ed7dbf2_en?filename=250319-communication-savings-investmlents-union_en.pdf, consulté le 20 mars 2025.
- EUROSTAT, « Comptes de patrimoine financier, données annuelles », Eurostat, 4 mars 2025, https://doi.org/10.2908/NASA_10_F_BS, consulté le 12 mars 2025.
- FEDERATION OF EUROPEAN SECURITIES EXCHANGES, « FESE Monthly Statistics », 2024 2018, <https://www.fese.eu/statistics/>, consulté le 11 mars 2025.
- FRATTO, Chiara, GATTI Matteo, KIVERNYK Anastasia, SINNOTT Emily et WIELEN Wouter VAN DER, « The scale-up gap: Financial market constraints holding back innovative firms in the European Union », European Investment Bank, 24 juillet 2024, , consulté le 3 février 2025, <https://doi.org/10.2867/382579>, consulté le 3 février 2025.
- FUEST Clemens, GROS Daniel, MENGEL Philipp-Leo, PRESIDENTE Giorgio et TIROLE Jean, « Reforming innovation policy to help the EU escape the middle-technology trap », sur *VoxEU CEPR*, 19 avril 2024, <https://cepr.org/voxeu/columns/reforming-innovation-policy-help-eu-escape-middle-technology-trap>, consulté le 11 mars 2025.
- GRASLAND Emmanuel, « Guerre en Ukraine : l'Allemagne prête à réformer son sacro-saint "frein à la dette" », dans *Les Echos*, 4 mars 2025, sect. Monde, <https://www.lesechos.fr/monde/europe/lallemagne-veut-lancer-des-investissements-geants-dans-la-defense-et-les-infrastructures-2152066>, consulté le 14 mars 2025.
- LEBOUCHER Séverine, « La révision de Solvabilité II pourrait libérer 80 milliards d'euros pour les assureurs européens », 18 juin 2024, <https://www.argusdelassurance.com/les-assureurs/la->

revision-de-solvabilite-ii-pourrait-liberer-80-milliards-d-euros-pour-les-assureurs-europeens.231913, consulté le 12 mars 2025.

LETTA Enrico, « Much more than a market, Speed, Security, Solidarity Empowering the Single Market to deliver a sustainable future and prosperity for all EU Citizens », Rapport rédigé à la demande du Conseil européen, avril 2024, <https://www.consilium.europa.eu/media/ny3j24sm/much-more-than-a-market-report-by-enrico-letta.pdf>.

LOUIS Paul, « Le gouverneur de la Banque de France appelle à mobiliser l'épargne privée pour permettre à l'UE d'investir », dans *BFM Business*, 21 janvier 2025, https://www.bfmtv.com/economie/economie-social/union-europeenne/le-gouverneur-de-la-banque-de-france-appelle-a-mobiliser-l-epargne-privée-pour-permettre-a-l-ue-d-investir_AV-202501210560.html, consulté le 11 mars 2025.

MARQUES Nicolas, « Le manque-à-gagner lié au sous-développement de l'épargne retraite », Paris-Bruxelles, Institut économique Molinari, décembre 2023, <https://www.institutmolinari.org/wp-content/uploads/2023/11/etude-epargne-retraite-2023.pdf>.

— — —, « Retraites, mécomptes et déficits publics », Paris, Institut économique Molinari, juin 2024, , consulté le 28 juin 2023, <https://www.institutmolinari.org/wp-content/uploads/2024/06/etude-retraites-mecomptes-et-deficits-publics2024.pdf>, consulté le 28 juin 2023.

— — —, « Provisionner les retraites des fonctionnaires pour restaurer les finances publiques », Paris-Bruxelles, Institut économique Molinari, 2025, <https://www.institutmolinari.org/wp-content/uploads/2025/01/etude-provisionnement-fonctionnaires-2025.pdf>.

MASSON André et TOUZE Vincent, « Vieillesse et épargne des ménages. Comment favoriser une meilleure accumulation du capital ? », dans *Revue de l'OFCE*, 1, n° 161, 2019, p. 225, <https://doi.org/10.3917/reof.161.0225>.

MAYER Maximilian et LU Yen-Chi, « Digital Autonomy? Measuring the Global Digital Dependence Structure », SSRN Scholarly Paper, Rochester, NY, Social Science Research Network, 30 mars 2023, <https://doi.org/10.2139/ssrn.4404826>, consulté le 11 mars 2025.

MCAFEE, ANDREW, « US and EU from-scratch companies <= 50 years old with market cap >=\$10B as of Nov 26th 2024 », 26 novembre 2024, https://docs.google.com/spreadsheets/d/1e3MnYQ044U1gzi_8bDMoxZp6JCnyaTOusfRwrLOjF3E/edit?usp=sharing.

MCAFEE Andrew, « A Visualization of Europe's Non-Bubbly Economy », Substack newsletter, sur *The Geek Way*, 2 décembre 2024, <https://geekway.substack.com/p/a-visualization-of-europes-non-bubbly>, consulté le 10 mars 2025.

OCDE, « Pension Markets in Focus 2024 », Paris, 2024, <https://doi.org/10.1787/b11473d3-en>.

— — —, « Explorateur des données de l'OCDE, Actifs financiers et passifs des ménages, Ménages et ISBLSM », 2025, consulté le 12 mars 2025.

— — —, « DIRD financée par le secteur des entreprises, Pourcentage du PIB », consulté le 21 mars 2025 [https://data-explorer.oecd.org/vis?lc=fr&snb=1&vw=tb&df\[ds\]=dsDisseminateFinalDMZ&df\[id\]=DSD_MSTI%40DF_MSTI&df\[ag\]=OECD.STI.STP&df\[vs\]=&pd=2014%2C&dq=.A.G_FB.PT_B1GQ.&ly\[rw\]=REF_AREA&ly\[cl\]=TIME_PERIOD&to\[TIME_PERIOD\]=false&pg=0](https://data-explorer.oecd.org/vis?lc=fr&snb=1&vw=tb&df[ds]=dsDisseminateFinalDMZ&df[id]=DSD_MSTI%40DF_MSTI&df[ag]=OECD.STI.STP&df[vs]=&pd=2014%2C&dq=.A.G_FB.PT_B1GQ.&ly[rw]=REF_AREA&ly[cl]=TIME_PERIOD&to[TIME_PERIOD]=false&pg=0), consulté le 21 mars 2025.

- PARPALEIX Laure-Anne, *Le capital-investissement peut-il soutenir durablement la croissance des entreprises ? Etude, modèle et conditions d'un capital-régénération*, Phdthesis, Université Paris sciences et lettres, 2019, <https://pastel.hal.science/tel-02317982>, consulté le 11 mars 2025.
- SAPY Georges, « Pourquoi la France doit absolument pérenniser son choix historique de l'énergie nucléaire », Paris-Bruxelles, Institut économique Molinari, février 2025, <https://www.institutmolinari.org/wp-content/uploads/2025/02/etude-nucleaire-2025.pdf>.
- SCHMITT Fabienne, « Guerre en Ukraine : l'Europe dévoile un plan à 800 milliards pour muscler sa défense », dans *Les Echos*, 4 mars 2025, sect. Monde, <https://www.lesechos.fr/monde/europe/guerre-en-ukraine-leurope-devoile-un-plan-a-800-milliards-pour-muscler-sa-defense-2151893>, consulté le 14 mars 2025.
- TOOZE Adam, « Chartbook 317 Draghi's view of Europe (1): Investment, R&D & the US-EU comparison », Substack newsletter, sur *Chartbook*, 10 septembre 2024, <https://adamtooze.substack.com/p/chartbook-317-draghis-view-of-europe>, consulté le 11 mars 2025.
- VILLEROY DE GALHAU François, « Quel financement de la transition : bâtir les ponts entre les besoins et les ressources », lors de la rencontre *Les Rencontres de l'Institut de la Finance Durable*, Discours présenté à Les Rencontres de l'Institut de la Finance Durable, Paris, 22 avril 2024, <https://www.banque-france.fr/fr/interventions-gouverneur/quel-financement-de-la-transition-batir-les-ponts-entre-les-besoins-et-les-ressources>, consulté le 14 mars 2025.
- WORLD BANK OPEN DATA, « Market capitalization of listed domestic companies (% of GDP) », Consulté le , consulté le 20 mars 2025 <https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS>, consulté le 20 mars 2025.
- WORLD FEDERATION OF ECHANGES, « WFE Statistics », 2025, <https://statistics.world-exchanges.org/Account/Login>, consulté le 11 mars 2025.

NOTES

¹ Paul Louis, « Le gouverneur de la Banque de France appelle à mobiliser l'épargne privée pour permettre à l'UE d'investir », janvier 2025, https://www.bfmtv.com/economie/economie-social/union-europeenne/le-gouverneur-de-le-banque-de-france-appelle-a-mobiliser-l-epargne-privree-pour-permettre-a-l-ue-d-investir_AV-202501210560.html, consulté le 11 mars 2025

² Par exemple, Enrico Letta, « Much more than a market, Speed, Security, Solidarity Empowering the Single Market to deliver a sustainable future and prosperity for all EU Citizens », avril 2024, p. 147, <https://www.consilium.europa.eu/media/ny3j24sm/much-more-than-a-market-report-by-enrico-letta.pdf>

³ Mario Draghi, « The future of European competitiveness, part A & B », Bruxelles, European Commission, 2024, p. 69 et 328, https://commission.europa.eu/topics/strengthening-european-competitiveness/eu-competitiveness-looking-ahead_en

⁴ Ce qui constitue potentiellement une fourchette basse. Les besoins supplémentaires de financement liés à la recherche de la neutralité carbone sont évalués entre 410 et 620 milliards en Europe selon François Villeroy de Galhau, « Quel financement de la transition : bâtir les ponts entre les besoins et les ressources », lors de la rencontre *Les Rencontres de l'Institut de la Finance Durable*, Paris, 22 avril 2024, <https://www.banque-france.fr/fr/interventions-gouverneur/quel-financement-de-la-transition-batir-les-ponts-entre-les-besoins-et-les-ressources>, consulté le 14 mars 2025

⁵ Fabienne Schmitt, « Guerre en Ukraine : l'Europe dévoile un plan à 800 milliards pour muscler sa défense », mars 2025, <https://www.lesechos.fr/monde/europe/guerre-en-ukraine-leurope-devoile-un-plan-a-800-milliards-pour-muscler-sa-defense-2151893>, consulté le 14 mars 2025

⁶ Georges Sapy, « Pourquoi la France doit absolument pérenniser son choix historique de l'énergie nucléaire », Paris-Bruxelles, Institut économique Molinari, février 2025, p. 20, <https://www.institutmolinari.org/wp-content/uploads/2025/02/etude-nucleaire-2025.pdf>

⁷ Emmanuel Grasland, « Guerre en Ukraine : l'Allemagne prête à réformer son sacro-saint "frein à la dette" », mars 2025, <https://www.lesechos.fr/monde/europe/lallemagne-veut-lancer-des-investissements-geants-dans-la-defense-et-les-infrastructures-2152066>, consulté le 14 mars 2025

⁸ European Commission, « Communication on the savings and investments union: A strategy to foster citizens' wealth and economic competitiveness in the EU », Brussels, 19 mars 2025, https://finance.ec.europa.eu/document/download/13085856-09c8-4040-918e-890a1ed7dbf2_en?filename=250319-communication-savings-investmlents-union_en.pdf, consulté le 20 mars 2025

⁹ Commission européenne, « Une boussole de l'UE pour regagner en compétitivité et garantir une prospérité durable », Bruxelles, 29 janvier 2025, https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/fr/ip_25_339

¹⁰ Clemens Fuest, Daniel Gros, Philipp-Leo Mengel, Giorgio Presidente et Jean Tirole, « Reforming innovation policy to help the EU escape the middle-technology trap », sur *VoxEU CEPR*, 19 avril 2024, <https://cepr.org/voxeu/columns/reforming-innovation-policy-help-eu-escape-middle-technology-trap>, consulté le 11 mars 2025

¹¹ Mario Draghi, *The future of European competitiveness, part A & B, op. cit.*

¹² Adam Tooze, « Chartbook 317 Draghi's view of Europe (1): Investment, R&D & the US-EU comparison », sur *Chartbook*, 10 septembre 2024, <https://adamtooze.substack.com/p/chartbook-317-draghis-view-of-europe>, consulté le 11 mars 2025

¹³ Chiffre sur 2021, OCDE, « DIRD financée par le secteur des entreprises, Pourcentage du PIB », consulté le 21 mars 2025 [https://data-explorer.oecd.org/vis?lc=fr&snb=1&vw=tb&df\[ds\]=dsDisseminateFinalDMZ&df\[id\]=DSD_MSTI%40DF_MSTI&df\[ag\]=OECD.STI.STP&df\[vs\]=&pd=2014%2C&dq=.A.G_FB.PT_B1GQ..&ly\[rw\]=REF_AREA&ly\[cl\]=TIME_PERIOD&to\[TIME_PERIOD\]=false&pg=0](https://data-explorer.oecd.org/vis?lc=fr&snb=1&vw=tb&df[ds]=dsDisseminateFinalDMZ&df[id]=DSD_MSTI%40DF_MSTI&df[ag]=OECD.STI.STP&df[vs]=&pd=2014%2C&dq=.A.G_FB.PT_B1GQ..&ly[rw]=REF_AREA&ly[cl]=TIME_PERIOD&to[TIME_PERIOD]=false&pg=0), consulté le 21 mars 2025

¹⁴ “In March 2002 the Barcelona European Council analyzed the Lisbon Strategy and its implementation, and set the target to increase the average research investment level from 1.9% of GDP today to 3% of GDP by 2010, of which 2/3 should be funded by the private sector.” European Commission, « Barcelona European Council, 15 and 16 March 2002, Presidency Conclusions », <https://cordis.europa.eu/programme/id/EMP-BARCELONA-2002C>, consulté le 11 mars 2025

¹⁵ Mario Draghi, *The future of European competitiveness, part A & B, op. cit.*, p.20.

¹⁶ Commission européenne, *Une boussole de l’UE pour regagner en compétitivité et garantir une prospérité durable, op. cit.*

¹⁷ Chiara Fratto, Matteo Gatti, Anastasia Kivernyk, Emily Sinnott et Wouter van der Wielen, « The scale-up gap: Financial market constraints holding back innovative firms in the European Union », European Investment Bank, 24 juillet 2024, <https://doi.org/10.2867/382579>, consulté le 3 février 2025

¹⁸ Laure-Anne Parpaleix, *Le capital-investissement peut-il soutenir durablement la croissance des entreprises ? Etude, modèle et conditions d’un capital-régénération*, phdthesis, Université Paris sciences et lettres, 2019, <https://pastel.hal.science/tel-02317982>, consulté le 11 mars 2025

¹⁹ McAfee, Andrew, « US and EU from-scratch companies <= 50 years old with market cap >=\$10B as of Nov 26th 2024 », 26 novembre 2024, https://docs.google.com/spreadsheets/d/1e3MnYQ044U1gzi_8bDMoxZp6JCnyaTOusfRwrLOJF3E/edit?usp=sharing

²⁰ Andrew McAfee, « A Visualization of Europe’s Non-Bubbly Economy », sur *The Geek Way*, 2 décembre 2024, <https://geekway.substack.com/p/a-visualization-of-europes-non-bubbly>, consulté le 10 mars 2025

²¹ Maximilian Mayer et Yen-Chi Lu, « Digital Autonomy? Measuring the Global Digital Dependence Structure », Rochester, NY, Social Science Research Network, 30 mars 2023, <https://doi.org/10.2139/ssrn.4404826>, consulté le 11 mars 2025

²² Federation of European Securities Exchanges, « FESE Monthly Statistics », 2024 2018, <https://www.fese.eu/statistics/>, consulté le 11 mars 2025

²³ World Federation of Echanges, « WFE Statistics », 2025, <https://statistics.world-exchanges.org/Account/Login>, consulté le 11 mars 2025

²⁴ World Federation of Echanges, « Statistics », 2025, <https://statistics.world-exchanges.org/Account/Login>, consulté le 11 mars 2025

²⁵ La période 1914-1950, qui couvre la Première et la Seconde Guerre mondiale, a été associée à des taux d’inflation de 13 % et 17 % par an en France et en Allemagne, ce qui a entraîné une dépréciation des capitalisations retraite dans ces deux pays. Ce facteur n'a pas été retrouvé aux États-Unis et en Grande-Bretagne, où les taux d’inflation ont été proches de 3 % sur cette période. D’après Thomas Piketty <http://piketty.pse.ens.fr/files/ideology/pdf/F10.10.pdf>

²⁶ Calculs institut économique Molinari d’après OCDE avec une moyenne pondérée des encours placés. OCDE, « Pension Markets in Focus 2024 », Paris, 2024, p. 71, <https://doi.org/10.1787/b11473d3-en>

²⁷ *Ibid.*

²⁸ *Ibid.*

²⁹ World Bank Open Data, « Market capitalization of listed domestic companies (% of GDP) », Consulté le , consulté le 20 mars 2025 <https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS>, consulté le 20 mars 2025

³⁰ CEIC, « Market Capitalization: % of nominal GDP (2022) », 2025, <https://www.ceicdata.com/en/countries>

³¹ Federation of European Securities Exchanges, « FESE Monthly Statistics », 2024 2018, <https://www.fese.eu/statistics/>, consulté le 11 mars 2025

³² OCDE, *Pension Markets in Focus 2024*, *op. cit.*

³³ André Babeau, *Épargne et crédit*, Paris cedex 14, Presses Universitaires de France, 2016, <https://www.cairn.info/epargne-et-credit--9782130750031-p-25.htm>, consulté le 22 mai 2023

³⁴ Voir notamment André Masson et Vincent Touzé, « Vieillesse et épargne des ménages. Comment favoriser une meilleure accumulation du capital ? », *Revue de l'OFCE*, 1, n° 161, 2019, p. 225, <https://doi.org/10.3917/reof.161.0225>

³⁵ European Central Bank, « The Household Finance and Consumption Survey, Wave 2021, Statistical tables July », Frankfurt, European Central Bank, juillet 2023, p. 72, https://www.ecb.europa.eu/home/pdf/research/hfcn/HFCS_Statistical_Tables_Wave_2021_July2023.pdf?0515e108613e1e4d0e839e816e9f07b8

³⁶ Association française des investisseurs institutionnels, « Enquête Af2i 2023 », Paris, Af2i, juillet 2023, p. 138, <https://www.af2i.org/wp-content/uploads/Af2i-Enquete-2023EXPORT-WEB-1.pdf>.

³⁷ Abadie, A. (2019, 19 décembre). Allocation d'actifs : les Scandinaves, champions du financement de l'économie. *L'Argus de l'assurance*. Repéré à <https://www.argusdelassurance.com/les-assureurs/allocation-d-actifs-les-scandinaves-champions-du-financement-de-l-economie.157554>

³⁸ Eurostat, « Comptes de patrimoine financier, données annuelles », Eurostat, 2025, https://doi.org/10.2908/NASA_10_F_BS, consulté le 12 mars 2025

³⁹ Hamayon, S. (2013). Les actions, placement de cycle de vie ? *Revue Banque*, (761 supplément). Repéré à https://www.harvest.fr/wp-content/uploads/2016/09/2013_06_Revue_Banque_epargne_retraite.pdf

⁴⁰ De Groen, W. P. et Oliinyk, I. (2022). *Solvency II: Prudential treatment of equity exposures* ([Publication for the Committee on Economic and Monetary Affairs, Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies, European Parliament]) (p. 54). Luxembourg : Centre for European Policy Studies. Repéré à <https://www.ceps.eu/ceps-publications/solvency-ii/>

⁴¹ Pénasse, J. et Dezorme, F. (2021). *Une évaluation de l'impact du cadre Solvabilité 2 sur la détention action des assureurs*. Paris : Institut Louis Bachelier. Repéré à <https://www.institutlouisbachelier.org/wp-content/uploads/2021/03/rapport-impact-du-cadre-solvabilite-2-sur-la-detention-action-des-assureurs.pdf>

⁴² Voir par exemple Séverine Leboucher, « La révision de Solvabilité II pourrait libérer 80 milliards d'euros pour les assureurs européens », juin 2024, <https://www.argusdelassurance.com/les-assureurs/la-revision-de-solvabilite-ii-pourrait-liberer-80-milliards-d-euros-pour-les-assureurs-europeens.231913>, consulté le 12 mars 2025

⁴³ OCDE, « Explorateur des données de l'OCDE, Actifs financiers et passifs des ménages, Ménages et ISBLSM », 2025, consulté le 12 mars 2025

⁴⁴ Nicolas Marques, « Retraites, mécomptes et déficits publics », Paris, Institut économique Molinari, juin 2024, p. 52, <https://www.institutmolinari.org/wp-content/uploads/2024/06/etude-retraites-mecomptes-et-deficits-publics2024.pdf>, consulté le 28 juin 2023

⁴⁵ Nicolas Marques, « Provisionner les retraites des fonctionnaires pour restaurer les finances publiques », Paris-Bruxelles, Institut économique Molinari, 2025, p. 36, <https://www.institutmolinari.org/wp-content/uploads/2025/01/etude-provisionnement-fonctionnaires-2025.pdf>

⁴⁶ Nicolas Marques, « Le manque-à-gagner lié au sous-développement de l'épargne retraite », Paris-Bruxelles, Institut économique Molinari, décembre 2023, p. 24, <https://www.institutmolinari.org/wp-content/uploads/2023/11/etude-epargne-retraite-2023.pdf>

SUR LES AUTEURS

Cécile Philippe est Présidente de l'Institut économique Molinari. Docteure en économie (Université Paris-Dauphine), elle a créé l'IEM en 2004 à Bruxelles puis Paris. Elle est l'auteur de *C'est trop tard pour la terre* (Éditions JC Lattès) et de *Trop tard pour la France ? Osons remettre l'État à sa place* (Éditions Les Belles Lettres) et a participé à l'ouvrage collectif *50 Matinales pour réveiller la France* (Éditions les Belles Lettres). Elle publie régulièrement des chroniques dans les *Echos*. Contact : cecile@institutmolinari.org

Nicolas Marques est Directeur général de l'Institut économique Molinari. Diplômé en gestion (EM Lyon) et Docteur en économie (Université d'Aix Marseille), il a enseigné l'économie puis a été en charge de la création et de la commercialisation de produits d'épargne dans de grands groupes bancaires français. Il publie fréquemment des chroniques pour *Capital*, *L'Opinion*, *L'Express* et *Le Point*. Contact : nicolas@institutmolinari.org

PUBLICATIONS RECENTES DE L'IEM

Sapy, G. (2025). *Pourquoi la France doit absolument pérenniser son choix historique de l'énergie nucléaire*, décembre, 20 pages.

Marques, N. (2025). *Provisionner les retraites des fonctionnaires pour restaurer les finances publiques*, janvier, 36 pages.

Philippe C., Marques, N. et Rogers, J. (2024). *La pression sociale et fiscale réelle du salarié moyen au sein de l'UE*, 15^{ème} édition, juillet, 46 pages.

Marques, N. (2024). *Le mythe d'une agriculture française assistée et grande gagnante de la PAC*, juillet, 26 pages.

Marques, N. (2024). *Retraites, mécomptes et déficits publics*, juin, 52 pages.

IEM (2024), *L'innovation au service des consommateurs et de la réduction des risques*, janvier, 19 pages.

Sapy, G. (2023). *Pourquoi la France doit absolument pérenniser son choix historique de l'énergie nucléaire*, décembre, 18 pages.

Marques, N. (2023). *Le manque-à-gagner lié au sous-développement de l'épargne retraite*, décembre, 24 pages.

Bentata, P (2023). *Education, la France encore en retard. Evaluation de l'efficacité du système d'éducation et de formation en France*, décembre, 24 pages.

Institut économique Molinari
Des idées pour un avenir prospère
www.institutmolinari.org
ISBN 978-2-931091-30-2