



Financer les objectifs stratégiques de l'Europe

Potentiel et limites de l'Union de l'épargne et des investissements

Note Veblen — Programme Monnaie & Finance

Avril 2026

Wojtek Kalinowski*

Le déficit d'investissement dans les domaines stratégiques entrave la réalisation des objectifs de l'UE et affaiblit la compétitivité européenne sur les marchés mondiaux. Pour y remédier, la Commission a lancé en 2025 l'Union de l'Épargne et des Investissements (UEI), pilier central de sa Boussole pour la compétitivité, afin de mieux orienter l'épargne et le crédit vers des investissements productifs. Mais l'UEI ne s'attaque pas aux causes profondes du déficit d'investissement dans les domaines où les flux financiers divergent des priorités stratégiques. Le seul levier supplémentaire envisagé pour les réorienter reste le cofinancement public-privé via InvestEU et le futur Fonds pour la compétitivité. Comblé ce déficit exigera pourtant des mesures complémentaires en matière de réglementation financière et de politique monétaire.

MESSAGES CLES

- Le déficit d'investissement de l'UE tient moins à un manque de financement qu'à un financement systématiquement mal aligné sur les priorités stratégiques. De nombreux investissements vitaux présentent des profils risque-rendement incompatibles avec les attentes des investisseurs privés.
- L'UEI vise une meilleure intégration et une mise à l'échelle des marchés financiers européens, mais fait peu pour orienter concrètement les flux vers ces investissements.
- Il en va de même pour la relance de la titrisation, pièce maîtresse de l'UEI. Les investissements supplémentaires promis via les bilans bancaires restent théoriques, sans garantie qu'ils concerneront des secteurs stratégiques. La titrisation pourrait en outre créer de nouveaux risques financiers.
- L'UEI a manqué l'occasion d'imposer une titrisation verte assortie de conditionnalités fortes.
- Les mesures en faveur du capital-risque sont utiles pour stimuler l'innovation, mais ne reflètent pas les besoins de financement globaux de l'économie.
- Le financement des objectifs stratégiques repose donc essentiellement sur les subventions publiques et les instruments mixtes.
- Des mesures complémentaires restent nécessaires, notamment en matière de réglementation financière, de politique monétaire et de coordination macroéconomique.

* Co-Director & Head of the "Money & Finance" Programme at the Veblen Institute for Economic Reforms

Nos publications récentes :

Réglementation bancaire et compétitivité du secteur bancaire de l'UE

Mars 2026, par Jézabel Couppey-Soubeyran & Wojtek Kalinowski

Qui détient la dette publique ? Une question clé pour la soutenabilité

September 2025, by Jézabel Couppey-Soubeyran, M. Coussin, A. Faivre & Wojtek Kalinowski

Lever les verrous du système d'arbitrage en matière d'investissement pour sortir des énergies fossiles

Avril 2026, par Mathilde Dupré & Stéphanie Kpenou

Actifs gelés, plaintes brûlantes : comment les oligarques russes et d'autres investisseurs utilisent l'arbitrage d'investissement pour contester les sanctions

Décembre 2025, par Mathilde Dupré & Stéphanie Kpenou

Stabilité par la durabilité : Trois recommandations pour la révision de la stratégie de politique monétaire de la BCE en 2025

Janvier 2025, fruit d'un travail collaboratif entre diverses organisations de la société civile européenne et des experts des banques centrales

Note de politique économique — Programme Monnaie & Finance

Financer les objectifs stratégiques de l'Europe

Potentiel et limites de l'Union de l'Épargne et des Investissements

Wojtek Kalinowski

AVRIL 2026

www.veblen-institute.org

L'Institut Veblen pour les réformes économiques est un think tank à but non lucratif basé en France, qui promeut des politiques économiques, financières et monétaires en faveur de la durabilité et de la transition verte. Cette note s'inscrit dans notre programme « Monnaie & Finance », soutenu par la Fondation Charles-Léopold Mayer et la Fondation européenne pour le climat. Les opinions exprimées sont celles de l'Institut Veblen pour les réformes économiques et ne représentent pas les positions des organisations qui le financent.

L'Institut Veblen pour les réformes économiques



Introduction

La guerre au Moyen-Orient a rappelé aux décideurs européens la nécessité d'accélérer la transition énergétique et de réduire la dépendance aux fossiles. Mais la lenteur de la transformation et la faiblesse des investissements touchent de nombreux autres domaines : politique industrielle, adaptation climatique, défense ou infrastructures.

Le problème est bien documenté et figure en bonne place à l'agenda politique, mais s'avère difficile à traiter. Parmi les cinq « leviers » de compétitivité identifiés par la Commission (simplification, financement, suppression des barrières au sein du marché unique, meilleure coordination, compétences et qualité des emplois), seul le premier a connu des avancées rapides, via une série de paquets Omnibus adoptés depuis 2025, souvent au prix d'un abaissement des normes environnementales et sociales. Leur contribution à l'accélération des investissements reste incertaine.

La politique européenne tente d'y répondre par deux voies : consacrer une part accrue du budget de l'UE à l'investissement via des instruments de financement mixte (le Fonds pour la compétitivité en discussion au Parlement) ; et assouplir les conditions d'investissement privé via le paquet législatif sur l'Union de l'épargne et des investissements (UEI), lancé en mars 2025.

Cette note examine l'UEI et la mesure dans laquelle elle soutient les objectifs de l'UE. Le financement seul ne suffira pas à inverser la tendance : il doit s'inscrire dans une stratégie globale incluant commande publique, aides d'État et nouvelles règles commerciales (Péron et al., 2025). Selon Grjebine et al. (2026), les instruments de défense commerciale européens sont trop réactifs et fragmentés pour contrer la stratégie industrielle chinoise. Les droits de douane américains aggravent la situation en détournant les exportations chinoises vers les marchés européens (Tordoir & Setser, 2025).

Le paquet législatif sur l'UEI s'articule autour de quatre axes, avec un calendrier débutant en 2025 et une première évaluation prévue pour 2027 :

- Assouplissement des règles de financement privé : principalement une relance du marché de la titrisation, mais aussi une réforme des règles relatives au capital-risque.
- Recommandations pour mieux orienter l'épargne vers des véhicules d'investissement à long terme, notamment via de nouveaux Comptes d'épargne et d'investissement (CEI) et une révision des règles de retraite complémentaire, le cas échéant.
- Approfondissement des marchés financiers européens par l'intégration des infrastructures techniques (systèmes post-marché, dépositaires centraux de titres, règles de règlement-livraison et structures de négociation) afin de réduire les barrières nationales au sein du marché unique.
- Convergence en matière de supervision : renforcement du rôle de l'ESMA (Autorité européenne des marchés financiers), de l'EIOPA (Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles) et de l'ABE (Autorité bancaire européenne), avec dans certains domaines une évolution vers un cadre de supervision unique, sur le modèle de l'Union bancaire.

La note s'articule en trois parties : la première examine la nature du problème, la deuxième analyse la réponse apportée par l'UEI, et la troisième met en lumière les mesures complémentaires nécessaires pour y remédier pleinement.

1. Les difficultés de l'Europe en matière d'investissements stratégiques

Les montants d'investissements nécessaires pour atteindre les objectifs politiques de l'UE font l'objet d'estimations et de débats depuis de nombreuses années. Le rapport Draghi (2024) les évalue à 750-800 milliards d'euros par an (4,7-5 % du PIB de l'UE), couvrant l'innovation, la décarbonation industrielle, l'énergie et les technologies propres. L'I4CE chiffre quant à lui le déficit annuel d'investissement climatique à 344 milliards d'euros, soit environ 2 % du PIB de l'UE (Calipel, Henry & Cornaggia, 2025). Ces estimations varient selon les choix de scénario et les secteurs retenus (Couppey-Soubeyran & Kalinowski, 2024), et davantage encore lorsqu'on y intègre d'autres transformations : compétitivité, menaces géopolitiques, sécurité économique et rapatriement des chaînes de valeur. En France, le dernier rapport d'évaluation de France 2030 appelait ainsi à un plan d'investissement public dans les infrastructures de transition bas-carbone et à des mesures supplémentaires pour soutenir la décarbonation industrielle.

Plus fondamentalement, l'UE n'est en bonne voie pour atteindre aucun de ses grands objectifs. Selon l'I4CE, l'investissement éolien n'atteint que 29 % du niveau annuel requis, la rénovation des bâtiments environ 34 %, et les réseaux électriques accusent un déficit de 19 milliards d'euros par an. Sur les six dernières années, les investissements fossiles et les subventions associées ont progressé tandis que le soutien aux renouvelables reculait (Velten et al., 2025). Résultat : rénovation au ralenti, recul des ventes de pompes à chaleur depuis 2023, ralentissement du marché des véhicules électriques en 2024, expansion éolienne insuffisante. L'électrification progresse lentement dans tous les secteurs, et les prix industriels de l'électricité ont bondi de plus de 7,5 % par an entre 2019 et 2024, distançant largement les États-Unis et la Chine.

Ce sous-investissement structurel est l'une des raisons pour lesquelles l'Europe perd les avantages comparatifs qui sous-tendaient son modèle industriel, comme en témoigne la perte de plus de 240 000 emplois industriels en Allemagne en deux ans (2024 – 25). Environ 24 % des exportations totales de l'UE sont menacées à moyen terme par les produits chinois concurrents, et sur les marchés intérieurs, jusqu'à 55 % de la production manufacturière européenne pourrait être supplantée par les exportations chinoises — environ 70 % en Allemagne, 60 % en Italie, 50 % en Espagne, 36 % en France. Cela reflète la stratégie « Made in China 2025 », qui cible explicitement les véhicules électriques (VE), les batteries, les équipements industriels, la chimie, les produits pharmaceutiques, les machines-outils et l'aéronautique

Un problème central à cet égard est le fossé entre les objectifs politiques de l'UE et l'évaluation financière des projets d'investissement. Les rapports Letta (2024), Draghi (2024) et Noyer (2024) soulignent que les ménages européens détiennent quelque 35 000 milliards € d'épargne qui pourraient être canalisés vers des investissements productifs plutôt que vers les marchés financiers américains. Implicitement, la suggestion est que pour « rapatrier » l'épargne et la gestion d'actifs, les marchés financiers européens doivent devenir aussi attractifs que leurs homologues américains. Mais la plupart des investissements considérés comme stratégiques ne sont pas suffisamment rentables pour attirer spontanément des investisseurs privés ; le rôle de la finance à impact reste limité, la capacité de la réglementation bancaire et financière à orienter les flux est minimale, et les autres instruments économiques restent insuffisants. Par exemple, le système EU ETS (Emissions Trading System)

« reste l'instrument central pour la décarbonation industrielle, mais sa volatilité des prix a jusqu'à présent empêché la création d'une prime verte stable qui pourrait guider l'investissement à long terme dans les matériaux et technologies bas carbone » (Velten et al., 2025). En résumé, le déficit d'investissement de l'UE n'est pas principalement un problème de financement insuffisant, mais de financement systématiquement mal aligné sur les priorités stratégiques. Comblé ce déficit exige donc des outils d'orientation, et pas seulement de volume.

2. Pourquoi l'UEI n'est pas à la hauteur de ses ambitions stratégiques

Le corpus législatif sur l'UEI s'articule autour de cinq axes : la relance de la titrisation, un nouveau cadre pour les Comptes européens d'épargne et d'investissement, un paquet sur les retraites complémentaires, l'intégration des marchés financiers européens, et le renforcement de la convergence en matière de supervision. Cette section examine chacun de ces axes et évalue, dans chaque cas, son impact probable sur les investissements d'importance stratégique.

2.1 La relance de la titrisation "résiliente"

- **Nouvelle catégorie de titrisation "résiliente" avec un plancher de pondération des risques abaissé**¹. La Commission a introduit une catégorie pour les positions senior répondant à des garde-fous structurels supplémentaires². Ces positions bénéficient d'un plancher de pondération des risques de 5 %, contre 10 % pour les titrisations STS standard³ et 15 % pour les non-STs — environ au niveau des obligations sécurisées bien notées. Le rapporteur du PE, Ralf Seekatz, a réduit la portée de cette catégorie : elle ne s'appliquerait qu'aux titrisations synthétiques de bilan.
- **Recalibration des pondérations de risque et du « p-factor » pour l'ensemble des positions de titrisation (CRR)**. La Commission propose de réduire les p-factors et d'abaisser les planchers de pondération des risques dans toutes les catégories STS et non-STs, afin de rendre les exigences de fonds propres plus sensibles au risque. Le rapporteur du PE va plus loin et propose un plancher de 4 % pour les positions senior résilientes-STs (contre 5 % pour la Commission et 6 % pour le Conseil), réduit plus largement les p-factors et supprime la distinction entre positions d'originateur/arrangeur et d'investisseur. Constatant que cela accorderait un traitement plus favorable aux titrisations senior qu'aux obligations sécurisées, il propose symétriquement d'abaisser les pondérations de risque des obligations sécurisées de 10 % à 5 % pour les émissions les mieux notées.

¹ Un plancher de pondération des risques est un minimum réglementaire déterminant le montant de capital qu'une banque doit détenir contre un actif donné, quel que soit le résultat de ses modèles internes. Plus le plancher est bas, plus les titrisations senior se rapprochent d'un traitement quasi sans risque.

² Amortissement séquentiel, limites sur les expositions à haut risque, subordination minimale et protection du crédit financé uniquement.

³ Les titrisations STS (Simple, Transparent and Standardised) constituent un cadre réglementaire introduit par l'UE (Règlement 2017/2402) pour relancer le marché de la titrisation en renforçant la confiance des investisseurs.

- **Simplification des obligations de déclaration et de diligence raisonnable.** La Commission propose de réduire les champs de divulgation obligatoires⁴. Pour les parties vendeuses supervisées au niveau européen, les investisseurs n'auraient plus à vérifier indépendamment la conformité réglementaire, les autorités compétentes en étant déjà responsables. Les exigences de diligence raisonnable deviennent plus fondées sur des principes et proportionnées. Le rapporteur du Parlement européen Seekatz (PPE) soutient cette simplification mais va plus loin concernant les titrisations privées : il propose de supprimer l'obligation de déclarer les données auprès des référentiels centraux, tout en maintenant leur disponibilité pour les régulateurs.
- **Relèvement des limites d'investissement UCITS⁵.** La Commission propose d'élargir la base d'investisseurs en autorisant les fonds UCITS à détenir jusqu'à 50 % de leurs actifs dans une seule titrisation publique, contre 10 % actuellement. Il s'agit d'une mesure côté demande visant à accroître le nombre d'acheteurs institutionnels.
- **Ajustement des exigences de fonds propres pour les assureurs détenant des positions de titrisation (Solvency II).** La Commission propose d'abaisser les charges en capital pour les assureurs investissant dans des positions de titrisation STS senior, les rendant plus attractives commercialement par rapport aux obligations sécurisées et aux obligations d'entreprises. L'estimation propre de la Commission est d'environ 6 milliards € de réduction des exigences en capital pour le secteur des assurances — le seul chiffre quantitatif concret publié dans l'étude d'impact.
- **Éligibilité révisée des titrisations STS pour le LCR bancaire⁶.** La Commission propose d'élargir les conditions dans lesquelles les positions de titrisation STS senior sont comptabilisées dans les réserves de liquidité obligatoires des banques (LCR), les rendant marginalement plus attractives comme actifs liquides
- **Ajustements des critères STS pour les titrisations traditionnelles et synthétiques.** La Commission propose une série d'ajustements techniques, notamment permettre aux titrisations traditionnelles d'être structurées sans Special Purpose Vehicle (SPV) pour les petites transactions, et clarifier les exigences d'homogénéité pour les portefeuilles de crédits aux PME visant le label STS.

Impact sur les investissements stratégiques

La titrisation n'est pas un instrument de financement direct de l'économie réelle : elle permet aux banques de refinancer des prêts existants, de réduire les fonds propres réglementaires et de transférer le risque de crédit vers des entités non bancaires. Elle crée de nouvelles capacités de crédit bancaire mais ne modifie pas le profil risque-rendement des investissements sous-jacents. Beaucoup des investissements les plus urgents — rénovation de bâtiments, décarbonation industrielle, extension des réseaux électriques, fabrication de technologies propres, industrie de défense — partagent un

⁴ Lorsqu'une banque émet une titrisation dans l'UE, elle doit déclarer des données détaillées sur chaque actif sous-jacent : caractéristiques des emprunteurs, évaluations immobilières, ratios prêt-valeur, type de taux, historique des retards, données géographiques, etc. Ces modèles ont été développés par l'ESMA après 2008 pour restaurer la confiance des investisseurs.

⁵ Organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM).

⁶ Le Liquidity Coverage Ratio (LCR) est une norme de Bâle III exigeant que les banques détiennent suffisamment d'actifs liquides de haute qualité (HQLA) pour faire face à un scénario de crise sur 30 jours.

profil structurellement peu attractif pour les investisseurs privés : horizons longs, rendements faibles ou incertains, forte intensité capitalistique, et écart important entre impact socio-économique et valeur financière. Le plafond théorique de 1 500 milliards € de « capacité de crédit supplémentaire » cité par le rapport Noyer est une limite bilantielle, non une estimation des flux d'investissement productif — la propre étude d'impact de la Commission a explicitement indiqué qu'elle ne pouvait pas quantifier l'effet sur les crédits à l'économie réelle. La titrisation peut aider les segments qui intéressent déjà les investisseurs et pour lesquels un marché secondaire liquide existe. Comme le Comité conjoint des AES l'avait averti dès 2022, la seule recalibration du capital ne relancera pas le marché, et la demande des investisseurs « pourrait rester atone dans un avenir prévisible », indépendamment des changements réglementaires.

Comme le souligne Finance Watch (2024b), la proposition crée en outre un risque d'arbitrage réglementaire : avec les nouveaux planchers de fonds propres, les banques pourraient détenir moins de capital contre des prêts titrisés que contre les mêmes prêts détenus directement — une incitation à l'ingénierie financière qui réduit les exigences apparentes de fonds propres sans réduire le risque réel. Par ailleurs, les bénéficiaires profitent de manière disproportionnée aux grandes banques en concurrence internationale, consolidant leur domination dans l'intermédiation.

Les risques pour la stabilité financière sont aggravés par la croissance rapide de la titrisation synthétique. En transférant le risque de crédit des banques vers les intermédiaires financiers non bancaires (IFNB), la titrisation synthétique déplace le risque vers un domaine plus fragmenté et moins réglementé, susceptible d'amplifier les chocs et d'exercer des pressions procycliques en cas de retournement conjoncturel. Par ailleurs, la proposition risque d'alimenter une course vers le bas dans les normes prudentielles mondiales : le plancher de 5 % proposé pour les positions résilientes se compare à 15 % pour les titrisations STS Bâle (simples, transparentes et standardisées) et à 25 % pour les non-STs. L'avis de la BCE de novembre 2025 abonde dans ce sens : le calibrage proposé « semble excessif et complexe » et son interaction avec les exigences applicables aux structures synthétiques n'a pas été suffisamment testée.

En résumé, la relance de la titrisation élargit la capacité bilantielle théorique mais n'offre aucune garantie que les capitaux ainsi libérés atteindront les investissements stratégiques — tout en introduisant de nouveaux risques pour la stabilité financière.

Une occasion manquée d'introduire des conditionnalités

Le dispositif sur la titrisation a été explicitement justifié par la Commission et les législateurs comme une contribution aux objectifs de transition stratégique et verte de l'Europe. Pourtant, le texte législatif ne contient aucun mécanisme garantissant que les capitaux ainsi libérés soient effectivement orientés vers ces objectifs. Le Règlement européen sur les obligations vertes (EuGB), entré en vigueur en décembre 2024, offre pourtant un modèle alternatif : une titrisation y est qualifiée de « verte » si la banque cédante consacre au moins 85 % des produits à des activités alignées sur la Taxonomie européenne — principe également appliqué par la BEI dans ses opérations de titrisation verte. La Banque de France et l'ACPR (2025) ainsi que le CESE (2025a) ont appelé à conditionner tout traitement prudentiel préférentiel à l'obtention du label EuGB ou à des engagements équivalents d'affectation des produits.

2.2 Améliorer l'accès au capital-risque européen

Le marché européen du capital-risque (VC) reste fragmenté et beaucoup moins développé que le marché américain : la taille des fonds est plus réduite, les marchés

de sortie sont moins développés, et les obstacles réglementaires empêchent les investisseurs institutionnels tels que les fonds de pension et les assureurs d'allouer des montants significatifs au VC. Il en résulte que les entreprises européennes prometteuses sont systématiquement attirées vers les marchés américains pour financer leur expansion (Albis & Rozière, 2025). L'UEI s'attaque à ce problème via deux instruments

- Premièrement, la réforme EuVECA prévoit de réviser la réglementation sur les fonds de capital-risque européens pour abaisser les obstacles à la levée de fonds VC transfrontaliers et élargir l'éventail des investisseurs éligibles, y compris les investisseurs à haute valeur nette et une catégorie élargie d'investisseurs semi-professionnels. L'objectif est de développer un écosystème VC paneuropéen plus profond, capable de retenir les entreprises en phase de développement qui partent actuellement pour les marchés américains
- Deuxièmement, la révision de la Directive sur les droits des actionnaires (SRD) met à jour les règles de gouvernance et la transparence en matière de vote ESG (Environnement, Social et Gouvernance), ce qui pourrait améliorer les conditions de gouvernance pour les investissements en capital long terme, y compris dans les entreprises en croissance

La Commission développe également des mesures complémentaires via le Conseil européen de l'innovation (EIC) et le futur Fonds de compétitivité. L'EIC fournit déjà un financement mixte — combinaisons de fonds propres et de subventions — pour les entreprises de deep tech à la frontière de ce que le VC privé financera. La fenêtre Leadership numérique du Fonds de compétitivité (51,5 milliards €) cible explicitement le financement du passage à l'échelle européen, notamment l'IA, l'informatique quantique, les semi-conducteurs et la fabrication avancée

Impact sur les investissements stratégiques

Ce volet de l'UEI s'attaque à un problème réel mais ne concerne que le "sommet" du spectre des investissements : les projets d'innovation technologique qui ont besoin de capital patient, pas de subventions. Il ne touche pas la catégorie beaucoup plus large d'investissements à rentabilité structurellement faible : rénovation des bâtiments, décarbonation industrielle, infrastructures de réseaux, restauration de la biodiversité. Le diagnostic du capital-risque risque d'être utilisé pour justifier un agenda d'intégration des marchés qui n'est pas pertinent pour de nombreux autres projets d'investissement.

2.3 Comptes européens d'épargne et d'investissement

La Commission a publié en septembre 2025 une recommandation non contraignante sur les Comptes européens d'épargne et d'investissement (EU-SIA) : des comptes neutres vis-à-vis des prestataires, portables et ouverts à tous les citoyens de l'UE, dont la mise en œuvre est laissée aux États membres via leurs dispositifs fiscaux nationaux. La recommandation mentionne explicitement les objectifs stratégiques de l'UE⁷, mais ne prévoit ni traitement fiscal différencié par type d'actif, ni allocation minimale vers des

⁷ Le point 17 précise que les États membres « devraient vivement encourager les prestataires à proposer des options d'investissement permettant aux investisseurs particuliers de diriger leurs investissements vers l'économie de l'UE, afin de contribuer aux priorités stratégiques de l'Union, notamment les transitions numérique, verte et sociale, ainsi que le renforcement de la sécurité et de la défense européennes. »

actifs verts ou stratégiques, ni obligation de reporting sur les investissements liés à la transition, ni lien avec la Taxonomie européenne. L'allocation stratégique reste purement volontaire. L'enquête sur les cadres existants révèle un paysage très hétérogène : seuls 11 États membres disposent d'un cadre opérationnel, avec des encours allant de moins de 1 % du PIB (Danemark, Finlande, Italie) à 29,8 % (Suède). Or les dispositifs les plus performants, comme le modèle suédois, n'imposent aucune contrainte géographique ni de classe d'actifs — ce qui signifie qu'un EU-SIA conçu de manière large aura une portée mondiale plutôt qu'européenne.

Impact sur les investissements stratégiques

Un EU-SIA bien conçu permettra de mobiliser l'épargne des particuliers avec succès ; les études sur les dispositifs nationaux existants montrent qu'il canaliser ces épargnes vers des actifs liquides de grande capitalisation, et non vers la partie du paysage d'investissement qui en a le plus besoin. Les recommandations peuvent aider à mobiliser l'épargne, mais n'orientent pas les fonds là où ils sont nécessaires. La contrainte juridique fondamentale est essentielle : l'harmonisation du marché intérieur ne peut pas imposer l'allocation du capital sans entrer en conflit avec les règles de devoir fiduciaire dans 27 systèmes nationaux. L'ambition explicite de l'UEI est de réorienter l'épargne européenne vers les investissements européens, et l'hypothèse sous-jacente est que les marchés financiers européens doivent devenir aussi attractifs pour les investisseurs mondiaux que leurs concurrents américains.

2.4 Régime de retraite complémentaire

Le Régime retraite complémentaire, publié en novembre 2025, est l'instrument de l'UEI pour mobiliser l'épargne des ménages à long terme via le système de retraite dans les pays où un pilier par capitalisation existe, comme aux Pays-Bas ou dans les pays nordiques. Il comprend deux volets principaux. La révision de la directive IORP II (Institutions for Occupational Retirement Provision) introduit des dispositions d'affiliation automatique obligeant les employeurs à inscrire automatiquement les travailleurs éligibles dans les schémas de retraite. L'affiliation automatique est solidement étayée par des preuves empiriques au Royaume-Uni et ailleurs : elle augmente significativement les taux de participation des travailleurs à revenus faibles et moyens qui n'épargneraient sinon pas. La révision renforce également le cadre de gouvernance des investissements des fonds de pension.

Le second volet est une révision du règlement sur le Produit d'épargne-retraite paneuropéen individuel (PEPP), adopté en 2019 mais largement inactif en raison d'un décalage entre ses plafonds de coûts et les modèles commerciaux des prestataires. Le PEPP révisé vise à rendre le produit viable en ajustant le plafond de frais et en simplifiant les règles de portabilité. L'ambition est de créer un véritable produit de retraite individuel paneuropéen qui regroupe l'épargne à long terme et l'achemine vers les marchés de capitaux de l'UE. Comme pour la Recommandation EU-SIA, le paquet retraites laisse l'orientation des allocations entièrement volontaire.

Impact sur les investissements stratégiques

Le régime de retraite vise à élargir l'offre de capital patient à long terme sur les marchés européens. Les fonds de pension sont des détenteurs naturels d'actifs à longue durée et peu liquides, précisément le type de financement dont ont besoin les projets d'infrastructure, d'énergie renouvelable et de transformation industrielle. L'affiliation automatique, si elle est largement mise en œuvre, pourrait accroître significativement les encours des fonds de pension professionnels sur un horizon de 10 à 15 ans, et la réforme du PEPP pourrait à terme apporter un complément modeste d'épargne à long

terme de détail. En ce sens, le paquet retraites répond à un véritable déficit d'offre en capital à long terme.

Toutefois, les fonds de pension investissent selon des critères de devoir fiduciaire et de rapport risque-rendement ; étendue, l'épargne retraite ira vers des portefeuilles liquides et diversifiés, souvent dominés par des actions américaines et des obligations de grande capitalisation. Le cas des fonds de pension danois illustre la difficulté : début 2026, des fonds comme PFA Pension ou AkademikerPension ont annoncé une réduction de leur exposition aux marchés américains, mais ont jugé un désinvestissement complet irréaliste. Un quart de l'ensemble des actifs des fonds de pension danois est encore investi aux États-Unis (contre 16 % en 2018), ce qui est plus que leurs avoirs européens. En conclusion, le paquet retraites peut accroître le capital à long terme, mais en l'absence d'orientations sur l'allocation, il ne le rapatriera pas et ne l'alignera pas sur les priorités de l'UE.

2.5 Intégration des marchés financiers européens

Le paquet sur l'intégration des marchés, publié en décembre 2025, réaffirme le diagnostic de longue date selon lequel la fragmentation des marchés de capitaux européens en 27 juridictions nationales engendre des coûts significatifs, crée des obstacles à l'investissement transfrontalier et empêche le développement d'infrastructures financières compétitives à l'échelle de l'UE. Le dossier est politiquement sensible, les États membres tendant à protéger leurs écosystèmes bancaires et financiers nationaux, comme en témoigne le peu de progrès accomplis par l'Union des marchés de capitaux depuis son lancement en 2015. Les principales mesures visent à lever les obstacles à l'intégration des marchés, notamment via l'introduction d'un statut d'Opérateur de marché paneuropéen (PEMO) pour les opérateurs de plateformes de négociation, la simplification de la distribution transfrontalière de fonds d'investissement, et l'harmonisation des infrastructures post-marché couvrant les règles de règlement-livraison, l'interopérabilité des dépositaires centraux de titres et les dispositifs de compensation.

Le paquet développe également des normes ESG communes sous la coordination de l'ESMA, afin de réduire les risques d'écoblanchiment et d'améliorer la comparabilité des produits de finance durable. Ces propositions se heurtent à la résistance des petites places financières — Luxembourg, Irlande et Pays-Bas — dont les modèles concurrentiels reposent sur la flexibilité prudentielle nationale. L'étendue des pouvoirs directs de l'ESMA devrait constituer un point de contentieux central lors des trilogues.

Impact sur les investissements stratégiques

La convergence prudentielle et les normes ESG communes figurent parmi les réformes les plus substantielles de l'UEI et contribueront à réduire l'arbitrage réglementaire. Réduire la fragmentation pourrait également abaisser les coûts de transaction et stimuler l'investissement transfrontalier. Mais l'intégration est une condition nécessaire au fonctionnement d'une union des marchés de capitaux ; elle ne suffit pas à orienter le capital vers des objectifs stratégiques. Un marché européen de capitaux plus intégré, en l'absence d'autres mesures, canaliserait plus efficacement l'épargne vers les rendements ajustés au risque les plus élevés à court terme.

2.6 Convergence prudentielle

La vision à long terme de la Commission est un cadre de supervision unique pour les marchés de capitaux de l'UE, calqué sur le modèle de l'Union bancaire, bien que les propositions actuelles soient bien en deçà de cet objectif. Les mesures immédiates

renforcent les outils de convergence des trois Autorités européennes de surveillance — ESMA, EIOPA et EBA — via des mécanismes de révision par les pairs plus solides, des pouvoirs étendus pour émettre des normes techniques contraignantes et des évaluations de convergence prudentielle élargies. Dans certains domaines, le Paquet d'intégration des marchés de décembre 2025 évolue vers une supervision directe de l'ESMA sur les CCPs et CSDs transfrontaliers.

Un dossier important incorporé dans l'UEI est la réforme de la gestion des crises et de l'assurance des dépôts (CMDI, finalisée en juin 2025), qui révisé la BRRD (Bank Recovery and Resolution Directive), la SRMR (Single Resolution Mechanism Regulation) et la DGSD (Deposit Guarantee Schemes Directive). Elle renforce le cadre de résolution pour les banques — en élargissant son application aux banques plus petites et régionales — et consolide le principe de renflouement interne (bail-in). Cependant, le Système européen d'assurance des dépôts (EDIS), le troisième pilier manquant de l'Union bancaire, reste politiquement bloqué. Sans EDIS et un filet de sécurité opérationnel, le risque bancaire reste renationalisé, la consolidation bancaire transfrontière est entravée, et la confiance nécessaire à l'essor des produits d'investissement à l'échelle de l'UE reste insuffisante. Le FMI (2025) et le Directeur général du MES (2025) identifient tous deux cette incomplétude comme une contrainte pesante sur les ambitions de l'UEI.

Deux dossiers supplémentaires sont actuellement en phase pré-législative. La révision du SFDR (Règlement sur la publication d'informations en matière de durabilité) et les normes sur les produits ESG (annoncées pour 2025-2026) visent à définir plus précisément l'« investissement durable », à lutter contre l'écoblanchiment et à améliorer la comparabilité des produits. La révision de la Directive sur les droits des actionnaires (SRD) et la réforme d'EuVECA (prévues au troisième ou quatrième trimestre 2026) mettraient à jour les règles de gérance, la transparence des votes ESG et le cadre du capital-risque. Ces deux chantiers représentent des fenêtres d'influence active en amont des propositions de la Commission.

Impact sur les investissements stratégiques

Des mandats plus forts pour les AES, des normes ESG communes et des progrès sur l'Union bancaire constituent des réformes réellement utiles pour l'intégration continue au sein du Marché unique européen. L'achèvement d'EDIS serait en particulier une étape significative. Cela dit, la convergence élimine les « frictions » ; elle n'installe pas de direction. Même dans le cadre d'un dispositif prudentiel de l'UE pleinement harmonisé, les critères d'allocation continueraient à désavantager systématiquement les investissements à long terme et faible rentabilité requis par la transition.

3. Au-delà de l'UEI : finance publique, réglementation financière et politique monétaire

L'évaluation ci-dessus n'est pas surprenante, la Commission elle-même reconnaissant que les « cadres incitatifs sont nécessaires mais insuffisants ». L'une des raisons des limites observées est que la base juridique de l'UEI, l'harmonisation du marché intérieur, limite sa capacité à imposer l'allocation du capital privé. La situation s'est récemment aggravée avec l'affaiblissement des normes et outils directeurs tels que la CSRD (Corporate Sustainability Reporting Directive), la CSDDD (Corporate Sustainability Due Diligence Directive) ou le principe de « ne pas causer de préjudice significatif » (DNSH), résultat de la longue série de paquets Omnibus. Les sections suivantes proposent trois

voies complémentaires pour mobiliser les financements vers les objectifs stratégiques de l'UE : de meilleurs instruments de financement mixte, une réglementation financière favorable et une politique monétaire active.

3.1. Orienter les flux financiers par la finance publique et la finance mixte

Les subventions publiques, les garanties et les instruments financiers associés demeurent pratiquement les seuls outils permettant d'orienter les investissements dans une direction stratégique et d'associer les financements privés. Les banques et institutions financières de développement européennes et nationales sont appelées à jouer un rôle central en tant que partenaires de mise en œuvre, mais disposent d'une capacité financière insuffisante, tandis que les marges de manœuvre des États restent contraintes par des niveaux d'endettement élevés et les règles budgétaires du Pacte de stabilité. D'où l'engagement de la Commission à augmenter les sommes disponibles via le fonds InvestEU actuel et le futur Fonds pour la compétitivité.

Une question clé est celle de l'efficacité avec laquelle les fonds publics seront utilisés. Les politiques européennes de financement mixte devraient éviter les écueils observés dans la finance du développement, où les engagements privés restent faibles, procycliques et portent essentiellement sur des projets à moindre risque. Une idée reçue répandue dans la finance du développement est que quelques mécanismes de dérisquage modestes suffisent à réorienter les capitaux privés à l'échelle et sur la durée requises, ignorant les contraintes structurelles pesant sur les capitaux institutionnels : indicateurs de performance indexés sur des références de marché, obligations fiduciaires, et préférences systématiques pour la liquidité, l'échelle et la solvabilité (Convergence, 2024 ; Mazzucato & Vieira de Sá, 2025). Les investisseurs publics européens et leurs co-investisseurs devraient aller au-delà du simple dérisquage de la finance privée et fonder leurs partenariats d'investissement sur quatre principes clés :

- **directionnalité**, liant les conditions concessionnelles à des conditions concrètes : achats publics verts, partage de technologies, clauses de réinvestissement, engagements envers la chaîne d'approvisionnement locale ou participations publiques permettant à l'UE de partager les gains sur les investissements dérisqués..
- **additionalité au-delà de l'effet de levier** — succès mesuré par des changements qualitatifs (nouvelles classes d'actifs, capacité de pipeline domestique, diffusion technologique), et non par les capitaux privés mobilisés
- **partage équitable des risques et des rendements**, lorsque les acteurs publics supportent le risque baissier, ils devraient partager la hausse via des frais, le partage des bénéfices, des participations, des redevances ou des clauses de restitution.
- **transparence et gouvernance** — supervision législative et divulgation obligatoire des engagements contingents sur les bilans publics.

3.2 Orienter les flux financiers par la réglementation financière

La réglementation financière peut jouer un rôle complémentaire et favorable aux politiques discutées ci-dessus, de plusieurs manières (voir aussi Carré, Couppey-Soubeyran, et al. 2022 pour les détails):

- **Conditionnalités et principe d'affectation des produits.** Le paquet sur la titrisation présenté dans la section précédente a été explicitement justifié par la Commission comme une contribution aux objectifs de transition stratégique et verte de l'Europe. Pourtant, le texte législatif ne contient aucun mécanisme garantissant que les capitaux libérés par la titrisation soient effectivement orientés vers ces objectifs. Le Règlement européen sur les obligations vertes (EuGB), entré en vigueur en décembre 2024, fournit déjà une définition réglementaire de la titrisation verte fondée sur le principe d'affectation des produits : en vertu de l'EuGB, une titrisation est qualifiée de « verte » même lorsqu'elle est adossée à des créances sous-jacentes non-durables, à condition que la banque cédante utilise au moins 85 % des produits pour financer des activités alignées sur la Taxonomie européenne. La Banque de France et l'ACPR, dans une prise de position publiée début 2025, ont explicitement plaidé pour la titrisation verte comme mécanisme permettant de mettre la relance de l'UEI au service de la transition écologique, et ont proposé que le traitement prudentiel préférentiel soit conditionné à l'obtention du label EuGB ou à des engagements équivalents d'affectation des produits.
- **Incidations prudentielles au titre de Pillar 2 pour les banques,** en utilisant le processus de surveillance prudentielle existant pour pousser les banques individuelles vers l'alignement climatique sans modifier les ratios de fonds propres du Pilier 1 basés sur des formules. La BCE s'est déjà engagée dans cette voie en exigeant des banques qu'elles divulguent leurs expositions aux risques climatiques et en avertissant que les établissements ne parvenant pas à élaborer des plans de transition crédibles s'exposeraient à des conséquences prudentielles.
- **Autres outils macroprudentiels,** tels que les coussins de risque systémique au titre de la CRD V et les coussins contracycliques.
- **Outils prudentiels sectoriels,** s'appuyant sur le facteur de soutien aux infrastructures existant.
- **Schémas de rémunération des gestionnaires d'actifs,** des dirigeants de banques et des responsables de compagnies d'assurance, dont la rémunération inclut d'importantes composantes variables (bonus) : étendre les périodes de différé pour la rémunération variable au-delà de trois ans et intégrer des indicateurs d'impact climatique dans la rémunération variable réduirait l'incitation à privilégier la performance à court terme au détriment de l'alignement climatique à long terme.
- **Plus radicalement, une nouvelle définition du devoir fiduciaire,** intégrant les risques climatiques et les impacts climatiques (double matérialité) aux côtés des rendements financiers, dans le cadre de l'AIFMD (Alternative Investment Fund Managers Directive), des UCITS, de MiFID II (Markets in Financial Instruments Directive II), de Solvabilité II et de l'IDD (Insurance Distribution Directive).

3.3 Orienter les flux financiers par les politiques de banque centrale

Les banques centrales disposent d'un ensemble d'outils spécifiques permettant d'influencer à la fois la direction et le coût du financement des investissements, sans nécessiter de nouvelles dépenses publiques (voir Couppey-Soubeyran, 2020). Les options vont de mesures classiques comme la supervision bancaire à des options plus controversées telles que le refinancement préférentiel des investisseurs publics.

- **Supervision bancaire et plans de transition.** Le bras de supervision bancaire de la BCE (MSU) exige déjà des établissements importants qu'ils identifient et divulguent leurs risques financiers liés au climat, et a fait du risque climatique une priorité prudentielle pour 2024-2026. La révision CRD VI/CRD V adoptée en 2024 impose déjà aux organes de direction d'intégrer les risques ESG dans leur gouvernance et leurs plans de transition. L'étape suivante consiste à exiger des banques qu'elles élaborent des plans de transition contraignants dans le cadre du Processus de surveillance et d'évaluation prudentielles (SREP) : les superviseurs demanderaient à chaque banque de démontrer, lors de son évaluation individuelle, qu'elle a adopté un objectif de prêts alignés sur la neutralité carbone, développé un plan de transition sur cinq ans, et intégré des critères climatiques dans ses processus de décision de crédit. Les banques ne satisfaisant pas les superviseurs sur ces points se verraient imposer des exigences de fonds propres supplémentaires au titre du Pilier 2.
- **« Verdissement » et gestion active du cadre de collatéral.** Le cadre de collatéral de la BCE — les règles régissant les actifs que les banques peuvent mettre en garantie pour obtenir des liquidités de banque centrale — est l'un des instruments de politique monétaire les moins visibles mais les plus omniprésents. Tout actif accepté par la BCE comme collatéral bénéficie d'une forme implicite de cautionnement de la banque centrale. Le cadre actuel applique des décotes fondées sur la notation de crédit et le type d'actif, mais pas sur l'alignement climatique. Un cadre de collatéral orienté introduirait deux ajustements. D'une part, des décotes préférentielles (remises moins importantes) pour les obligations vertes, les obligations liées à la durabilité et les obligations sécurisées adossées à des prêts hypothécaires écoénergétiques — actifs déjà recensés dans le cadre du Règlement EuGB — réduiraient le coût de détention des titres verts pour les banques et stimuleraient la demande. D'autre part, l'exclusion progressive ou l'application de décotes plus élevées aux actifs à forte intensité carbone (obligations d'entreprises fossiles, obligations d'entreprises sans plan de transition crédible) renchérirait le coût relatif de détention du collatéral brun, restructurant les incitations sur les bilans bancaires sans nécessiter d'exigences directes en fonds propres.
- **Refinancement préférentiel pour les investissements verts ou stratégiques.** Les banques centrales fournissent des liquidités aux banques commerciales via des opérations de refinancement — les opérations principales de refinancement (OPR) et les TLTRO (opérations de refinancement à plus long terme ciblées) de la BCE. Un taux de refinancement différencié réduirait directement le coût du capital pour les prêts prioritaires que l'UEI entend encourager, sans impact sur les budgets publics. Le précédent existe : le TLTRO III (2020-2021) offrait des taux inférieurs aux taux de marché conditionnés aux volumes de prêts, démontrant que la conditionnalité ciblée est opérationnellement faisable et juridiquement incontestée dans le cadre du mandat de la BCE. La question de conception centrale est celle de la conditionnalité : un TLTRO vert devrait être conditionné à l'alignement du portefeuille de la banque avec la Taxonomie européenne, mesuré via des indicateurs climatiques au niveau des prêts, et devrait exclure le refinancement d'actifs liés aux énergies fossiles.
- **Achats ciblés d'obligations.** L'achat de catégories spécifiques d'actifs — par exemple des obligations liées à des programmes accrédités InvestEU ou à des projets certifiés par la BEI — abaisserait les coûts d'emprunt pour ces actifs et

créerait un mécanisme de coordination monétaire-budgétaire sans financer directement les États.

- **Protection de la dette souveraine et réduction des coûts d'emprunt.** Une banque centrale peut tenter de contenir la pression des marchés sur le coût de la dette souveraine de plusieurs manières, dont les achats ciblés d'obligations. Une autre voie est l'extension des maturités : concentrer les achats de réinvestissement sur des obligations à très longue échéance (15, 25 ou 50 ans) ou convertir progressivement les portefeuilles en obligations perpétuelles réduit le risque de refinancement et abaisse la prime sur la dette publique à longue durée — précisément la structure d'échéance que requièrent les infrastructures de réseau, la décarbonation industrielle et la rénovation des bâtiments.
- **Refinancement préférentiel des investisseurs publics.** La proposition la plus ambitieuse est celle d'un financement coordonné entre la BCE et les banques et institutions financières publiques de développement. Plutôt que de canaliser le financement des investissements stratégiques via l'émission de dette souveraine sur les marchés financiers — ce qui déclenche des primes de risque souverain et pèse sur les règles de déficit — une structure coordonnée verrait les banques de développement nationales ou la BEI émettre des obligations vertes ou stratégiques dédiées, que la BCE achèterait ou garantirait sur le marché secondaire.

Liste des abréviations

ABS — Asset-Backed Securities (titres adossés à des actifs)

AIFMD — Alternative Investment Fund Managers Directive (directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs)

AI — Artificial Intelligence (intelligence artificielle)

BIS — Bank for International Settlements (Banque des règlements internationaux)

BRRD — Bank Recovery and Resolution Directive (directive sur le redressement et la résolution des banques)

CCPs — Central Clearing Counterparties (contreparties centrales de compensation)

CfDs — Contracts for Difference (contrats pour différence)

CLOs — Collateralised Loan Obligations (obligations adossées à des prêts)

CMDI — Crisis Management and Deposit Insurance (gestion des crises et assurance des dépôts)

CQS — Credit Quality Step (échelon de qualité de crédit) CRD / CRD V — Capital Requirements Directive (directive sur les exigences de fonds propres, version V en vigueur depuis 2025)

CRR — Capital Requirements Regulation (règlement sur les exigences de fonds propres)

CSDDD — Corporate Sustainability Due Diligence Directive (directive sur le devoir de vigilance des entreprises en matière de durabilité)

CSRD — Corporate Sustainability Reporting Directive (directive sur les rapports de durabilité des entreprises)

CSDs — Central Securities Depositories (dépositaires centraux de titres)

DGSD — Deposit Guarantee Schemes Directive (directive sur les systèmes de garantie des dépôts)

EBA — European Banking Authority (Autorité bancaire européenne)

EC — European Commission (Commission européenne)

ECB — European Central Bank (Banque centrale européenne)

ECNO — European Climate Neutrality Observatory (Observatoire européen de la neutralité climatique)

EDIS — European Deposit Insurance Scheme (système européen d'assurance des dépôts)

EEA — European Economic Area (Espace économique européen)

EESC — European Economic and Social Committee (Comité économique et social européen)

EIB — European Investment Bank (Banque européenne d'investissement)

EIC — European Innovation Council (Conseil européen de l'innovation)

EIF — European Investment Fund (Fonds européen d'investissement)

EIOPA — European Insurance and Occupational Pensions Authority (Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles)

EP — European Parliament (Parlement européen)

EPRS — European Parliamentary Research Service (Service de recherche du Parlement européen)

ESA / ESAs — European Supervisory Authority / Authorities (Autorité(s) européenne(s) de surveillance)

ESG — Environmental, Social and Governance (environnement, social et gouvernance)

ESM — European Stability Mechanism (Mécanisme européen de stabilité)

ESMA — European Securities and Markets Authority (Autorité européenne des marchés financiers)

ESRB — European Systemic Risk Board (Comité européen du risque systémique)

ETS — Emissions Trading System (système d'échange de quotas d'émissions de l'UE)

ETUC — European Trade Union Confederation (Confédération européenne des syndicats)

EU-SIA — European Union Savings and Investment Account (compte européen d'épargne et d'investissement)

EuVECA — European Venture Capital Funds Regulation (règlement sur les fonds de capital-risque européens)

EVs — Electric Vehicles (véhicules électriques)

FSB — Financial Stability Board (Conseil de stabilité financière)

I4CE — Institute for Climate Economics (Institut de l'économie pour le climat, Paris)

IDD — Insurance Distribution Directive (directive sur la distribution d'assurances)

IMF — International Monetary Fund (Fonds monétaire international)

IORP II — Institutions for Occupational Retirement Provision Directive, revised (directive sur les institutions de retraite professionnelle, révisée)

IPCEI — Important Project of Common European Interest (projet important d'intérêt européen commun)

LCR — Liquidity Coverage Ratio (ratio de couverture des besoins en liquidités)

MiFID II — Markets in Financial Instruments Directive II (directive sur les marchés d'instruments financiers II)

NBFIs — Non-Bank Financial Intermediaries (intermédiaires financiers non bancaires)

NGFS — Network for Greening the Financial System (Réseau pour le verdissement du système financier)

NZIA — Net Zero Industry Act (loi sur l'industrie zéro net)

PEMO — Pan-European Market Operator (opérateur de marché paneuropéen)

PEPP — Pan-European Personal Pension Product (produit d'épargne-retraite individuel paneuropéen)

QE — Quantitative Easing (assouplissement quantitatif)

SFDR — Sustainable Finance Disclosure Regulation (règlement sur la publication d'informations en matière de durabilité)

SIAs — Savings and Investment Accounts (comptes d'épargne et d'investissement)

SMEs — Small and Medium-sized Enterprises (petites et moyennes entreprises) SPV — Special Purpose Vehicle (véhicule à finalité spéciale)

SRD — Shareholders Rights Directive (directive sur les droits des actionnaires)

SRMR — Single Resolution Mechanism Regulation (règlement sur le mécanisme de résolution unique)

SRT — Significant Risk Transfer (transfert significatif de risque)

STEP — Strategic Technologies for Europe Platform (plateforme pour les technologies stratégiques pour l'Europe)

STS — Simple, Transparent and Standardised (simple, transparent et standardisé — label de titrisation)

SWD — Staff Working Document (document de travail des services de la Commission)

TFEU — Treaty on the Functioning of the European Union (traité sur le fonctionnement de l'Union européenne)

TLTRO — Targeted Longer-Term Refinancing Operation (opération de refinancement à long terme ciblée)

UCITS — Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (organismes de placement collectif en valeurs mobilières)

VC — Venture Capital (capital-risque)

Références

Beck, R., Coppola, A., Lewis, A., Maggiori, M., Schmitz, M. & Schreger, J. (2024). [The geography of capital allocation in the euro area](#). ECB Working Paper Series, No. 3007, March 2024.

Behn, M. & Reghezza, A. (2025). [Capital requirements: a pillar or a burden for bank competitiveness?](#) ECB Occasional Paper Series, No. 376, European Central Bank.

- Buchholz, M., Loeffler, A. & Sigel, P. (2025). [Do capital requirements and their international differences affect banks' profitability?](#) Deutsche Bundesbank Discussion Paper No. 31/2025.
- Calipel, C., Bizien, A. & Pellerin-Carlin, T. (2024). [European Climate Investment Deficit Report: An Investment Pathway for Europe's Future](#). I4CE, 21 February 2024.
- Calipel, C., Henry, C. & Cornaggia, A. (2025). [The State of Europe's Climate Investment – 2025 Edition](#). I4CE, 3 June 2025.
- Carré, E., Couppey-Soubeyran, J., Fontan, C., Monnin, P., Plihon, D. & Vincent, M. (2022). [Mettre la réglementation bancaire au service de la transition écologique](#). Institut Veblen.
- Couppey-Soubeyran, J. (2020). [The Role of Monetary Policy in the Ecological Transition: An Overview of Various Greening Options](#), Veblen Institute for Economic Reforms
- Couppey-Soubeyran, J., Coussin, M., Faivre, A. & Kalinowski, W. (2025). [Qui détient la dette publique ? Une question clé pour la soutenabilité](#). Veblen Institute for Economic Reforms, septembre 2025.
- Draghi, M. (2024). [The Future of European Competitiveness](#). Report to the European Commission, September 2024.
- Dupré, M., Hallak, J. & Kalinowski, W. (2020). [Making the Green Deal work: a social and environmental programme to lead Europe out of crisis](#). Veblen Policy Paper, March 2020. Available at: <https://www.veblen-institute.org>
- EcoDef (Études n° 260, 2025). [Quelle était la situation financière des entreprises de la BITD avant la guerre en Ukraine?](#) Ministère des Armées, mars 2025.
- Couppey-Soubeyran, J. & Kalinowski, W. (2024). [Financement de la transition écologique : où est le problème?](#) In L'économie mondiale 2024. CEPII, Éditions La Découverte, coll. Repères, pp. 101–116.
- Couppey-Soubeyran, J. & Kalinowski, W. (2026). [Finance et autonomie stratégique](#). Veblen Institute for Economic Reforms, March 2026.
- ECB Banking Supervision (2025). [Addressing the impact of geopolitical risk](#). European Central Bank supervisory priorities 2025–2026.
- ECB/ESRB (2026a). [Financial stability risks from geoeconomic fragmentation](#). Joint ECB/ESRB report, January 2026.
- Euro Summit (2025). [Statement on the digital euro](#). Brussels, 20 Marc.
- Evain, J. & Cardona, M. (2021). [La réglementation financière peut-elle accélérer la transition bas-carbone?](#) I4CE – Institute for Climate Economics, January 2021.
- Finance Watch (2024a). [Introduction to Securitisation](#): Structures, regulation and market for asset-backed securities in the EU. Position Paper, Finance Watch, 4 October 2024.
- Finance Watch (2024b). [Can Securitisation Reboot the Capital Markets Union?](#) Les limites des récentes propositions politiques pour “relancer” le marché des titres adossés à des actifs en Europe. Position Paper, Finance Watch, 29 October 2024.
- Finance Watch (2025). [Securitisation and capital requirements for European insurers](#). Position Paper, Finance Watch, 5 September 2025.
- Kretschmer, M. (2025). [More risk, no reward? The strange revival of securitisation](#). Finance Watch Blog, 5 June 2025.
- EESC (2024c). [Review of the legal framework for securitisation in the EU](#). Own-initiative opinion ECO/633, European Economic and Social Committee, adopted 4 December 2024.
- EESC (2025a). [Review of the securitisation regulation](#). Opinion, European Economic and Social Committee, adopted 18 September 2025.
- ETUC (2025). [Statement on the Savings and Investments Union](#). European Trade Union Confederation, Marc.
- Hallak, I. (2025). [Savings and investments union: Overview and state of play](#). EPRS Briefing PE 779.187, European Parliamentary Research Service, November 2025.

- IMF (2025). [EU Capital Markets Union: Barriers and Strategies](#). IMF Report, June 2025. Available at: <https://www.imf.org/>
- EIOPA (2025). [Statement on the Savings and Investments Union](#). European Insurance and Occupational Pensions Authority, 17 September 2025.
- ESM (2025). [Deepening the single market as key to EU strategic autonomy](#). ESM Article, September 2025. Available at: <https://www.esm.europa.eu/>
- FSB (2024). [Consultation report: Evaluation of the Effects of the G20 Financial Regulatory Reforms on Securitisation](#). Financial Stability Board, July 2024. Available at: <https://www.fsb.org/>
- Attridge, S., Lasagabaster, E., & Lloyd, R. (2024). [Mobilising private capital for development: What does the evidence say?](#) Overseas Development Institute (ODI), Document de travail, 2024.
- Boehl, G., Budianto, F. & Takáts, E. (2024). [The macroeconomics of green transitions](#). BIS Working Papers No 1237, Bank for International Settlements, December 2024.
- CETEx Blended Finance Lab (2026). [About the Blended Finance Lab](#). Centre for Economic Transition Expertise, London School of Economics.
- Convergence (2024). [State of Blended Finance 2024](#). Convergence: The Global Network for Blended Finance.
- Mazzucato, M. & Vieira de Sá, R. (2025). [Mind the mission, not the gap](#): Rethinking blended finance for public purpose. UCL Institute for Innovation and Public Purpose, Working Paper IIPP WP 2025-09. ISSN 2635-0122.
- Grjebine, T., Lefebvre, P. & Torres, M. (2026). [The Chinese Steamroller](#): Quantifying the Systemic Threat to Europe's Industrial Base. Haut-Commissariat à la Stratégie et au Plan, February 2026.
- Kalinowski, W. (2026). [Politique financière face à Trump : vulnérabilités et réponses](#). Working note, Veblen Institute for Economic Reforms, March 2026.
- Kalinowski, W. & Couppey-Soubeyran, J. (2026). [Banking Regulation and Competitiveness of the EU Banking Sector](#). Response to the European Commission Call for Evidence, Veblen Institute, March 2026.
- Reuters (2024). [Some European officials weigh if they can rely on Fed for dollars under Trump](#). Reuters, 24 March 2024.
- Tordoir, S. & Setser, B. (2025). [How German industry can survive the second China shock](#). Centre for European Reform Policy Brief, January 2025.
- Letta, E. (2024). [Much More Than a Market](#) – Speed, Security, Solidarity. Report on the future of the Single Market, April 2024.
- Network for Greening the Financial System (2025). [NGFS Declaration on the Economic Cost of Climate Inaction](#). NGFS Statement, 5 November 2025.
- Péron, M., Dupré M. & Kalinowski, W. [Quels outils pour une politique industrielle européenne durable](#), Institut Veblen, décembre 2025.
- Pisani-Ferry, J. & Tagliapietra, S. (2024). [An investment strategy to keep the European Green Deal on track](#). Bruegel Policy Brief n°31/24, décembre 2024.
- Scialom, L. (2022). [Les banques centrales au défi de la transition écologique — Éloge de la plasticité](#). Revue économique, 73(2), 219–242.
- Velten, E. K., Calipel, C., Cornaggia, A., Duwe, M., Evans, N., Felthöfer, C., Gardiner, J., Hagemann, M., Hossfeld, F., Humphreys, C., Kahlen, L., Lalieu, S., Moisis, M., Pelekh, N., Schöberlein, P., Śniegocki, A., Stefańczyk, A., Tarpey, J. & Wojtyła, M. (2025). [State of EU progress to climate neutrality: An indicator-based assessment across 13 building blocks for a climate neutral future](#). European Climate Neutrality Observatory (ECNO), 2025 Flagship Report, September 2025.