

BDO

ASPIM

Des acteurs engagés
dans l'investissement immobilier

Quelle place pour l'investissement immobilier non coté dans l'épargne salariale et l'épargne retraite en France ?

Rapport final

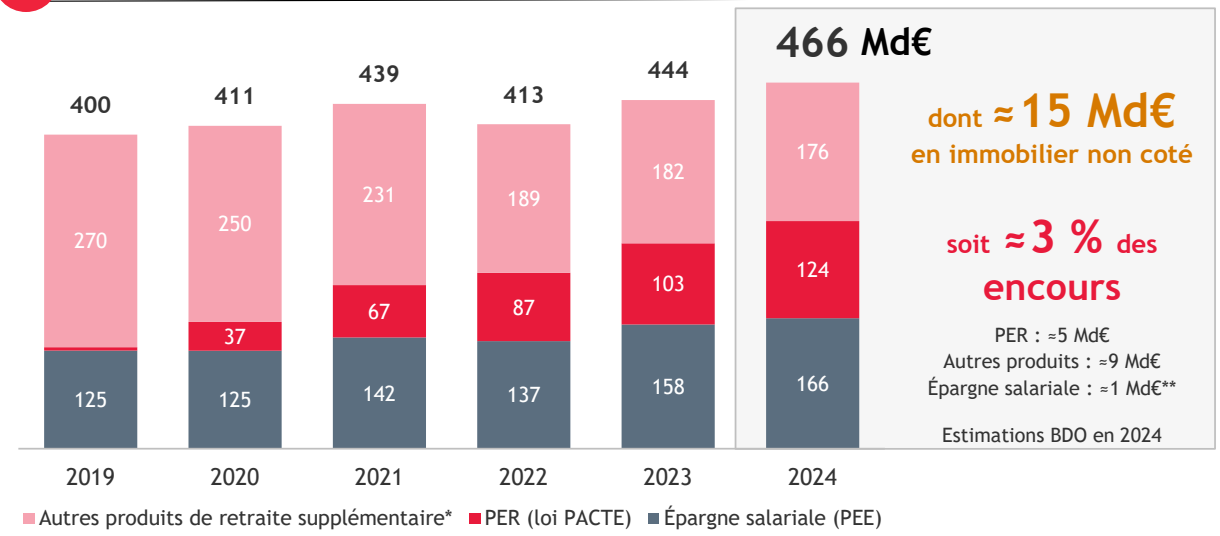
Octobre 2026



EXECUTIVE SUMMARY

Fin 2024, les épargnes retraite et salariale cumulent ≈470 Md€ d'encours, dont seulement ≈3 % investis en immobilier non coté

Encours de l'épargne retraite et de l'épargne salariale, 2019-2024 (en Md€)



Qu'entend-on par « immobilier » ?

- **Seulement l'immobilier non coté détenu indirectement** via ces enveloppes : supports d'immobilier non coté en unités de compte (SCPI, OPCI, SCI, autres FIA immobiliers) et poche immobilière des fonds en euros des assureurs.
- Par définition, les SIIC n'entre donc pas dans le périmètre retenu.
- L'immobilier détenu en direct par les ménages (résidence principale, locatif) est lui aussi en dehors du périmètre considéré.

Commentaires

- **Fin 2024, l'épargne retraite et salariale cumulent ≈470 Md€ d'encours. Ces derniers ont augmenté de 17 % depuis 2019 :** la hausse vient de l'épargne salariale (166 Md€) et du PER (124 Md€), tandis que les anciens produits de retraite supplémentaire reculent (176 Md€, contre 270 Md€ en 2019).
- **Le PER est un nouveau moteur de collecte :** créé par la loi PACTE en 2019, il pèse déjà ≈27 % des encours en 2024 et a encore progressé de ≈20 % en 2025, à 150,4 Md€.
- **L'épargne salariale reste très orientée actions :** l'actionnariat salarié (35 %) et les fonds actions (17 %) représente la majorité des investissements ; l'immobilier non coté reste très minoritaire <1% d'après les estimations BDO.
- **L'investissement immobilier non coté reste marginal (≈3 %) :** loin des ≈10 % observés à l'international, son accès dépend surtout des supports référencés dans les plans, la gestion pilotée par horizon pouvant faciliter son introduction.

*Contrats relevant du CGI, produits destinés aux fonctionnaires ou aux élus locaux, Perco, RMC (Retraite mutualiste du combattant), produits n'étant plus commercialisés ; encours en Md€ constants (DREES) **Taux d'allocation actuels retenus par BDO (4,4 % PER, 5 % autres produits, 0,85 % épargne salariale hors actionnariat salarié)

L'immobilier non coté dispose pourtant d'un potentiel réel dans cette épargne, mais plusieurs freins limitent encore son intégration

L'immobilier non coté dispose d'un potentiel de développement réel…

L'immobilier est très présent dans le patrimoine des ménages, mais essentiellement en direct ; l'immobilier non coté, permettant de diversifier et de mutualiser les risques au-delà du simple usage, représente moins de 0,5 % du patrimoine financier des ménages, et reste donc marginal.

Avec un système de retraite de plus en plus tendu, le PER et l'épargne salariale ont vocation à jouer un rôle croissant : leur collecte devrait augmenter, ce qui renforce l'enjeu d'une allocation bien pensée dans laquelle les actifs immobiliers auraient toute leur place au regard de leurs caractéristiques (diversification, de rendement, etc.).

… mais il existe de nombreux freins à son intégration

1 Réglementation

- Il n'existe aucun plafond global pour l'immobilier dans le PER, mais le plancher d'investissement en non coté de la Loi Industrie Verte ne mentionne pas les fonds immobiliers.
- En épargne salariale, le plafond de 30 % par OPCI dans un FCPE, relevé en 2015, reste très peu utilisé.
- Depuis mai 2026, aucun nouvel « Autre FIA » ne peut plus être référencé en UC dans le PER.

2 Fiscalité

- La déduction à l'entrée concernant les PER est peu incitative pour les ménages faiblement imposés.
- La fiscalité actuelle avantage les investissements à l'étranger : les revenus fonciers étrangers échappent aux 17,2 % de prélèvements sociaux.

3 Adéquation de l'offre

- L'immobilier non coté est quasiment absent de l'épargne salariale (≈0,5 %).
- Les contraintes de liquidité et de valorisation, qui ne sont pas propres uniquement à l'immobilier non coté, limitent les supports compatibles avec les FCPE et la gestion pilotée.
- Le référencement des produits dépend d'une chaîne d'acteurs aux objectifs parfois divergents.

4 Pédagogie

- Ce support est encore peu choisi : il ne représente que 8 % chez les 35-54 ans et 2 % chez les 55 ans et plus.
- Les performances de l'immobilier non coté sont méconnues. TRI sur 15 ans : 5,3 % (SCPI) & 2,2 % (OPCI), contre 2,3 % pour l'assurance-vie.
- L'exposition immobilière est encore insuffisamment documentée dans les statistiques publiques, limitant le pilotage des allocations.

La revue de littérature converge vers une allocation immobilière de 10 à 20 %, croissante avec l'horizon et majoritairement non cotée

≈150
études recensées, dont une vingtaine analysée en détail

10-20 %
zone de convergence de l'allocation immobilière optimale

≈7 %
niveau plancher d'allocation en immobilier lorsque coûts de transaction et illiquidité sont intégrés et pénalise l'immobilier

≈90 %
part du non coté au sein de la poche immobilière à long terme (≈20 ans)

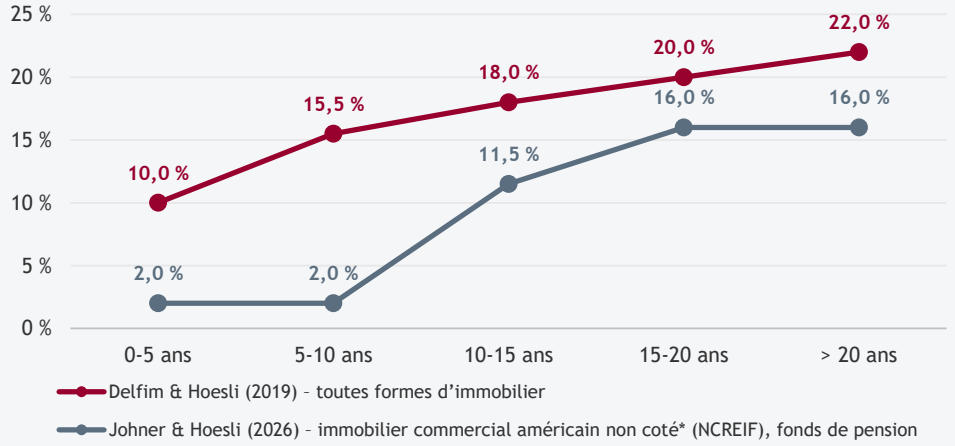
Enseignements de la revue de littérature

Allocation immobilière : les études qui intègrent coté et non coté convergent vers 10-20 % (Pagliari, 2017 : 10-15 % ; Craft, 2001 : 17 %), avec un plancher de 7-9 % une fois l'illiquidité et les coûts pris en compte (Cheng et al., 2013).

Horizon de placement : la part optimale croît avec l'horizon, de ≈10 % à moins de 5 ans jusqu'à 16-22 % au-delà de 20 ans ; à long terme, la poche bascule vers l'immobilier direct (≈80 % à 25 ans selon Delfim & Hoesli).

Complémentarité des supports : le coté apporte la liquidité, le non coté une moindre volatilité ; les combiner, y compris à l'international, réduit le risque de 10 à 20 % à rendement donné (Hoesli et al., 2004).

Allocation optimale selon l'horizon de placement



Lecture : *au-delà de 20 ans d'horizon, l'allocation optimale atteint 22 % (toutes formes d'immobilier) et 16 % (immobilier commercial américain non coté).*

*Mesuré par les *NCREIF property indices*, celui-ci inclut principalement les 4 catégories suivantes : logement collectif locatif détenu par des investisseurs institutionnels, industrie / logistique, bureaux et commerces

À l'international, l'immobilier non coté représente ≈10 % des portefeuilles de retraite, une place structurelle quel que soit le système

8 pays étudiés
Allemagne, Australie, Canada, Danemark, Pays-Bas, Royaume-Uni, Suède, Suisse

≈10 %
part moyenne de l'immobilier dans les portefeuilles de retraite des 8 pays analysés dans le cadre du benchmark international

×7
rapport du ratio : encours capitalisés pour la retraite / PIB national - en moyenne dans l'OCDE (95,2 %) vs en France (12,9 %)

9 % vs 1 %
part de l'immobilier dans les organismes de retraite professionnelle supplémentaire européens vs français (2022)

Enseignements du benchmark international

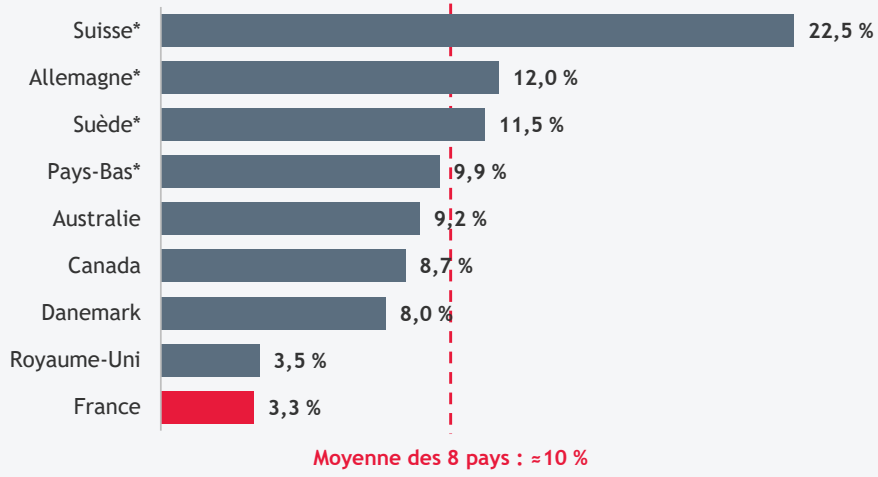
Diversification des contrats : quel que soit le système, l'immobilier conserve une place structurelle, de 3,5 % au Royaume-Uni à 22,5 % en Suisse.

Revenus de long terme : les régimes à prestations définies ou garanties investissent davantage en immobilier (Danemark : ≈11 % dans les contrats garantis, ≈6 % sinon).

Propriété et immobilier non coté : un taux de propriétaires élevé n'empêche pas l'immobilier non coté dans l'épargne retraite, comme en Australie ou au Canada.

Une poche immobilière stable sur l'horizon de placement : dans les fonds à date cible (Royaume-Uni, Australie), la sécurisation passe par un transfert de l'allocation action vers les obligations ; la part de l'immobilier y varie ainsi assez peu selon les horizons.

Part de l'immobilier non coté dans les portefeuilles de retraite



**Estimation BDO sur l'épargne retraite et salariale en 2024*

**le pourcentage de non coté a été calculé à partir d'une partie du périmètre et/ou immobilier coté et non coté n'ont pas pu être différencié pour ce pays; pour les autres pays, le chiffre correspond uniquement à du non coté.*

Les analyses conduisent à retenir ≈10 % d'immobilier non coté dans les produits retraite et ≈5 % au sein des fonds diversifiés d'épargne salariale

10 %

PER et autres contrats retraite

- **Point central** entre la moyenne observée à l'international (8,3 % dans le monde en 2018, ≈10 % dans les 8 pays analysés en 2025) et la zone de convergence de la littérature.
- **Allocation multipliée par ≈2** par rapport à aujourd'hui (4,4 % dans les PER, 5 % dans les autres contrats).
- **Une durée de détention des contrats longue (37,9 ans*),** compatible avec une poche majoritairement non cotée.

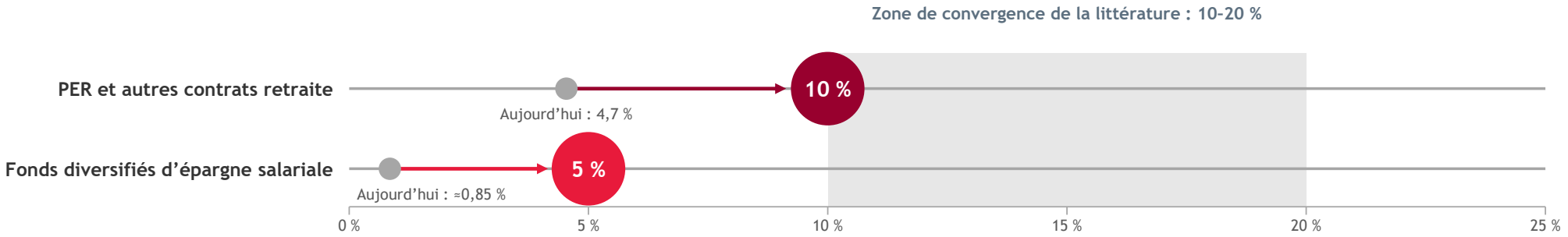
5 %

Fonds diversifiés d'épargne salariale

- **Niveau volontairement prudent :** horizon plus court (blocage de 5 ans sur le PEE) et exigences de liquidité des FCPE.
- **Allocation multipliée par 5,5** par rapport à aujourd'hui (≈0,85 %), bien en deçà du plafond de 30 % par OPCI.
- **Des supports à adapter** vers des véhicules compatibles avec la liquidité et la valorisation exigées des FCPE, dus notamment à la durée de détention plus courte (9,8 ans*) que sur les PER.

Appliquées aux encours projetés, ces cibles multiplieraient par 5,5 la collecte en immobilier non coté sur 2027-2032, soit ≈44 Md€ disponibles au total.

Positionnement des allocations cibles au regard des pratiques observées et de la littérature (part de l'immobilier dans le portefeuille)



**Estimation de la durée de détention moyenne basée sur le calcul macroéconomique suivant : (Encours - Collecte brute) / Décollecte*

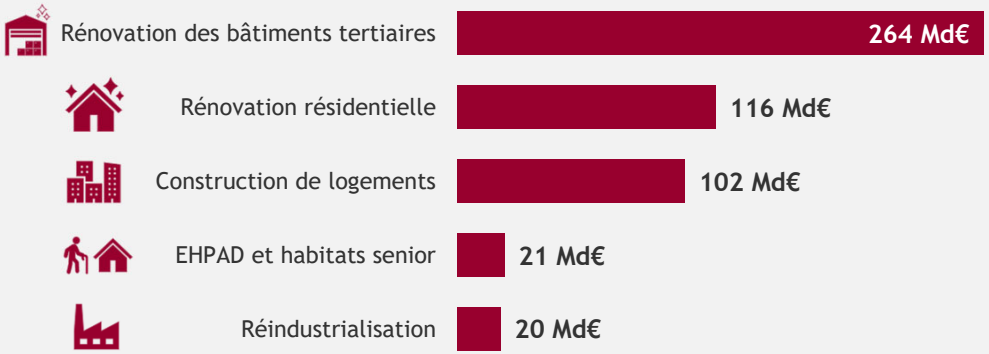
Une allocation immobilière renforcée pourrait générer 44 Md€ d'investissement sur la période 2027-2032

La France aura des besoins d'investissements massifs entre 2027 et 2032

Sur **1 600 Md€** de besoins d'investissement immobilier identifiés



Décomposition des ≈500 Md€ de besoins additionnels estimés par rapport au scénario tendanciel :



N.B. : Le besoin additionnel correspond à l'écart entre les investissements qui seraient réalisés dans la continuité du rythme actuel et ceux estimés nécessaires pour répondre aux besoins futurs de construction, de rénovation et d'adaptation du parc immobilier.

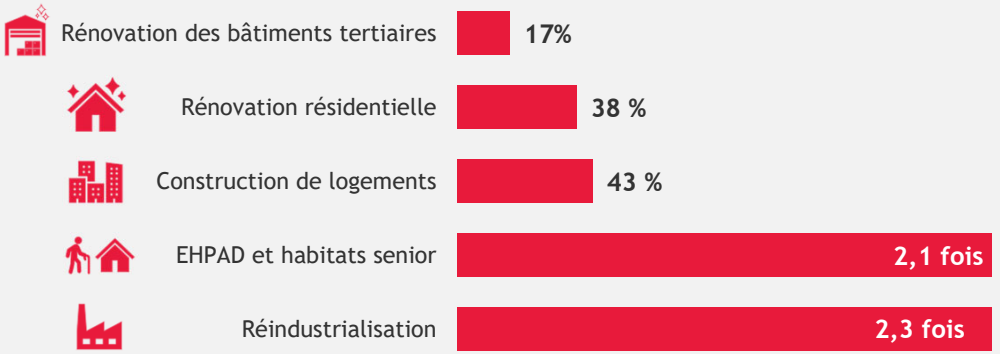
**En Md€ courants, en considérant une inflation annuelle de 2 %*

L'épargne retraite et salariale est un levier de financement immobilier

44 Md€* d'investissements immobiliers nets potentiellement mobilisables d'ici 2032**

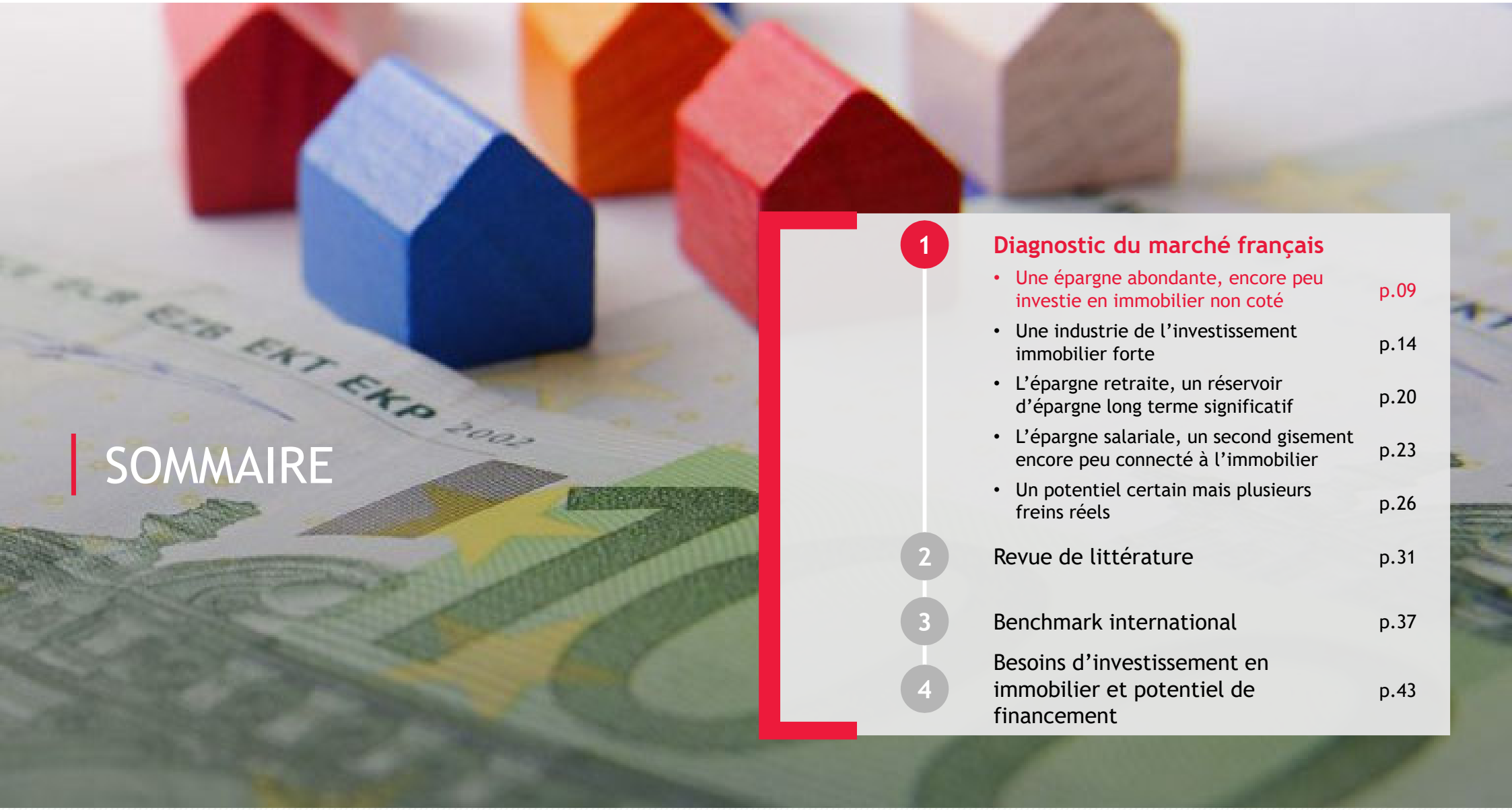
≈8 % des besoins d'investissement additionnels estimés

À titre d'illustration, si les 44 Md€ étaient investis dans un seul besoin, ils représenteraient :



Comparaisons non cumulatives : elles supposent l'affectation intégrale des 44 Md€ à une seule catégorie à la fois.

**Si l'allocation immobilière est de 10 % dans les PER et dans les autres contrats pour la retraite et de 5 % dans les fonds diversifiés d'épargne salariale



SOMMAIRE

1 **Diagnostic du marché français**

- Une épargne abondante, encore peu investie en immobilier non coté — p.09
- Une industrie de l'investissement immobilier forte — p.14
- L'épargne retraite, un réservoir d'épargne long terme significatif — p.20
- L'épargne salariale, un second gisement encore peu connecté à l'immobilier — p.23
- Un potentiel certain mais plusieurs freins réels — p.26

2 Revue de littérature — p.31

3 Benchmark international — p.37

4 Besoins d'investissement en immobilier et potentiel de financement — p.43

Les Français disposent d'un patrimoine financier de plus de 6 500 Md€, encore majoritairement orienté vers des supports prudents

Répartition des encours du patrimoine financier brut des Français (en Md€ au T1 2026)

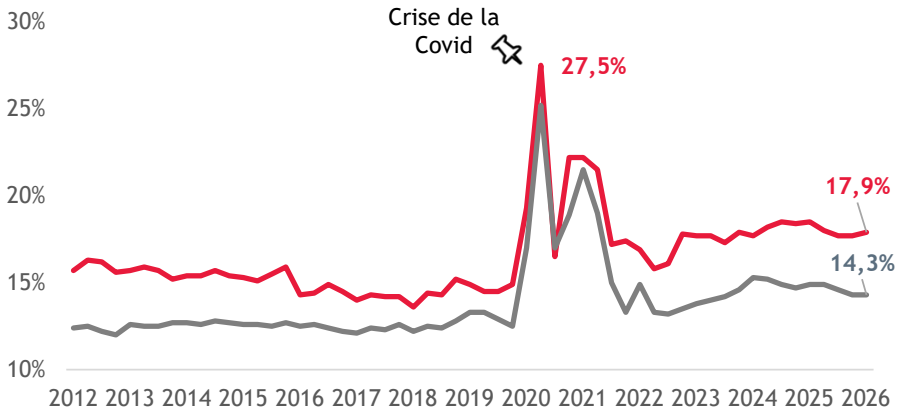
Libellé	Encours
Principaux placements financiers	**6 551,3**
Produits de taux	**3 922,3**
dont Assurance-vie et épargne retraite en euros	1 572,7
dont Titres de créance détenus directement	191,9
dont Autres produits de taux (Numéraire et dépôts à vue ; Dépôts bancaires rémunérés ; OPC monétaires)	2157,7
Produits de fonds propres	**2 511,6**
dont Actions cotées et non cotées, détenues directement et indirectement	1908,7
dont Assurance-vie et épargne retraite en UC	602,9
Autres	**117,4**
dont Fonds immobiliers	30,2
dont Autres	87,2

Source : Banque de France

- Le patrimoine financier brut des ménages français s'élève à **6 551 Md€ à la fin du premier trimestre de 2026**, constituant un réservoir d'épargne très significatif.
- Il reste majoritairement orienté vers des supports que l'on peut qualifier de « prudents », les **produits de taux représentant notamment ≈60 %** des encours, soit **3 922 Md€**.
- L'assurance-vie et l'épargne retraite concentrent à elles seules **1 573 Md€**, soit près d'un quart du patrimoine financier brut.
- À l'inverse, les **fonds immobiliers ne représentent que 30 Md€**, soit moins de **0,5 %** du total.

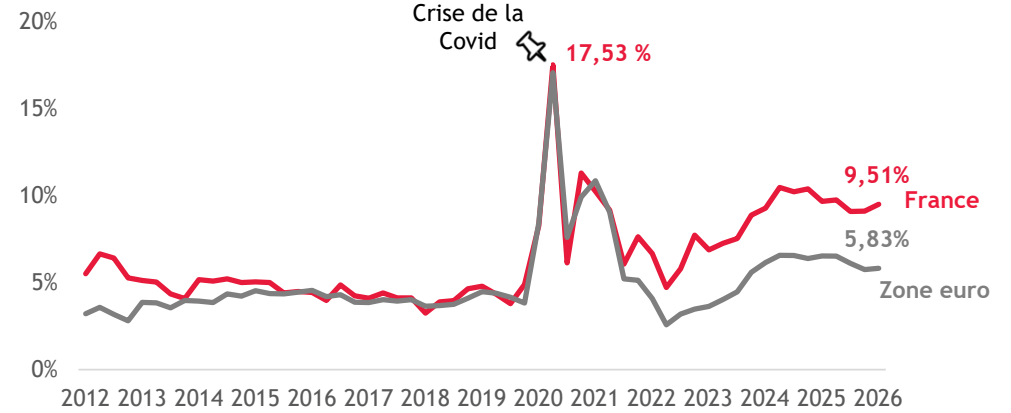
Le haut niveau d'épargne observé en France soutient le potentiel de l'épargne financière de long terme

Taux d'épargne globale par trimestre (en % du revenu disponible brut)



- La France se distingue par un taux d'épargne durablement supérieur à celui de la zone euro, avec un écart qui s'est accru depuis la crise sanitaire.
- Après le pic exceptionnel de 2020, la collecte de l'épargne s'est normalisée mais reste à un niveau élevé, à 17,9 % du revenu disponible brut au premier trimestre de 2026, contre 14,3 % dans la zone euro.
- Cette persistance traduit une capacité d'épargne structurellement importante des ménages français.

Taux d'épargne financière par trimestre (en % du revenu disponible brut)

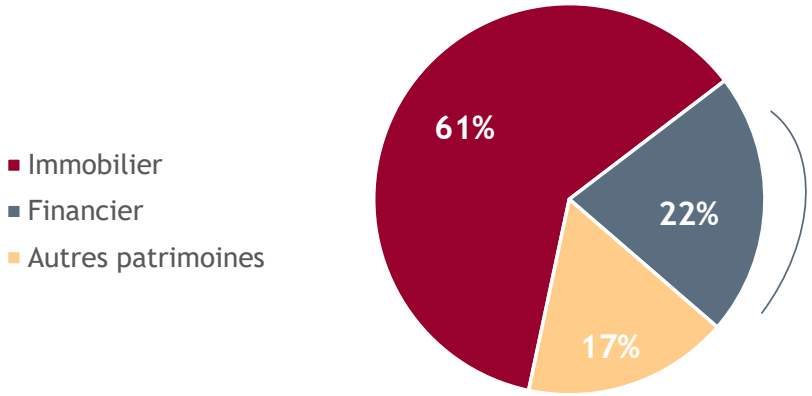


- L'écart est encore plus marqué sur l'épargne financière, qui atteint 9,5 % du revenu disponible brut en France au premier trimestre de 2026, contre 5,8 % dans la zone euro.
- Au-delà de l'effet Covid, la hausse observée depuis 2023 suggère qu'une part croissante du revenu disponible est orientée vers des placements financiers, créant un socle favorable au développement de produits d'épargne de long terme, notamment destinés à la retraite.

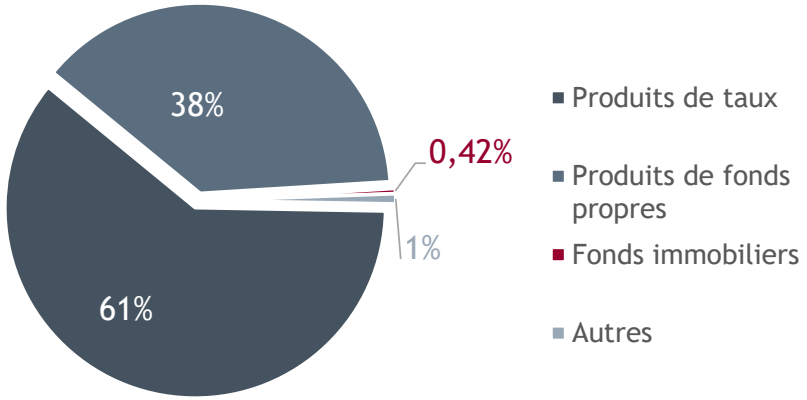
Sources : INSEE, Eurostat

De manière paradoxale, l'immobilier représente 61 % du patrimoine global des ménages, mais moins de 0,5 % de leur patrimoine financier…

Composition du patrimoine global brut de l'ensemble des ménages en 2024



Composition du patrimoine financier de l'ensemble des ménages fin 2024



- Selon l'INSEE, l'immobilier constitue de loin la première composante du patrimoine des Français : 61 % du patrimoine brut des ménages en 2024, contre 22 % pour le patrimoine financier. Pour la moitié des ménages situés entre les 4e et 9e déciles de patrimoine, l'immobilier représente même autour de 70 % du patrimoine brut.
- Cette exposition immobilière est avant tout détenue en direct et centrée sur la résidence principale : 61,2 % des ménages possèdent un patrimoine immobilier et 57,2 % sont propriétaires de leur résidence principale, contre 20,5 % qui détiennent un autre logement.

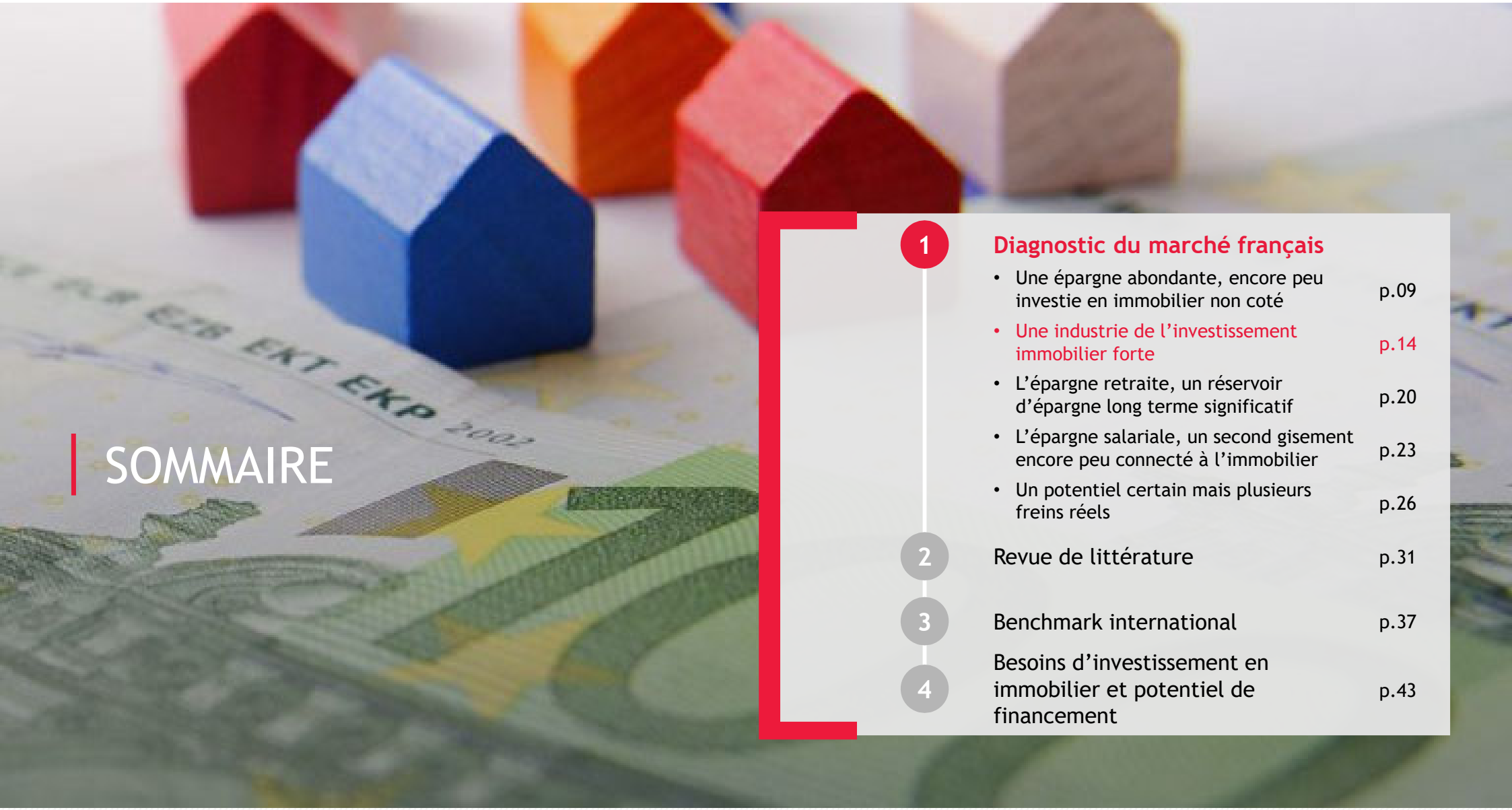
- L'immobilier est en revanche quasiment absent du patrimoine financier, les fonds immobiliers ne représentant qu'environ 0,4 % de l'ensemble, très loin derrière les produits de taux et les produits de fonds propres.
- Cette proportion reste inférieure à 0,5 % au T1 2026, avec 30,2 Md€ de fonds immobiliers pour 6 551 Md€ de patrimoine financier.
- Il existe donc un fort décalage entre le poids de l'immobilier dans le patrimoine total des ménages et sa place dans leurs placements financiers.

Sources : INSEE, Banque de France

… Cependant, l'immobilier direct et l'immobilier indirect répondent à deux besoins distincts

	L'immobilier direct	L'immobilier indirect
Objectif	**Se loger et constituer un patrimoine**	**Diversifier ses investissements et faire fructifier son capital**
Exposition	Actif(s) immobilier(s) concentré(s), donc plus exposé(s) aux risques locaux	Portefeuille mutualisé d'actifs, souvent moins risqués
Gestion	Contrôle direct	Gestion déléguée
Liquidité	Très faible (vente longue, indivisible et coûteuse)	Forte pour l'immobilier coté, plus faible pour le non coté
Accès	Complexe et coûteux, mais effet de levier du crédit possible	Ticket d'entrée plus faible et actifs fractionnables, effet de levier possible également pour les SCPI

Ces deux formes d'immobilier sont donc complémentaires. La faible exposition ne concerne pas l'immobilier au sens large, déjà très présent dans le patrimoine des Français, mais précisément l'immobilier détenu via l'épargne financière ayant un objectif patrimonial.



SOMMAIRE

1 **Diagnostic du marché français**

- Une épargne abondante, encore peu investie en immobilier non coté p.09
- Une industrie de l'investissement immobilier forte p.14
- L'épargne retraite, un réservoir d'épargne long terme significatif p.20
- L'épargne salariale, un second gisement encore peu connecté à l'immobilier p.23
- Un potentiel certain mais plusieurs freins réels p.26

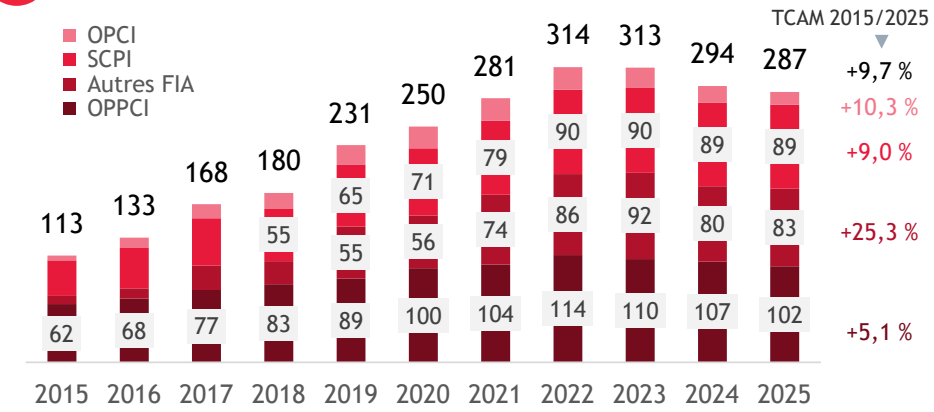
2 Revue de littérature p.31

3 Benchmark international p.37

4 Besoins d'investissement en immobilier et potentiel de financement p.43

Avec près de 290 Md€ d'encours, la France dispose d'une industrie de l'investissement en immobilier non coté forte et installée

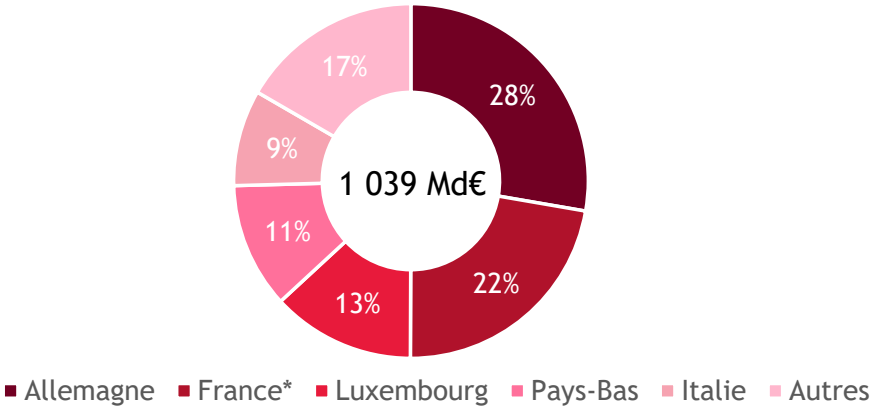
Évolution des encours de l'immobilier non coté par véhicule (en Md€)



- Les encours en immobilier non coté ont fortement progressé sur la décennie, passant de 113 Md€ en 2015 à 287 Md€ en 2025, soit une croissance annuelle moyenne de près de 10 %.
- Après un pic autour de 314 Md€ en 2022, ils reculent depuis trois ans, sous l'effet du retournement du marché immobilier et des tensions sur la collecte.
- Les OPPCI et les SCPI restent les principaux moteurs de croissance sur longue période, tandis que les autres FIA se contractent et que les OPCI affichent un recul plus marqué depuis leur point haut.

Source : ASPIM

Répartition des actifs nets des fonds immobiliers en Europe en 2024 (en %)

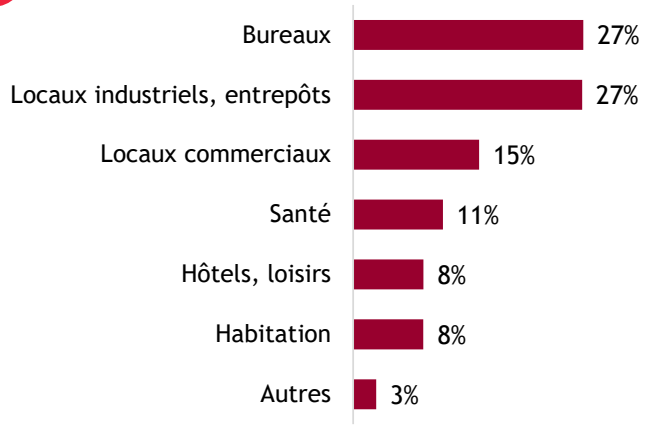


- À la fin 2024, l'Allemagne détenait la plus grande part du marché européen des fonds immobiliers en termes d'actifs nets selon le pays de domiciliation des fonds, avec 28 %. La France suivait avec 22 %, tandis que le Luxembourg, les Pays-Bas et l'Italie représentaient respectivement 13 %, 11 % et 9 %. Les 17 % restants étaient répartis entre les autres domiciles européens.

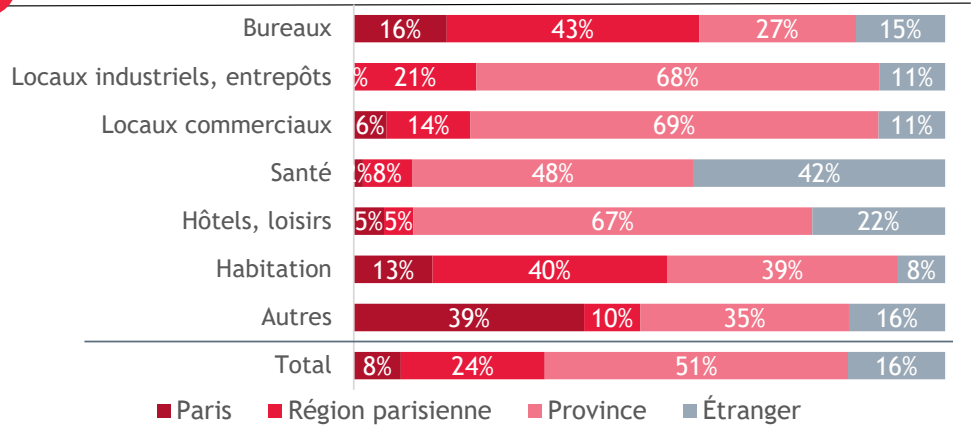
*Pour la France, les autres FIA sont exclus du calcul.

Le marché reste diversifié par usage, mais dominé par les bureaux et la logistique, et majoritairement implanté en province

Répartition du patrimoine immobilier des fonds non cotés par typologie d'actifs au 31/12/2023 (en m²)



Localisation du patrimoine immobilier des fonds non cotés (en m²)



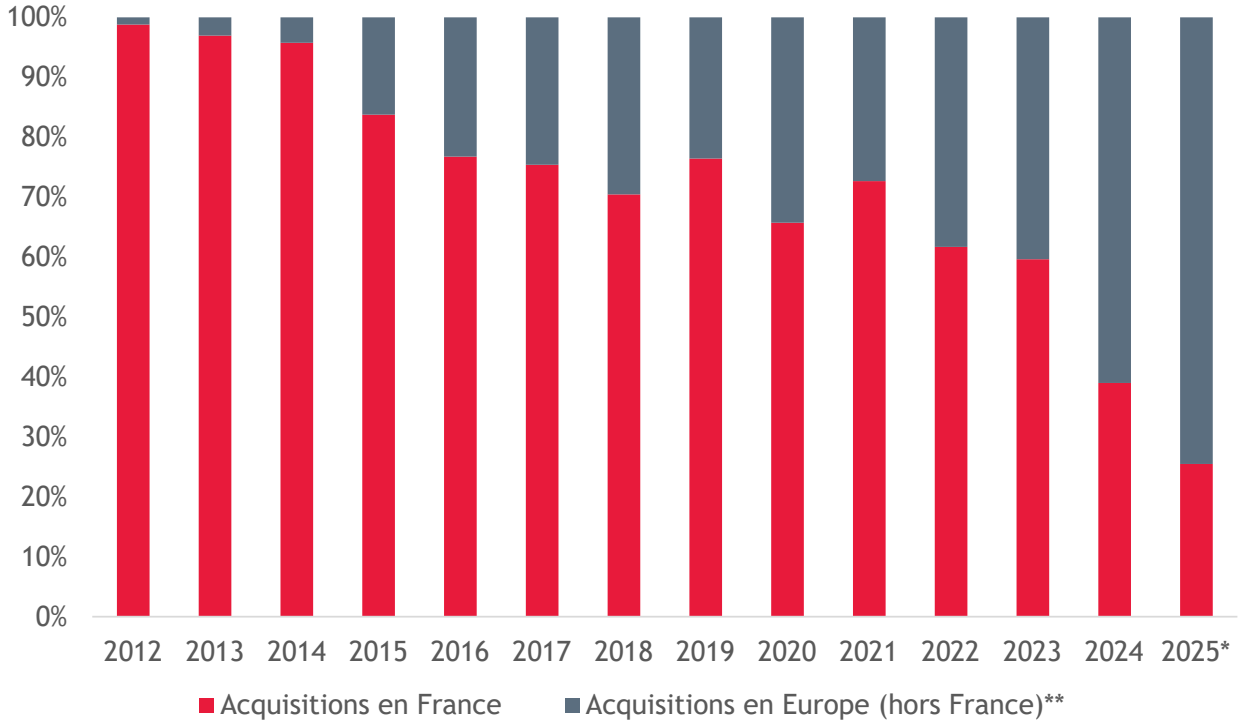
- Les bureaux et les locaux industriels / entrepôts concentrent à eux seuls plus de la moitié du patrimoine, avec 27 % chacun. Les commerces représentent encore 15 %, tandis que la santé, l'hôtellerie et l'habitation occupent des poids plus limités. Cette structure traduit une diversification sectorielle réelle, mais encore concentrée sur quelques grandes classes d'actifs.

- La province concentre la majorité des surfaces détenues (51 %), devant la région parisienne (24 %), l'étranger (16 %) et Paris (8 %). La géographie varie toutefois fortement selon les usages : les bureaux sont davantage franciliens, les actifs industriels et commerciaux très majoritairement implantés en province, tandis que la santé se distingue par une forte exposition internationale, avec 42 % des surfaces situées à l'étranger.

Source : ASPIM

L'industrie s'internationalise rapidement : les acquisitions des SCPI sont désormais majoritairement réalisées hors de France

Répartition de la valeur des acquisitions des SCPI selon le lieu (en %) ***



- Les SCPI ont connu une **bascule structurelle** ces dernières années. Bien que restant des produits d'épargne français, **l'immobilier acquis sous SCPI l'est désormais majoritairement hors du pays**. En effet, la part des acquisitions en dehors de France est passée de **moins de 5 % avant 2014** à **61 % en 2024**, puis **74,5 % en 2025**.
- Cette internationalisation s'explique en premier lieu par la recherche de **meilleurs rendements à l'achat**, une volonté de **diversification géographique** et une **moindre exposition à l'immobilier français** (aux bureaux surtout).
- Ces stratégies d'investissement hors de France répondent aussi à des motivations diverses des sociétés de gestion, comme la rapidité d'exécution administrative, l'anticipation des cycles et leur impact, la profondeur des volumes disponibles sur les marchés ou encore le coût du financement.
- Cette dynamique est aussi renforcée par un attrait fiscal, les revenus fonciers étrangers échappant aux 17,2 % de prélèvements sociaux français.

Sources : MeilleureSCPI.com, professioncgp.com * : données 2025 partielles, arrêtées au 29 avril 2026 ** : UE + Royaume-Uni, Suisse, Norvège *** : la part de l'investissement hors Europe, minime, a été exclue faute de données disponibles

En France, la capitalisation reste complémentaire d'un système de retraite encore largement dominé par la répartition…

Fonctionnement du système de retraite

Le système français repose sur trois piliers complémentaires :

- **Les régimes de base relevant de la Sécurité sociale** forment le 1er pilier, **obligatoire et par répartition**. Ils couvrent l'ensemble des actifs selon leur statut professionnel et fonctionnent sur la base d'une durée d'assurance et d'un salaire annuel moyen plafonné au plafond de la Sécurité sociale.

- **Les régimes complémentaires** (l'Agirc-Arrco pour les salariés du privé, la RAFP pour les fonctionnaires, etc.) constituent le 2e pilier, **obligatoire et par répartition** (sauf pour la RAFP). Ces régimes sont **pilotés par les partenaires sociaux** et fonctionnent selon une logique de points.

- Le troisième pilier regroupe les **dispositifs d'épargne retraite individuels et d'entreprise**. **Facultatifs**, ils fonctionnent **par capitalisation**.
  - Les premiers regroupent les contrats PERP, PER individuel, Madelin et ceux des exploitants agricoles ainsi que les produits destinés aux fonctionnaires et élus locaux ou encore la retraite mutualiste du combattant.
  - Les seconds regroupent les contrats suivants : PER d'entreprise collectif, PERCO, PER d'entreprise obligatoire, anciens contrats relevant des articles 82 et 83 du Code général des impôts, et contrats à prestations définies relevant de l'article 39.

Couverture et taille du système de retraite

26,5 % — Part des cotisants à un produit de retraite supplémentaire parmi les actifs occupés dont :

- 12,0 % pour les produits individuels
- 8,9 % pour le PER d'entreprise obligatoire et les articles 82 et 83 du CGI
- 5,6 % pour le PER d'entreprise collectif et le PERCO

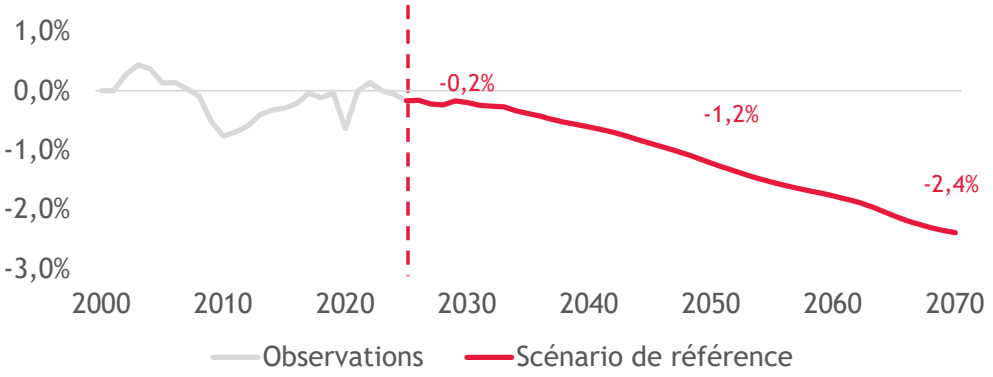
12,9 % — Actifs gérés dans les plans de retraite, en % du PIB à fin 2024 (OCDE)

- Cette architecture en 3 piliers permet d'assurer un taux de remplacement global de ≈60 à 75 % du dernier salaire pour une carrière complète.
- Les cotisations aux régimes de retraite obligatoires par répartition étaient de 399 Md€ en 2024, contre 384,1 Md€ en 2022. Les prestations versées par ces mêmes régimes étaient, elles, de 400,3 Md€ en 2024, contre 373,1 Md€ en 2022.
- Les cotisations aux régimes de retraite supplémentaire s'élevaient à 21,4 Md€ en 2024 (5,4 % des cotisations), contre 18,8 Md€ en 2022. Les prestations versées par ces mêmes régimes atteignaient 8,9 Md€ en 2024 (2,2 % des versements), contre 8,8 Md€ en 2022.

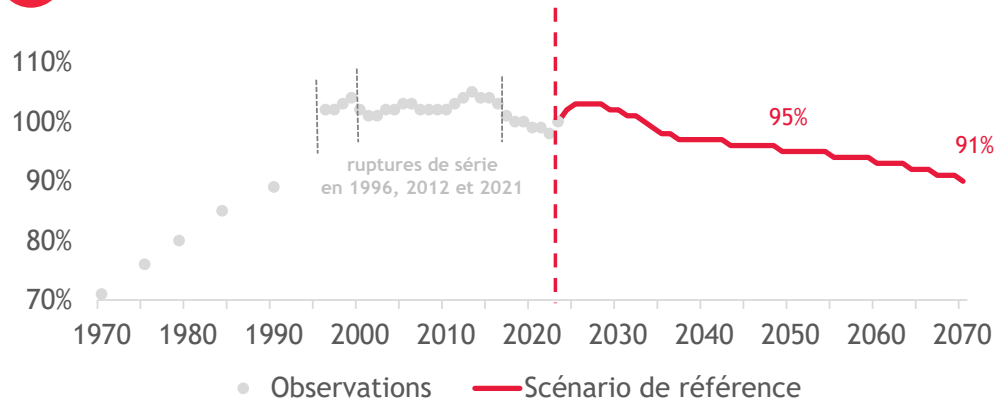
Sources : OCDE, DREES, patrimoine-retraite.com, exponens-retraite.com, travail-industrie.com

… Mais les évolutions démographiques devraient progressivement renforcer le rôle de l'épargne retraite en complément des régimes obligatoires

Solde du système de retraites (en % du PIB)



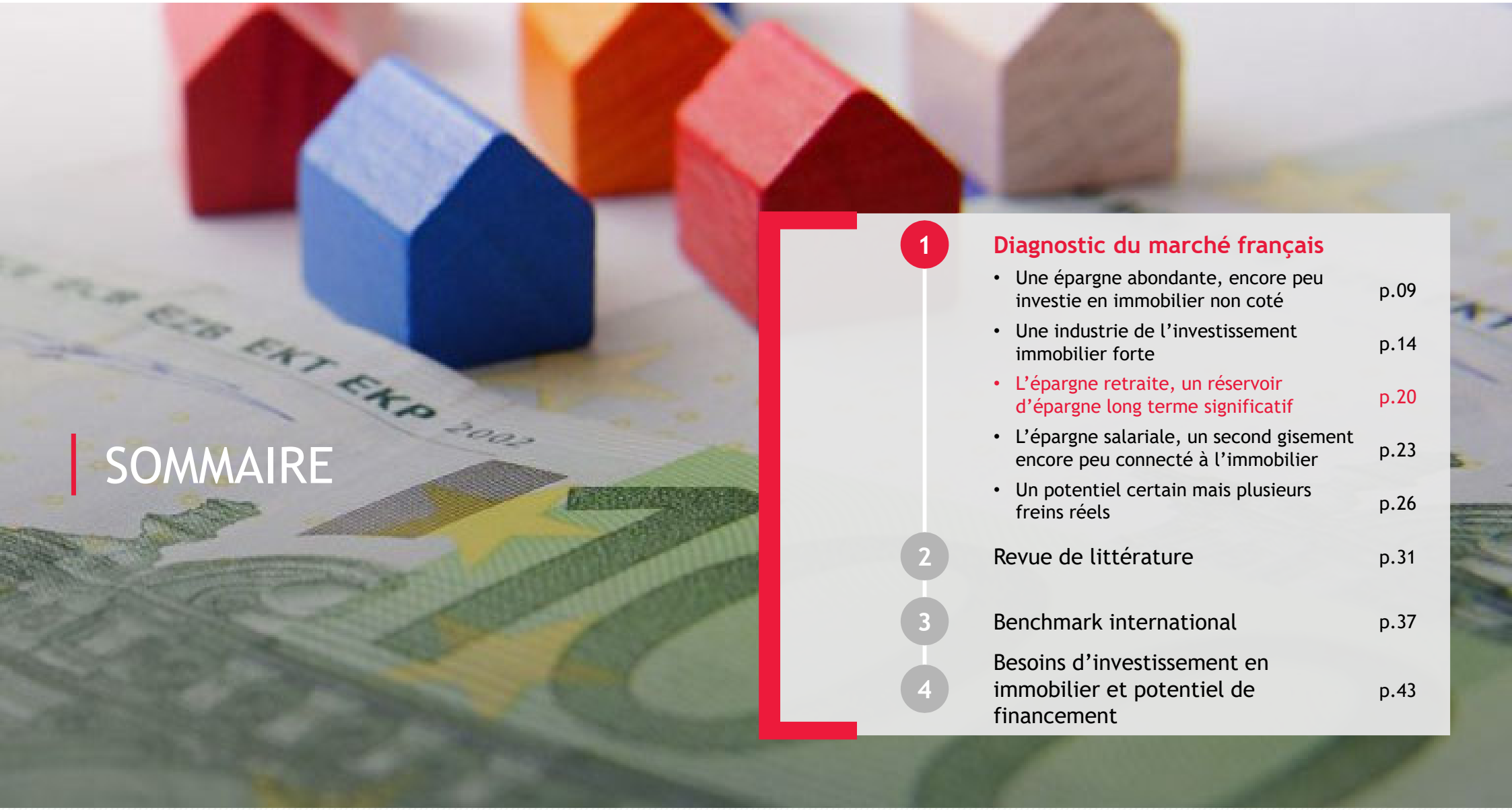
Niveau de vie moyen des retraités en France, sur l'ensemble de la population



- Une aggravation continue du déficit des retraites est attendue d'ici 2070 : le solde continuerait à se creuser à court terme (6,8 Md€ en 2030) malgré le relèvement des cotisations pour financer les retraites des fonctions publiques territoriales et hospitalières.
- Cette dégradation s'accentuerait entre 2045 et 2070, le déficit atteignant 2,4 points de PIB, du fait d'une augmentation des dépenses (avec une moindre fécondité) et de ressources qui se dégradent.

- Le scénario de référence du COR prévoit une baisse progressive du niveau de vie moyen des retraités, qui ne représentera plus que 90,3 % du niveau de vie de l'ensemble de la population en 2070.
- La projection du niveau de vie des retraités inciterait à accroître l'effort d'épargne individuel et collectif.

Source : Rapport du COR 2026



SOMMAIRE

1 **Diagnostic du marché français**

- Une épargne abondante, encore peu investie en immobilier non coté — p.09
- Une industrie de l'investissement immobilier forte — p.14
- L'épargne retraite, un réservoir d'épargne long terme significatif — p.20
- L'épargne salariale, un second gisement encore peu connecté à l'immobilier — p.23
- Un potentiel certain mais plusieurs freins réels — p.26

2 Revue de littérature — p.31

3 Benchmark international — p.37

4 Besoins d'investissement en immobilier et potentiel de financement — p.43

La loi PACTE a harmonisé et assoupli le cadre de l'épargne retraite

AVANT LA RÉFORME

Plusieurs produits séparés, règles de sortie et de transfert différentes : PERP, Madelin, PERCO, Article 83

Réforme de la loi PACTE

1er octobre 2019

APRÈS LA RÉFORME

Cadre commun organisé autour d'un seul produit générique, le Plan d'épargne retraite (PER), décliné en trois versions différentes : le PER individuel, collectif ou obligatoire

CE QUE LA RÉFORME CHANGE

1 Une portabilité accrue

Un salarié peut regrouper sur un même PER les droits accumulés lors de différents emplois ou sur différents produits, limitant ainsi la multiplication de petits contrats dispersés et difficilement suivis.

2 Une sortie en capital facilitée

Une sortie désormais possible en capital, en rente ou sous une forme combinant les deux pour les sommes issues des versements volontaires et de l'épargne salariale.

3 Un cadre commun de déblocage anticipé

Harmonisation des cas de déblocage anticipé et généralisation de l'achat de la résidence principale (hors cotisations obligatoires), auparavant surtout accessible dans le PERCO.

4 Généralisation de la gestion pilotée par horizon

La gestion pilotée par horizon est devenue le mode de gestion par défaut, permettant théoriquement de faciliter l'introduction d'immobilier non coté pendant les premières phases de la vie du PER.

5 Une fiscalité harmonisée et modulable

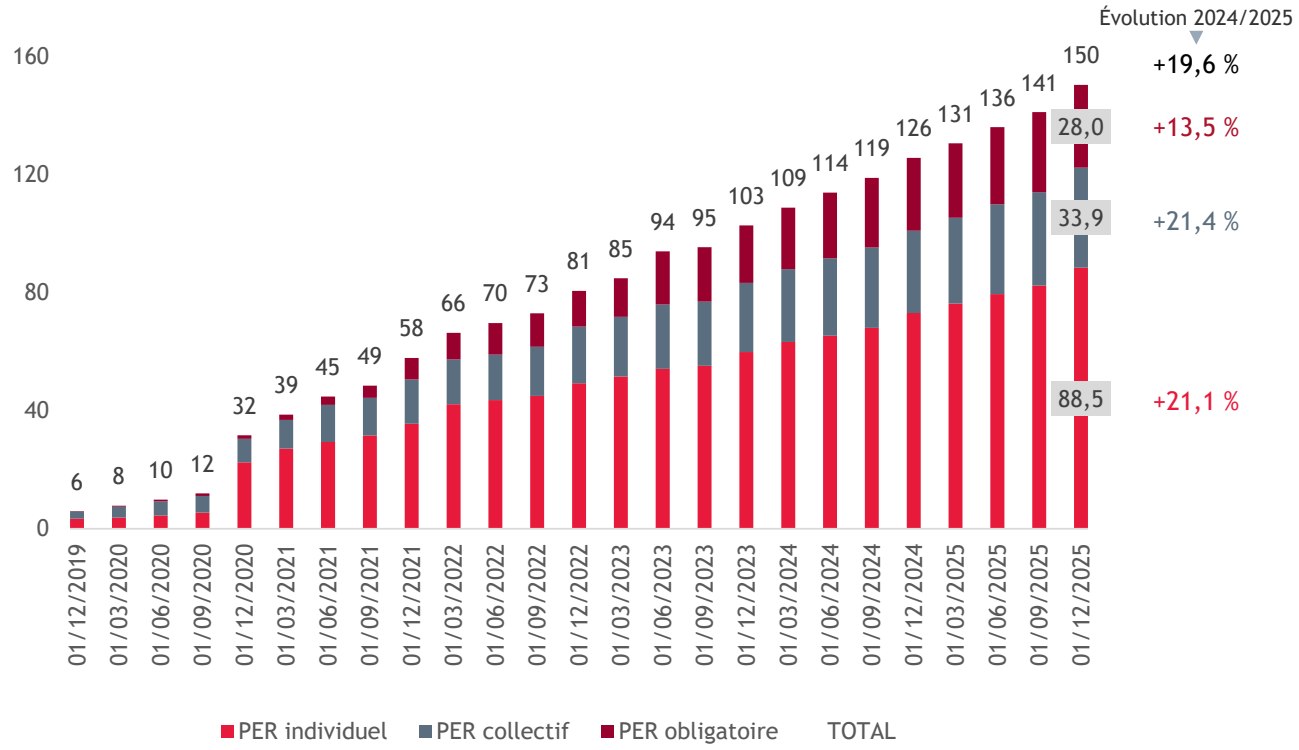
Instauration d'une logique de choix entre avantage fiscal immédiat et fiscalité future en généralisant la possibilité de déduire ou non les versements volontaires du revenu imposable.

6 Une ouverture accrue à la concurrence

Ouverture du marché du PER à plusieurs catégories d'acteurs : entreprises d'assurance, mutuelles, institutions de prévoyance et sociétés de gestion d'actifs, etc.

Six ans après son lancement, le PER a atteint 150 Md€ d'encours et poursuit une croissance proche de 20 % entre 2024 et 2025

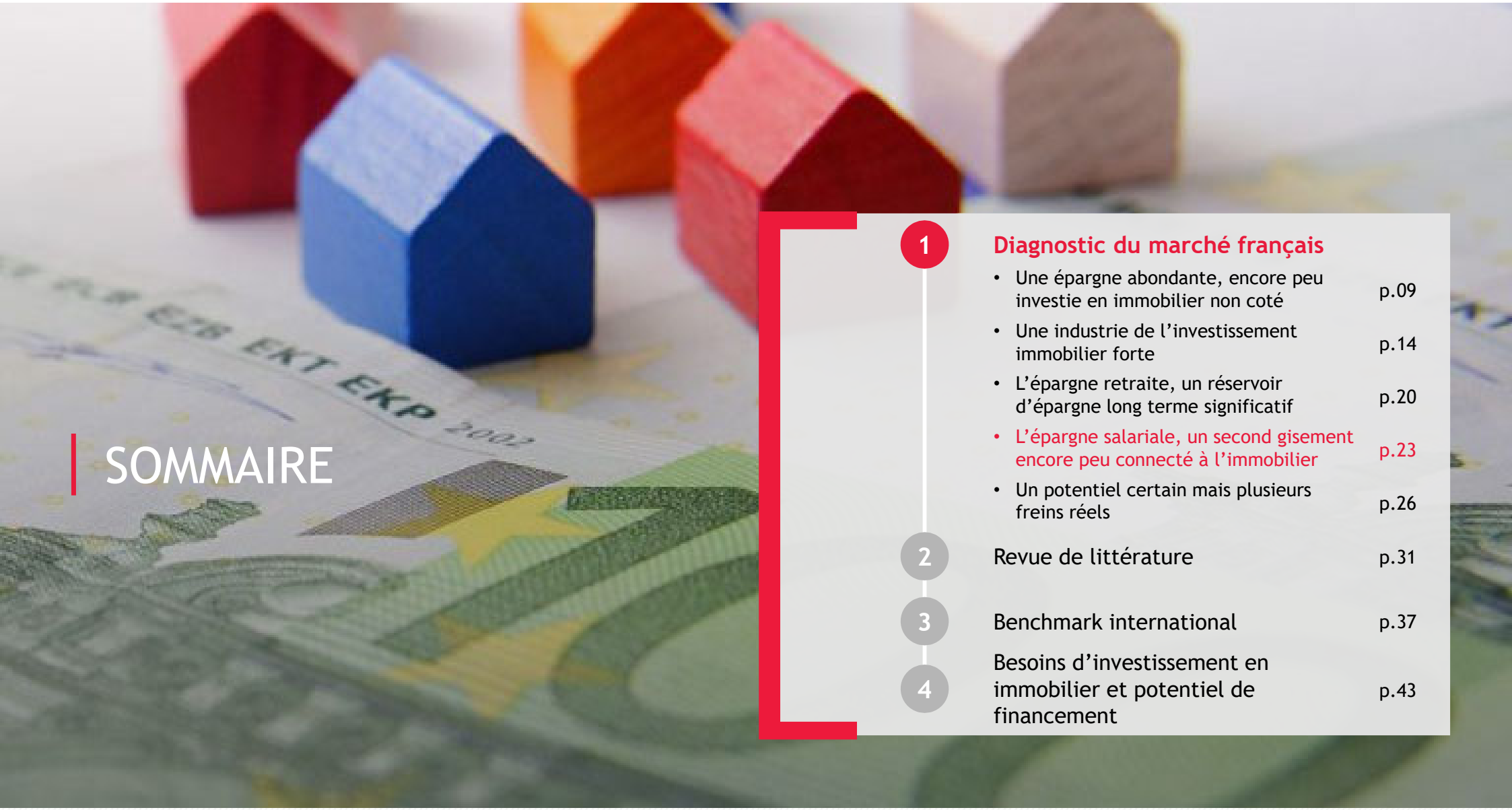
Encours des PER par typologie de PER (par trimestre, en Md€)



Source : Ministère de l'Économie, chiffres de déploiement du PER arrêtés au 31 décembre 2025

- **Le PER connaît une montée en puissance rapide depuis sa création en 2019** : les encours atteignent 150,4 Md€ fin 2025, contre moins de 6 Md€ début 2020.
- **La croissance reste soutenue sur la période récente** : l'encours total progresse d'environ 20 % entre fin 2024 et fin 2025, passant de 125,7 Md€ à 150,4 Md€.
- **Le PER individuel constitue le principal moteur** du marché avec **88,5 Md€ d'encours**, soit près de **59 % du total**. Sa croissance reflète à la fois les nouvelles souscriptions et les transferts d'anciens produits retraite.
- **Les PER d'entreprise représentent néanmoins plus de 40 % des encours** : 33,9 Md€ pour le PER collectif et 28,0 Md€ pour le PER obligatoire.

Le marché du PER a atteint une taille significative ; l'enjeu, au-delà de la collecte, porte aussi sur la composition des allocations et la nature des actifs financés.



SOMMAIRE

1 **Diagnostic du marché français**

- Une épargne abondante, encore peu investie en immobilier non coté — p.09
- Une industrie de l'investissement immobilier forte — p.14
- L'épargne retraite, un réservoir d'épargne long terme significatif — p.20
- L'épargne salariale, un second gisement encore peu connecté à l'immobilier — p.23
- Un potentiel certain mais plusieurs freins réels — p.26

2 Revue de littérature — p.31

3 Benchmark international — p.37

4 Besoins d'investissement en immobilier et potentiel de financement — p.43

L'épargne salariale constitue un second canal d'épargne de moyen-long terme susceptible d'accueillir des supports immobiliers non cotés

Vision d'ensemble de l'épargne salariale

L'épargne salariale repose sur trois sources d'alimentation :

- Participation (obligatoire ≥ 50 salariés),
- Intéressement (facultatif),
- Versements volontaires et abondement de l'employeur (plafond 2026 : 3 768 €/an (PEE) et 7 536 €/an (PERECO))

PEE (plan d'épargne d'entreprise)
Horizon moyen de 5 ans (plusieurs cas de déblocage anticipé prévus par la réglementation)

PERECO
(ex-PERCO, PER Collectif depuis la loi PACTE)
Traité dans le cadre du PER

L'épargne salariale est investie via des **FCPE** (fonds communs de placement d'entreprise)
Le salarié ne détient pas directement des SCPI/OPCI : il détient des parts de FCPE, eux-mêmes investis dans une gamme d'actifs sous-jacents (actions, obligations, monétaire, et parfois immobilier).

Accès direct
via des supports immobiliers référencés dans le plan

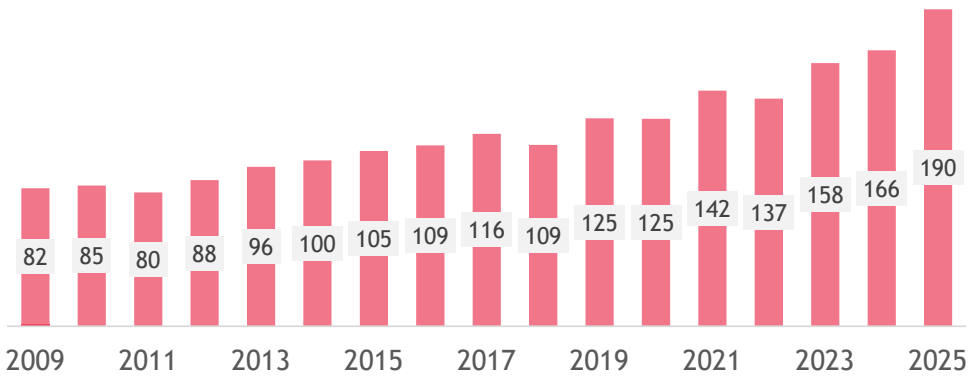
Accès indirect
via un FCPE diversifié (OPCI, FCPR, etc.)

- **Une épargne de moyen ou long terme** : les sommes placées sur un PEE sont en principe bloquées pendant 5 ans, tandis que l'épargne logée dans un PER collectif a vocation à être conservée jusqu'à la retraite, sous réserve des cas de déblocage anticipé.
- **Un cadre fiscal attractif** : lorsque l'intéressement et la participation sont investis dans un plan d'épargne salariale plutôt que perçus immédiatement, ils bénéficient, sous conditions et dans les limites prévues, d'une exonération d'impôt sur le revenu ; les gains réalisés dans le PEE bénéficient également d'un régime fiscal favorable à la sortie.
- **Un potentiel supplémentaire pour l'immobilier non coté** : la taille des encours et leur horizon de placement sont compatibles avec une exposition à des actifs de long terme ; toutefois, la place effective de l'immobilier non coté dépend, comme dans le PER, fortement des supports référencés dans les plans, de leurs contraintes de liquidité et des choix des entreprises et gestionnaires.

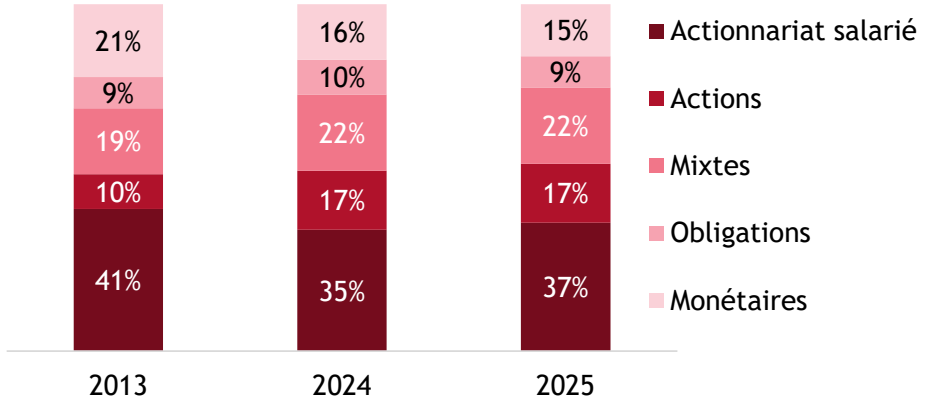
L'épargne salariale constitue donc un réservoir d'épargne important et fiscalement incitatif, mais l'accès à l'immobilier non coté reste largement conditionné par l'offre de supports proposée aux salariés.

Avec 190 Md€ d'encours, elle représente un réservoir d'investissement majeur, encore largement sous-exploité par l'immobilier non coté

Encours d'épargne salariale depuis 2009 (en Md€)



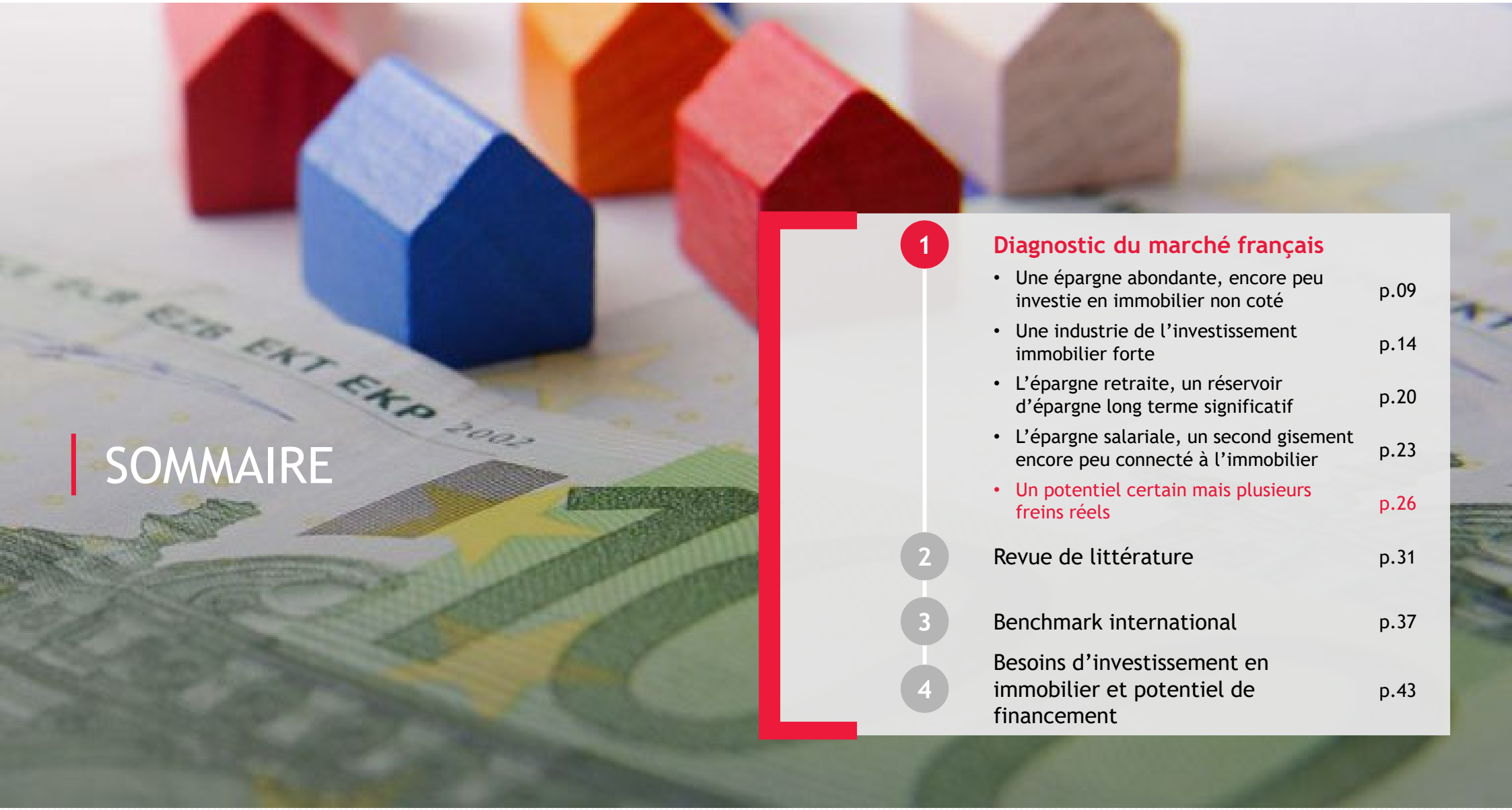
Ventilation de l'encours selon les catégories de fonds d'épargne salariale



- L'épargne salariale et la retraite collective ont plus que triplé depuis 2008, avec des encours passant de 71 Md€ à 229 Md€ en 2025. La croissance reste soutenue (+14,7 % en 2025), portée à la fois par les PEE, qui concentrent l'essentiel des encours (190 Md€), et par l'épargne retraite collective (39 Md€). Cette dynamique confirme la montée en puissance de ces dispositifs comme canal d'épargne de long terme et renforce leur potentiel pour accueillir davantage d'actifs diversifiants, dont l'immobilier non coté.

- La structure d'investissement reste toutefois fortement orientée vers les marchés actions, en particulier via l'actionnariat salarié et les fonds actions, tandis que l'immobilier n'apparaît pas comme une catégorie isolée dans les statistiques publiées. Cette configuration suggère qu'un développement de l'immobilier non coté passerait moins par la création de nouveaux flux d'épargne que par une évolution du référencement et de l'allocation au sein d'encours déjà significatifs.

Source : Association Française de la Gestion financière (AFG)



SOMMAIRE

1 **Diagnostic du marché français**

- Une épargne abondante, encore peu investie en immobilier non coté — p.09
- Une industrie de l'investissement immobilier forte — p.14
- L'épargne retraite, un réservoir d'épargne long terme significatif — p.20
- L'épargne salariale, un second gisement encore peu connecté à l'immobilier — p.23
- Un potentiel certain mais plusieurs freins réels — p.26

2 Revue de littérature — p.31

3 Benchmark international — p.37

4 Besoins d'investissement en immobilier et potentiel de financement — p.43

L'accès aux supports d'immobilier non coté dépend d'une chaîne d'acteurs aux rôles complémentaires mais aux objectifs parfois différents

1. Conception et structuration du produit

- Définition de l'offre (individuel, collectif, obligatoire)
- Conformité juridique, fiscale et réglementaire
- Choix des modes de sortie
- Définition des garanties, frais, etc.

2. Référencement des supports

Sélection des fonds accessibles : fonds en euros, OPC, ETF, immobilier non coté, private equity et profils pilotés.

3. Distribution et acquisition du client

Commercialisation du PER par les banques, assureurs, courtiers, CGP, plateformes et entreprises. Un travail de conseil et de pédagogie pour enclencher la souscription.

4. Souscription, versements et transferts

Ouverture du plan, contrôles réglementaires, gestion des versements (volontaires, épargne salariale, cotisations obligatoires et transferts)

5. Gestion administrative

Tenue des comptes et compartiments des sommes versées, valorisation, arbitrages, relevés, fiscalité, transferts et déblocages anticipés.

6. Gestion financière

Allocation des actifs, sélection des fonds, gestion des risques, rééquilibrage des portefeuilles et sécurisation progressive à l'approche de la retraite.

7. Conseil et engagement du client

Accroître la valeur de l'encours : simulations de retraite ; ajustements du profil de risque ; recommandations sur le niveau d'épargne ; optimisation des versements ; accompagnement lors des changements professionnels, etc.

8. Liquidation et décumulation

Accompagnement dans le choix à la sortie (capital, rente, ou mix) Gestion des cas de déblocage anticipé, fiscalité à la sortie, traitement du décès et des bénéficiaires

Principaux acteurs

Conception et structuration	Distribution	Gestion des actifs	Conservation des actifs	Liquidation et sortie
Assureurs, sociétés de gestion	Banque, CGP, plateformes, employeurs	Sociétés de gestion	Dépositaires, teneurs de compte	Assureurs, gestionnaires de compte

Aujourd'hui, le principal réservoir d'épargne retraite et salariale reste quasiment fermé à l'immobilier non coté

Répartition €/UC et part de l'immobilier dans les encours des PER et de l'épargne salariale (en Md€)

	PER individuel	PER obligatoire	PER collectif + Épargne salariale en fonds diversifiés
Encours	88,5	28,04	177,86 (dont 33,86 de PER collectif)
Part en €	48,89 (55,24 %)	15,49 (55,24 %)	Minime
Dont Immobilier non coté	3,37 (6,9 %)	1,07 (6,9 %)	Minime
Part en UC	39,61 (44,76 %)	12,55 (44,76 %)	≈175 (≈100 %)
Dont Immobilier non coté	0,55 (1,4 %)	0,18 (1,4 %)	Maximum 0,9 (≈0,5 % via les OPCI)

Sources : Estimations BDO, ASPIM, France Assureurs, Ministère des Finances, AFG, Légifrance

- **La présence de l'immobilier non coté est avérée dans le PER individuel et le PER obligatoire, notamment dans leurs fonds en euros** (environ 6,9 %).
- La faible exposition de l'immobilier non coté au sein de l'épargne retraite et salariale prise dans son ensemble provient essentiellement de sa place très limitée au sein de l'épargne salariale et du PER collectif.
- **Le relèvement du plafond d'investissement de 10 % à 30 % des OPCI au sein des FCPE en 2015 avait créé une fenêtre réglementaire favorable à l'introduction de plus d'immobilier non coté au sein de l'épargne salariale**, à condition que les véhicules soient compatibles avec les exigences de liquidité, de valorisation et de gestion pilotée. Les chiffres montrent toutefois que **cette possibilité** reste **encore peu exploitée en pratique**. Le potentiel de développement dépend donc moins d'un plafond légal que de la capacité à rendre les supports compatibles.

L'immobilier non coté est autorisé dans l'épargne salariale et retraite, mais son accès reste réglementairement contraint

PER

1. **Pas de plafond réglementaire global spécifique à l'immobilier :** en gestion libre, un épargnant peut donc théoriquement détenir une exposition immobilière significative si le contrat le permet.
2. **Plafond spécifique sur certains supports :** 50 % du contrat pour les UC de fonds professionnels (FPCI, FPS…) réservées aux investisseurs avertis ou tickets ≥ 100 000 € (art. R.131-1-2, Code des assurances)
3. **Loi Industrie verte (2023) — un plancher excluant l'immobilier non coté :**
   - Le plancher minimal d'actifs non cotés en gestion pilotée (8 à 15 % selon le profil) cible le financement des PME/ETI : FCPR, FPCI, ELTIF, OPC « LIV »
   - Les fonds immobiliers non cotés sont exclus par principe de la quote-part minimale d'actifs non cotés — les ELTIF détenant de l'immobilier dans leur quota éligible en sont spécifiquement écartés
   - Un amendement visant à intégrer l'immobilier vert (dép. Bazin, 2023) a été rejeté à l'Assemblée nationale, sans motivation économique détaillée
4. **Depuis le 6 mai 2026, plus aucun nouvel « Autre FIA » ne peut être référencé comme UC en PER,** ce qui referme une partie de l'univers qui servait de porte d'entrée à des stratégies immobilières indirectes

Épargne salariale

1. **Le salarié n'investit pas directement dans une SCPI ou un OPCI**, il détient des parts de FCPE. C'est donc le règlement du FCPE qui détermine l'univers d'investissement accessible au salarié
2. **30 % maximum** dans un même OPCI ou certains fonds de capital-investissement pour un FCPE diversifié.
3. Dans un PER d'entreprise, les titres non cotés détenus directement par le FCPE sont **limités à 10 %**
4. Cette limite de 10 % ne s'applique pas de la même manière aux expositions indirectes : le FCPE peut détenir jusqu'à 50 % de parts ou actions de certaines catégories de FIA, sous conditions.

L'immobilier non coté dispose d'une marge réglementaire de développement dans le PER et l'épargne salariale, mais cette marge reste difficile à mobiliser : absence de quota dédié, contraintes de liquidité et de valorisation, plafonds propres à certains véhicules et décisions de référencement limitent fortement son intégration effective dans les allocations.

*LIV : Loi Industrie Verte

Quatre types de freins s'opposent à l'intégration de plus d'immobilier non coté dans les produits d'épargne retraite et d'épargne salariale

1 Réglementation

La réglementation constitue un 1er frein structurel à l'intégration de l'immobilier dans l'épargne retraite.

- Aucun plafond global pour l'immobilier dans le PER, mais le plancher de non coté de la Loi Industrie Verte exclut les fonds immobiliers non cotés.
- En épargne salariale, le plafond de 30 % par OPCI dans un FCPE, relevé en 2015, reste très peu utilisé.
- Depuis mai 2026, aucun nouvel « Autre FIA » ne peut plus être référencé en UC dans le PER.

2 Fiscalité

La fiscalité des PER, ainsi que celle des investissements dans des SCPI investies en France, apparaît comme un 2eme frein.

- Une déduction à l'entrée peu incitative pour les ménages faiblement imposés.
- Une fiscalité qui avantage les investissements à l'étranger : les revenus fonciers étrangers échappent aux 17,2 % de prélèvements sociaux ; 74,5 % des acquisitions des SCPI ont été réalisées hors de France en 2025.

3 Adéquation de l'offre

L'inadéquation entre les besoins exprimés dans le PER et l'épargne salariale et les produits immobiliers non cotés constitue un 3ème frein.

- Un non coté quasi absent de l'épargne salariale (≈0,5 %).
- Des contraintes de liquidité et de valorisation qui limitent les supports compatibles avec les FCPE et la gestion pilotée.
- Un référencement dépendant d'une chaîne d'acteurs aux objectifs parfois divergents.

4 Pédagogie

Les caractéristiques et les performances des placements en immobilier non coté sont encore mal connues.

- Un support encore peu choisi : 8 % des 35-54 ans et 2 % des 55 ans et plus.
- Des performances méconnues : TRI sur 40 ans de 7,1 % (SCPI) et 7,4 % (OPCI), contre 5,9 % pour l'assurance-vie.
- Une exposition immobilière insuffisamment documentée dans les statistiques publiques, limitant le pilotage des allocations



SOMMAIRE

1 Diagnostic du marché français p.09

2 **Revue de littérature** p.31

3 Benchmark international p.37

4 Besoins d'investissement en immobilier et potentiel de financement p.43

Une analyse fondée sur une revue de littérature internationale et de long terme pour déterminer la fourchette d'allocation optimale



Près de **150 études** en lien avec nos travaux ont été recensées, dont une vingtaine ont été analysées plus spécifiquement



Les échantillons analysés par ces études permettent de prendre en compte la **diversité géographique** : France, Allemagne, Suisse, Royaume-Uni, Canada, États-Unis, Hong Kong, etc.



Les études analysent **des périodes différentes et des horizons très longs pour certaines**, permettant de prendre en compte les spécificités temporelles

Les articles académiques, mémoires, ouvrages et *documents de travail* analysés dans la revue de littérature font ressortir 3 messages clés

La littérature converge vers une allocation immobilière totale de 10 à 20 %, avec un plancher d'environ 7 %, et cette poche est largement dominée par le non coté.

L'horizon de placement est déterminant pour le niveau et la forme d'exposition à l'immobilier : plus il est long, plus l'allocation peut être élevée et orientée vers le non coté.

Les différentes formes d'immobilier sont complémentaires et permettent d'arbitrer entre diversification, rendement et liquidité.

La littérature converge vers une allocation immobilière totale de 10 à 20 %, avec un plancher de ≈7 %, et cette poche est fortement non cotée



Certaines allocations théoriques surestiment le poids optimal de l'immobilier, qui se réduit une fois pris en compte le lissage des valorisations, l'illiquidité, les coûts et contraintes d'investissement. La fourchette de 7 à 9% apparaît comme la plus prudente et robuste, dans les études portant sur le non coté. La zone de convergence se situe toutefois plutôt entre 10 et 20 %, notamment quand l'horizon s'allonge mais aussi grâce à la complémentarité des caractéristiques de l'immobilier coté et non coté.

Détails sur le sujet

Les résultats peuvent varier assez fortement dans la littérature. Ces écarts sont essentiellement le fait du délissage des valeurs, de la liquidité, des coûts de transaction, des contraintes de vente à découvert et de l'horizon considéré. Il convient de noter que les modèles intégrant ces contraintes produisent des allocations plus faibles que les autres « optimisations ». Cette approche est néanmoins plus robuste.

En chiffres

La fourchette d'allocation de l'immobilier dans les portefeuilles, observée dans la littérature, est large selon les textes et leurs hypothèses. Les études intégrant immobilier coté et non coté convergent toutefois vers une allocation totale d'environ 10–20 %, très fortement dominée par le non coté. À titre d'exemples, Pagliari (2017) retient 10–15 % comme borne haute pour la majorité des investisseurs, Craft (2001) atteint 17 %, Feldman (2003) ≈21 % à certains points de la frontière efficiente, et Delfim & Hoesli (2019) 20–28 %. Les niveaux proches ou supérieurs à 20 % correspondent plutôt à des bornes hautes ou à des configurations d'optimisation. Pour le plancher d'allocation, Kallberg et al. (1996) estiment une allocation optimale de ≈9 %, dans un modèle portant sur le non coté et intégrant l'indivisibilité des actifs et l'absence de vente à découvert. Ce résultat est proche de celui de Cheng, Lin & Liu (2013), qui obtiennent une allocation optimale de 7–9 % après prise en compte de l'illiquidité, des coûts de transaction élevés et de la dépendance des performances à l'horizon de détention.

Dans la littérature

Kallberg, J. G., Liu, C. H., & Greig, D. W. (1996). The role of real estate in the portfolio allocation process. Real Estate Economics, 24(3), 359-377. Cité 155 fois.
Ziering, B., & McIntosh, W. (1997). Revisiting the case for including core real estate in a mixed-asset portfolio. Real Estate Finance, 13, 14-22. Cité 33 fois.
Craft, T. (2001). The role of private and public real estate in pension plan portfolio allocation choices. Journal of Real Estate Portfolio Management, 7(1), 17-23. Cité 79 fois.
Feldman, B. E. (2003). Investment policy for securitized and direct real estate. Journal of Portfolio Management, 112. Cité 80 fois.
Haß, L. H., Johanning, L., Rudolph, B., & Schweizer, D. (2010). Offene immobilienfonds als wesentlicher baustein einer erfolgreichen asset allocation: Ergebnisse in zeiten der finanzmarktkrise. Cité 1 fois.
Cheng, P., Lin, Z., & Liu, Y. (2013). Is There a Real Estate Allocation Puzzle?. Journal of Portfolio Management, 39(5), 61. Cité 20 fois.
Pagliari Jr, J. L. (2017). Another take on real estate's role in mixed-asset portfolio allocations. Real Estate Economics, 45(1), 75-132. Cité 67 fois.
Delfim, J. C., & Hoesli, M. (2019). Real estate in mixed-asset portfolios for various investment horizons. Journal of Portfolio Management, 45(7), 141-158. Cité 59 fois.

L'horizon détermine le niveau et la forme d'exposition à l'immobilier : plus il est long, plus l'allocation peut être élevée et sur le non coté…

2

L'investissement de long terme est plus propice à une part élevée d'immobilier, essentiellement direct, car il permet notamment d'absorber l'illiquidité ainsi que les coûts de transaction. À court terme, l'immobilier liquide est privilégié sous différentes formes. De la même manière, les fonds de pension gèrent l'allocation selon l'horizon à la retraite.

Détails sur le sujet

L'horizon de placement est déterminant pour l'allocation immobilière ainsi que pour sa forme. En effet, à horizon court, les contraintes de liquidité et les coûts de transaction limitent fortement l'intérêt de l'immobilier direct. Ainsi, des options plus liquides comme les fonds core (placements stables) sont privilégiées. Ces points de blocage pour l'immobilier non coté s'amortissent toutefois progressivement lorsque l'horizon s'allonge. L'exposition à ce type d'immobilier mais également à la poche immobilière au global peut alors augmenter. Au final, au sein de la poche immobilière à long terme, on retrouve un recours accru à l'immobilier direct, notamment car le non coté procure une exposition plus fidèle aux loyers et aux valeurs immobilières. À long terme, l'immobilier coté présente un intérêt relatif moindre.

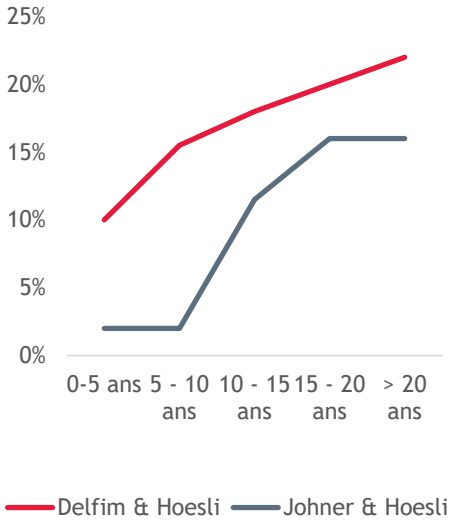
En chiffres

Delfim & Hoesli (2019) montrent que, toutes expositions immobilières confondues, l'allocation reste autour de 10-15 % à court terme (< 5 ans), puis augmente avec l'horizon. Johner & Hoesli (2025), dans un cadre intégrant les engagements futurs des fonds de pension, montrent eux que l'immobilier commercial privé reste marginal à horizon court, atteint 11,5 % autour de 12 ans, et se stabilise à ≈16 %. Chez Delfim & Hoesli, la poche immobilière passe d'une exposition quasi exclusive aux fonds core non cotés à court terme à une dominante d'immobilier direct à long terme (≈80 % de direct, ≈16 % de fonds core et 4 % de REITs* à 25 ans). Drew, Walk & West (2018) montrent aussi que faire évoluer le mix entre immobilier coté et non coté améliore les résultats des portefeuilles de retraite et qu'une bascule du coté vers le non coté réduit le risque de perte à la retraite.

Dans la littérature

Craft, T. (2001). The role of private and public real estate in pension plan portfolio allocation choices. Journal of Real Estate Portfolio Management, 7(1), 17-23. Cité 79 fois.
Pagliari Jr, J. L. (2017). Another take on real estate's role in mixed-asset portfolio allocations. Real Estate Economics, 45(1), 75-132. Cité 67 fois.
Drew, M. E., Walk, A. N., & West, J. (2018). Time variation in the allocation to real estate assets through the life cycle. Journal of Real Estate Portfolio Management, 24(1), 51-64. Cité 2 fois.
Delfim, J. C., & Hoesli, M. (2019). Real estate in mixed-asset portfolios for various investment horizons. Journal of Portfolio Management, 45(7), 141-158. Cité 59 fois.
Johner, L., & Hoesli, M. (2026). Real Estate in Liability-Driven Investment: The Case of US Pension Funds. Journal of Real Estate Portfolio Management, 32(1), 54-82. Cité 2 fois.

Profil de la part d'immobilier dans la littérature selon l'horizon



*Un REIT est une société cotée en bourse qui permet d'investir indirectement dans l'immobilier générateur de revenus

… Même si les différentes formes d'immobilier sont complémentaires et que c'est leur combinaison qui permet d'atteindre l'optimum



Les contraintes liées à l'immobilier diffèrent selon la forme. Le non coté privilégie l'exposition aux biens et à leurs caractéristiques ainsi que la prime d'illiquidité. Le coté facilite la sortie mais introduit une volatilité de marché plus élevée. Leur combinaison permet de trouver un optimum.

Détails sur le sujet	Les différentes formes d'immobilier procurent une exposition économique proche à long terme, mais avec des profils de liquidité, de volatilité et de levier différents. Le direct / non coté maximise l'exposition au sous-jacent immobilier mais impose davantage d'illiquidité ; le coté apporte une liquidité immédiate au prix d'une volatilité de marché plus forte. Les véhicules hybrides permettent d'arbitrer entre ces deux objectifs. À très long terme, le niveau optimal reste néanmoins sensible au profil de l'investisseur. À noter tout de même qu'un fonds core améliore la liquidité apparente mais ne supprime pas le risque de liquidité en tant que tel. L'allocation optimale combine ainsi immobilier coté et non coté, dans des proportions dépendant de l'horizon et de la tolérance au risque.
En chiffres	Lorsque l'immobilier coté et non coté sont accessibles, les portefeuilles optimaux combinent les deux. Ces 2 formes améliorent l'efficience et leur poids relatif évolue aussi avec la tolérance au risque. Cette complémentarité est également temporelle : le coté est davantage adapté aux horizons courts, tandis que le non coté prend davantage de poids à mesure que l'horizon s'allonge. Pagliari et al. (2005) montrent eux que leurs profils rendement-risque convergent après correction du levier et du lissage. Enfin, Ametefe et al. (2019) arrivent à la conclusion que la meilleure solution au sein d'un véhicule hybride est une architecture où le non coté reste le cœur de l'exposition et où le coté fait partie d'une poche liquide diversifiée servant à améliorer la liquidité sans trop dénaturer le profil de performance immobilier. Hoesli et al. (2004) montrent, eux, l'utilité et la complémentarité de l'immobilier domestique et international. Dans leurs portefeuilles optimisés, l'ajout d'immobilier direct domestique réduit ainsi le risque de 5 à 10 % à rendement donné et quand l'immobilier direct international est accessible, la réduction totale atteint 10 à 20 %.
Dans la littérature	*Geltner, D., Rodriguez, J., & O'Connor, D. (1995). The similar genetics of public and private real estate and the optimal long-horizon portfolio mix. Real Estate Finance, 12, 13-25. Cité 33 fois.* *Andrew, M., & Glenn, M. (2003). Public and private real estate in a mixed-asset portfolio. Journal of Real Estate Portfolio Management, 9(3), 193-203. Cité 160 fois.* *Hoesli, M., Lekander, J., & Witkiewicz, W. (2004). International evidence on real estate as a portfolio diversifier. Journal of Real Estate Research, 26(2), 161-206. Cité 302 fois.* *Pagliari Jr, J. L., Scherer, K. A., & Monopoli, R. T. (2005). Public versus private real estate equities: A more refined, long-term comparison. Real Estate Economics, 33(1), 147-187. Cité 247 fois.* *Farrelly, K., & Moss, A. (2014). Blending public and private real estate allocations for defined contribution pension funds: a UK case study. Journal of Real Estate Literature, 20(3), 137-150. Cité 19 fois.* *Pagliari Jr, J. L. (2017). Another take on real estate's role in mixed-asset portfolio allocations. Real Estate Economics, 45(1), 75-132. Cité 67 fois.* *Ametefe, F. K., Devaney, S., & Stevenson, S. A. (2019). Optimal composition of hybrid/blended real estate portfolios. Journal of Property Investment & Finance, 37(1), 20-41. Cité 13 fois.*



SOMMAIRE

1 Diagnostic du marché français p.09

2 Revue de littérature p.31

3 **Benchmark international** p.37

4 Besoins d'investissement en immobilier et potentiel de financement p.43

Un benchmark sur 8 pays aux profils complémentaires permet d'identifier les bonnes pratiques en comparant les approches retraite et immobilier

Pays	Pourquoi est-ce pertinent de l'analyser ?
Allemagne	L'Allemagne est l'un des principaux marchés immobiliers en Europe et a un recours largement répandu aux fonds immobiliers, notamment auprès des particuliers.
Pays-Bas	Les Pays-Bas ont un système collectif très capitalisé et le poids des actifs des fonds de pension pour la retraite en 2024 s'élevait à 151 % de leur PIB (ratio le plus élevé, Europe et Amérique confondues).
Danemark	Le Danemark compte des régimes professionnels obligatoires et capitalisés, combinant cotisations définies et prestations viagères, c'est un pays à analyser pour l'allocation et la gestion des engagements.
Royaume-Uni	L'épargne retraite au Royaume-Uni est largement diffusée grâce à l'inscription automatique des salariés, avec des fonds pouvant investir sur le long terme.
Suède	La Suède est dotée d'un système combinant retraite publique et épargne obligatoire, avec une allocation qui évolue selon l'âge.
Australie	L'Australie a un système de « *superannuation* » obligatoire et mature, qui repose sur des fonds à cotisations définies disposant d'une forte capacité d'investissement de long terme.
Canada	Le modèle de grands fonds de pension et d'investisseurs institutionnels de long terme au Canada permettra de comparer la gouvernance et les modalités d'investissement en immobilier et infrastructures.
Suisse	La Suisse combine un système de retraite public et des caisses de pension fortement capitalisées, qui investissent historiquement une part importante de leurs actifs en immobilier.

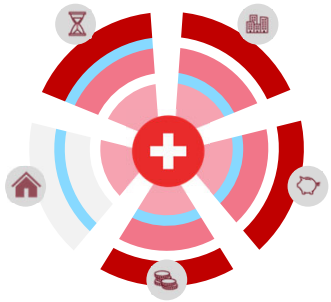
5 indicateurs clés ont été retenus pour comparer ces systèmes de retraite et le rôle de l'immobilier en leur sein

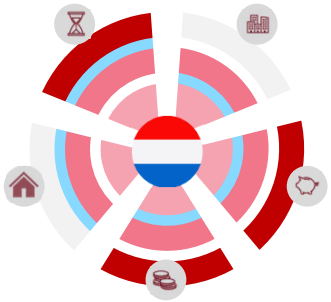
Notion	Définition
Maturité du système de retraite	Cet indicateur correspond au niveau de développement du système, apprécié par sa stabilité, son équilibre financier global, le taux de couverture de la population qu'il permet, le niveau de développement de ses piliers capitalisés, la taille de leurs encours et leur capacité à financer durablement les prestations promises à partir des actifs accumulés.
Place structurelle de l'immobilier	La place structurelle de l'immobilier fait ici référence au degré auquel l'immobilier constitue une composante structurelle des dispositifs de retraite, apprécié à travers son poids dans les portefeuilles, son rôle dans la diversification et la gestion des engagements, et son maintien selon les profils et les horizons de placement.
Degré de capitalisation	Le degré de capitalisation fait ici référence à l'importance des dispositifs par capitalisation dans le système de retraite et au volume des actifs qu'ils gèrent.
Actifs retraite / PIB	Cet indicateur correspond au poids des actifs sous gestion dans les régimes de retraite rapporté au PIB national.
Détention immobilière en direct des ménages	Ce ratio correspond à la part des ménages propriétaires d'un bien.

La capitalisation crée un terrain favorable à une présence structurelle de l'immobilier, sans en déterminer à elle seule le niveau

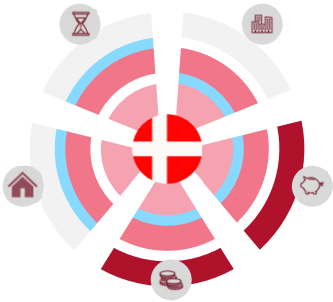


- Maturité du système de retraite
- Place structurelle de l'immobilier
- Degré de capitalisation
- Actifs retraite / PIB
- Détention immobilière en direct des ménages
- Niveau observé en France















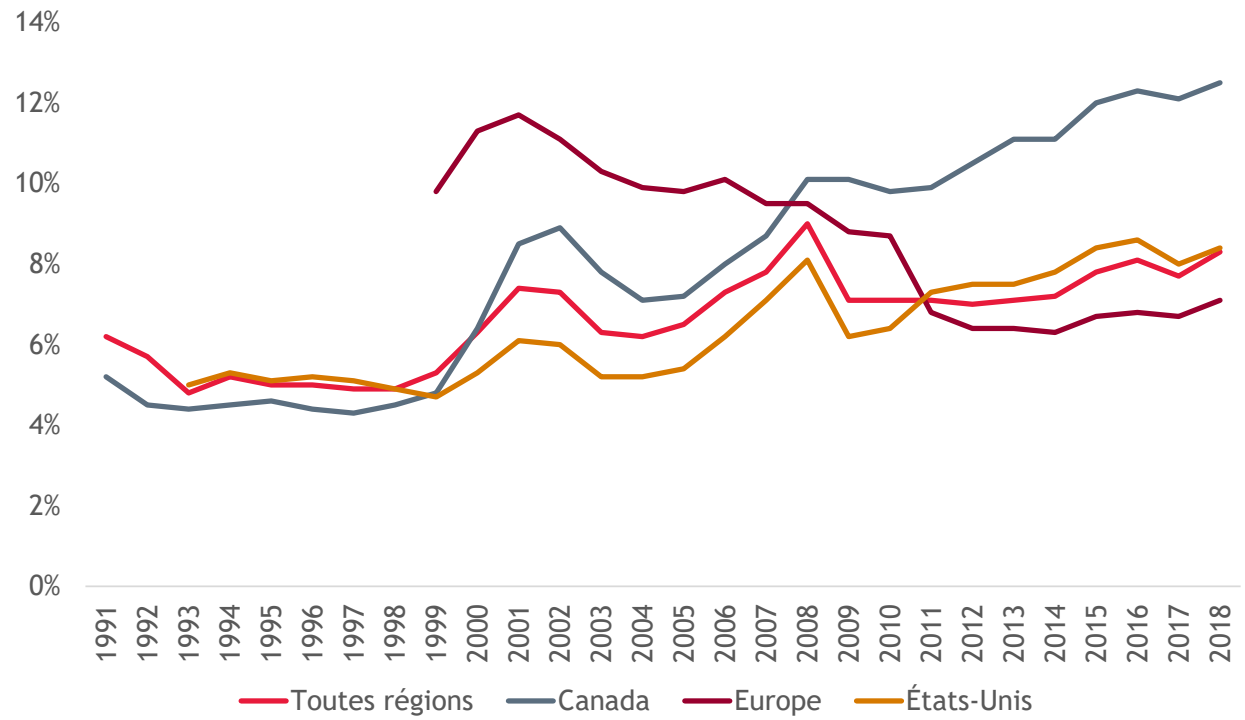


Ce benchmark international fait également ressortir 6 enseignements susceptibles d'éclairer l'évolution du système français

Que nous apprend le benchmark ?	*Quelles pistes de transformation du système Français à approfondir?*
Les systèmes australiens et suédois, respectivement obligatoires et quasi-obligatoires, ainsi que le système d'adhésion automatique britannique présentent les manières les plus efficaces d'obtenir un taux de couverture réellement important.	*Rendre obligatoire (ou quasiment obligatoire) le PERECO.*
La part d'actifs défensifs dans les fonds australiens et suédois pour la retraite professionnelle est croissante avec l'âge. Cette stratégie permet notamment d'atténuer le risque des placements au fur et à mesure que la retraite approche.	*Intégrer des poches d'allocation prédéfinies par cohortes d'âge au sein du PER obligatoire et du PERECO.*
Des fonds tampons (AP2-4) sont adossés au régime par répartition du 1er pilier en Suède (l'*inkomstpension*). Ils investissent à hauteur de ≈11-12 % dans l'immobilier non coté (le plus haut niveau du pays).	*Allouer une fraction de toute hausse future des cotisations au Fonds de réserve pour les retraites à un fonds tampon permanent du 1er pilier qui serait doté d'un mandat d'investissement de long terme.*
Les fonds de pension suisses présentent de très bons rendements (parmi les 20 % les plus élevés de l'OCDE sur longue période), ils détiennent également une part très importante d'immobilier (≈22,5 %). Une allocation immobilière élevée et des rendements élevés ne sont donc pas incompatibles.	*Créer les conditions permettant une allocation immobilière structurelle dans les dispositifs d'épargne retraite et salariale.*
Le système australien offre aux épargnants le choix entre une gestion déléguée et une gestion autonome de leur épargne retraite. Le poids de l'immobilier est nettement plus élevé dans les fonds autogérés (SMSF). Les membres privilégient les actifs immobiliers dans une logique plus patrimoniale.	*Tester dans quelle mesure davantage de latitude d'allocation peut favoriser l'exposition à l'immobilier.*
Les systèmes suisses et danois, à travers, respectivement, le taux de conversion minimal légal du 2e pilier et les contrats en taux moyen avec garantie ainsi que la *tjenestemandspension* (pour les fonctionnaires) peuvent justifier le choix de plus d'actifs aux rendements sûrs pour faire face à des versements certains.	*Introduire dans le PERECO un mécanisme de sécurisation progressive d'un niveau minimal de rente, reposant sur un taux de conversion plancher encadré réglementairement et acquis pour les droits déjà constitués.*

À l'international, les fonds de pension allouent en pratique ≈8 % de leurs actifs à l'immobilier, à ≈90 % du non coté

Part d'immobilier dans les actifs des fonds de pension selon les régions sur 1991-2018 (en %)



Source : Carlo, Eichholtz & Kok (2021) *Three Decades of Global Institutional Investment in Commercial Real Estate*

- L'étude de Carlo et al. (2021), fondée sur un échantillon de 1 131 fonds de pension sur près de 30 ans, montre que **l'allocation moyenne à l'immobilier est passée de 6,2 % au début des années 1990 à 8,3 % en 2018**, avec un pic proche de 9 % avant la crise de 2008.
- **En 2018, la poche immobilière est composée à environ 90 % d'immobilier privé et 10 % d'immobilier coté.** La croissance de l'immobilier privé s'est accompagnée d'une montée de l'intermédiation. Depuis les années 2000, les *limited partnerships* ont fortement progressé et représentent environ 30 % de l'exposition privée en 2018, tandis que les fonds de fonds représentent encore ≈10 %.
- **Les allocations effectivement observées chez les fonds de pension restent soumises à des contraintes spécifiques et ne sont ainsi pas à considérer comme des niveaux optimaux.** Ces derniers seront détaillés dans la partie suivante, et plus précisément dans la section dédiée à la revue de littérature.
- Sur 30 ans, l'immobilier s'est néanmoins installé comme une classe d'actifs structurante des portefeuilles et cette montée en puissance s'est faite principalement via l'immobilier privé, tandis que la part du coté reste minoritaire. Les pratiques diffèrent toutefois fortement selon les régions et les modes de gestion.



SOMMAIRE

1 Diagnostic du marché français p.09

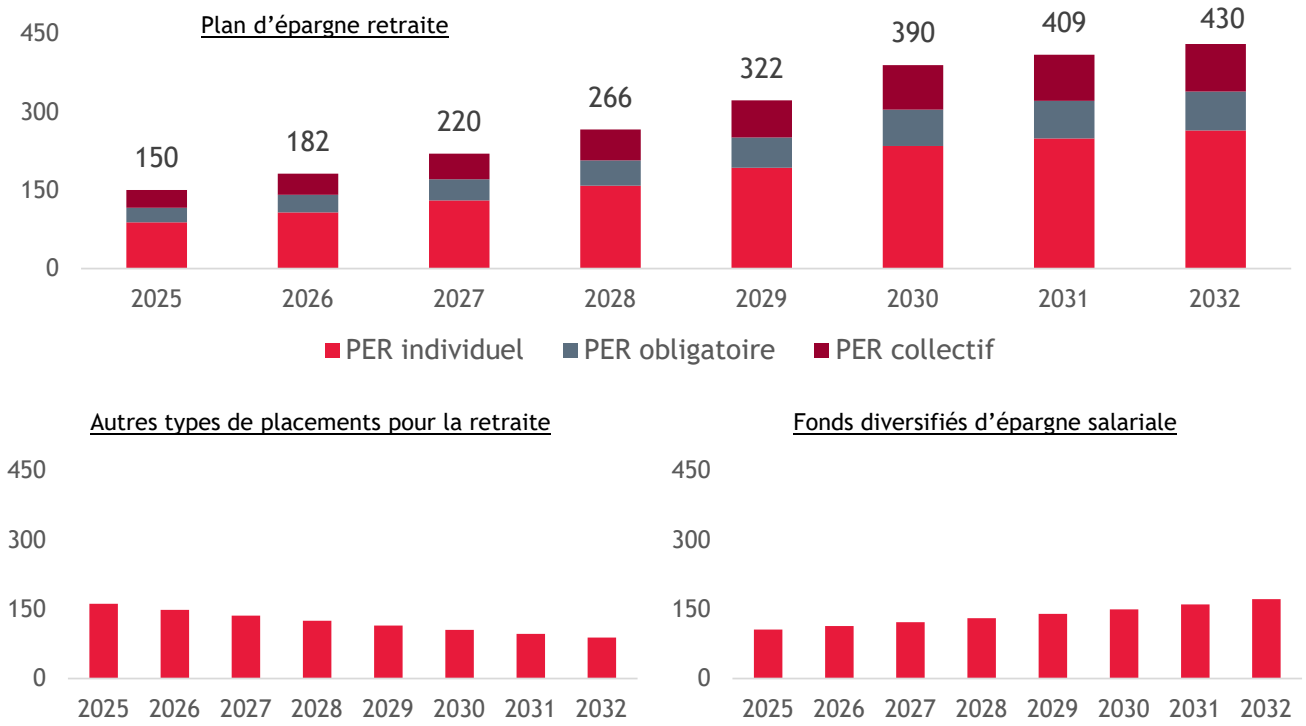
2 Revue de littérature p.31

3 Benchmark international p.37

4 **Besoins d'investissement en immobilier et potentiel de financement** p.43

Selon nos projections, les dynamiques à l'œuvre devraient se poursuivre jusqu'en 2032, avec une forte progression des PER, surtout individuels

Évolution des encours potentiels des PER, puis des autres types de placements pour la retraite et des fonds diversifiés d'épargne salariale entre 2025 et 2032 (en Md€)



Source : Projection BDO

- Selon nos projections, **les encours potentiels des PER** poursuivraient leur montée en puissance entre 2025 et 2032, avec **un marché qui pourrait tripler sur la période, passant d'environ 150 Md€ à plus de 430 Md€.**
- Le PER individuel resterait le principal moteur de croissance, représentant la majorité des encours projetés en 2032 (environ 260 Md€).
- Les PER d'entreprise contribueraient également à la progression du marché : le PERECO et le PER obligatoire afficheraient une croissance régulière, mais resteraient en retrait par rapport au PER individuel.
- En parallèle, les autres placements retraite continueraient de reculer progressivement, notamment du fait qu'ils intègrent les contrats expirants, traduisant un basculement des encours vers les nouveaux dispositifs.

Les analyses conduisent à retenir ≈10 % d'immobilier non coté dans les produits retraite et ≈5 % au sein des fonds diversifiés d'épargne salariale

Pratiques observées

Une allocation proche de 10 % est cohérente avec les pratiques observées à l'international.

- Benchmark de 8 pays : l'immobilier ressort comme une classe d'actifs de long terme déjà intégrée aux systèmes de retraite.
- Carlo et al. (2021) : 8,3 % d'allocation immobilière moyenne en 2018 sur plus de 1 100 fonds de pension, contre 6,2 % au début des années 1990.

La tendance observée soutient un point central de 10 %, au-delà de la seule moyenne historique.

Littérature académique

Les travaux recensés convergent vers une allocation significative en immobilier non coté à long terme.

- Plancher de pertinence autour de 7 % dans un portefeuille diversifié.
- Zone de convergence principalement entre 10 % et 20 %, selon les contraintes de liquidité et de risque.
- Les produits retraite sont particulièrement compatibles avec l'immobilier non coté compte tenu de leur horizon de détention.

Hypothèses retenues

10 %

d'immobilier non coté dans les PER et dans les autres contrats

→ Point central retenu au croisement des pratiques internationales et de la littérature académique.

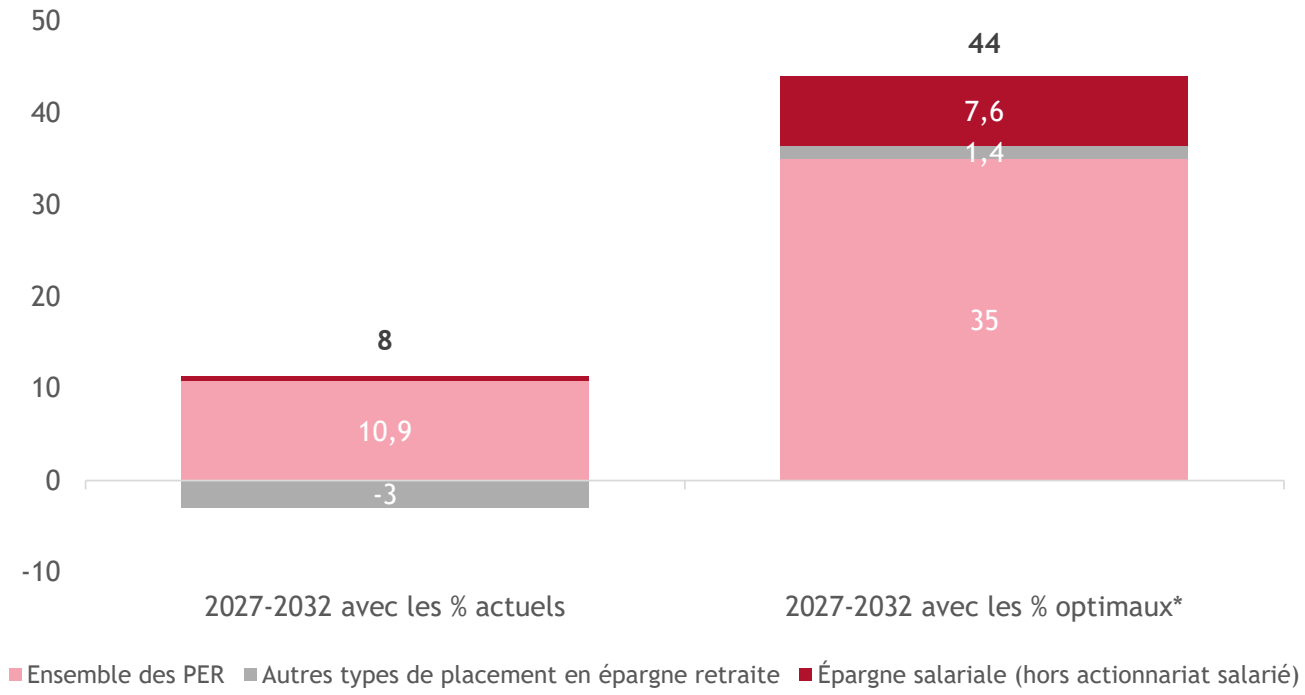
5 %

d'immobilier non coté dans les fonds diversifiés d'épargne salariale

→ Niveau inférieur retenu compte tenu des contraintes de liquidité et d'horizon différentes de celles des produits retraite.

Une hausse de l'allocation en immobilier non coté dans l'épargne retraite et salariale pourrait accroître la capacité de financement de 36 Md€

Comparaison de la collecte attendue en immobilier non coté sur 2027-2032 entre le scénario avec les % actuels d'allocation et les % du scénario de référence* (en fonction des contrats, en Md€)

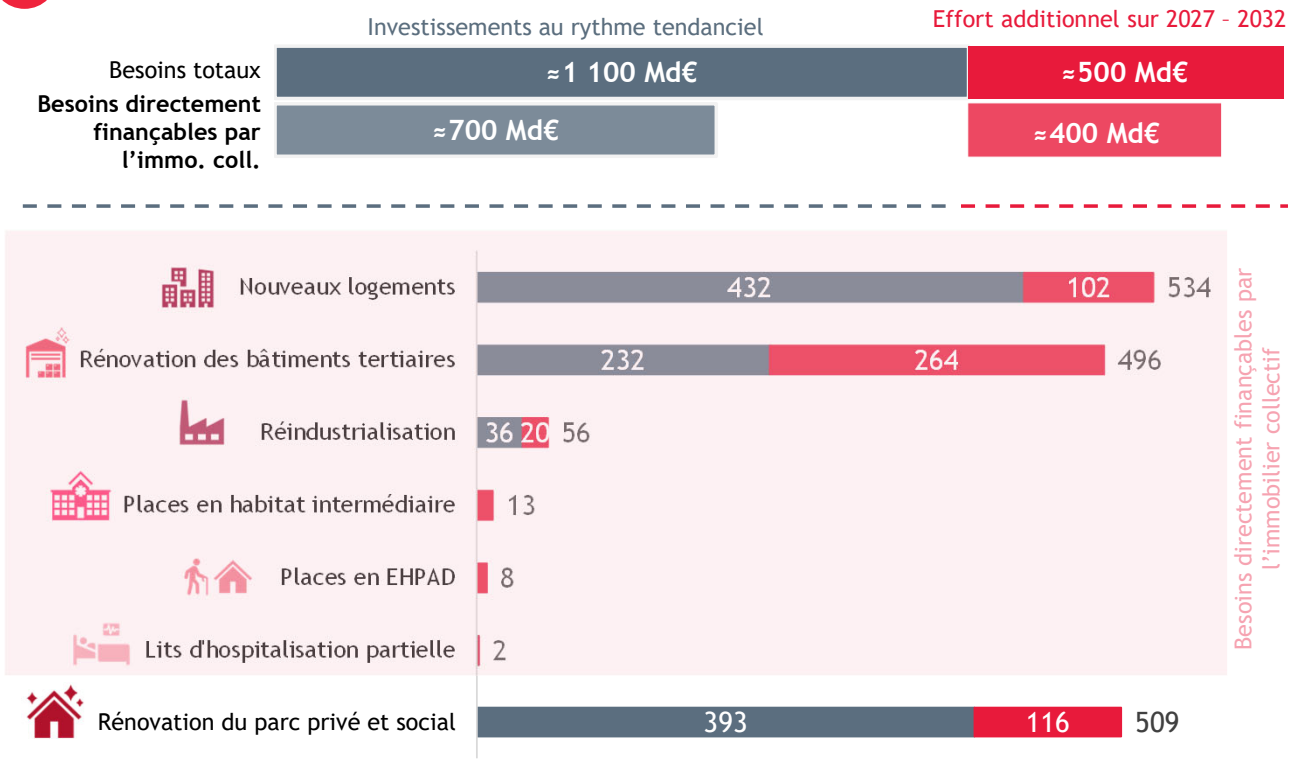


- **Des allocations en immobilier non coté dans les différents contrats pour la retraite aux pourcentages retenus dans le scénario de référence permettrait de multiplier par 5,5 la collecte en immobilier non coté.**
- Au total, 36 Md€ additionnels pourraient être débloqués sur 2027-2032 pour financer les besoins immobiliers. En effet, la collecte attendue en immobilier non coté sur la période passerait de 8 Md€ à 44 Md€.
- **Ce potentiel supplémentaire repose principalement sur l'ensemble des PER** (+24 Md€), devant l'épargne salariale (+7 Md€) et les autres placements d'épargne retraite (+4 Md€).

Source : Estimations BDO *10 % dans les PER et dans les autres contrats pour la retraite et 5 % dans les fonds diversifiés d'épargne salariale

Les besoins d'investissement en immobilier atteignent ≈1 600 Md€ sur 2027-2032, et ≈1/3 sont des investissements additionnels à réaliser

Besoins en valeur des investissements totaux et par projets ciblés sur 2027-2032 (en Md€ courants)



- **Les besoins identifiés représentent ≈1 600 Md€ au total** sur 2027-2032 dont plus de **500 Md€ de besoins additionnels.**
- Parmi ces besoins additionnels, **400 Md€ pourraient être directement financés par l'immobilier collectif**, contribuant ainsi au soutien d'une filière immobilière et de la construction* représentant environ 525 Md€ de valeur ajoutée (17% du PIB) et 2,3 millions d'emplois.
- Les besoins de financement liés aux nouveaux logements sont significatifs et représentent 32 % du besoin total sur la période.
- Les besoins associés aux EHPAD, aux résidences autonomie et aux lits d'hospitalisation partielle apparaissent plus limités en valeur.
- Les 100 Mds€ de besoins additionnels restant correspondent à des besoins sur la rénovation du parc privé et social, relevant davantage de financements directs par les ménages ou d'autres acteurs.

Sources : DREES, CNSA, SDES, Banque des Territoires, fhf.fr, dirips.com, monprogrammeneuf.fr, l'assurance retraite, ehpad-invest.fr, France Stratégie, IGEDD, Stratégie nationale de mobilisation pour le foncier industriel, contractantgeneral.com, I4CE, ADEME

* Périmètre Insee : construction + activités immobilières

Avec les allocations du scénario de référence, la capacité mobilisable via l'immobilier collectif non-côté pourrait être multipliée par plus de 5

Une capacité de financement existante…

8 Md€*

Montant cumulé mobilisable via l'immobilier non coté sur la période 2027-2032 grâce aux PER, aux autres placements pour la retraite et aux fonds diversifiés d'épargne salariale si la part d'immobilier non coté en leur sein reste inchangée

1,6 %

Ratio illustratif du potentiel de financement mobilisable via l'immobilier non-coté dans l'épargne retraite et salariale sur les besoins additionnels identifiés (~8 Mds€ /500 Md€)

…pouvant changer d'échelle

44 Md€*

Montant cumulé mobilisable via l'immobilier non coté sur la période 2027-2032 grâce aux PER, aux autres placements pour la retraite et aux fonds diversifiés d'épargne salariale en suivant les allocations du scénario de référence en immobilier non coté**

8,4 %

Ratio illustratif du potentiel de financement mobilisable via l'immobilier non-coté dans l'épargne retraite et salariale sur les besoins additionnels identifiés (~44 Mds€ /500 Md€)

Exploitation du potentiel de financement

L'augmentation de la part d'immobilier non coté au sein des différents contrats, dont l'objectif premier est d'épargner pour la retraite, pourrait permettre de financer des projets permettant de répondre à l'évolution de la démographie, aux besoins du système de santé et au développement économique. Le potentiel présenté ci-dessous ne vise donc pas à couvrir l'ensemble des besoins futurs, mais la part additionnelle par rapport au niveau d'investissement actuel. Ces 44 Md€ d'investissements potentiels représentent notamment :

- **2,3 fois** le besoin additionnel pour la réindustrialisation
- **2,1 fois** le besoin en places d'EHPAD et habitats seniors additionnels
- **43,2 %** du besoin de logements additionnels
- **17 %** du besoin en rénovation des bâtiments tertiaires

Source : Estimations BDO *en euros courants, avec une perspective de 2 % d'inflation annuelle sur 2027-2032 **10 % dans les PER et dans les autres contrats pour la retraite et 5 % dans les fonds diversifiés d'épargne salariale (estimations BDO)



ANNEXES

SOMMAIRE

X Annexes

- **Diagnostic du marché français**
  - A. Comportements d'épargne et retraite p.50
  - B. Fonctionnement et développement du PER p.54
  - C. immobilier non coté et exposition des PER p.59
- Benchmark international p.55
- Estimation du potentiel de financement p.93
- Méthodologie p.112

L'équilibre du système de retraite de base est fragilisé par le vieillissement démographique

LE SYSTÈME DE RETRAITE DE BASE EN FRANCE

Un système dit par répartition

- Les cotisations versées chaque année par les actifs et leurs employeurs financent immédiatement les pensions des retraités (indexées sur l'inflation pour le régime de base). L'équilibre du système dépend donc du rapport entre le nombre de cotisants et le nombre de retraités.

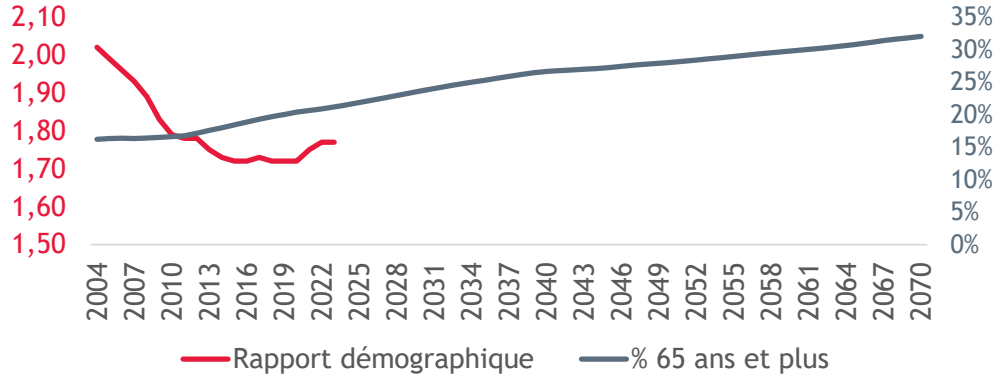
Des règles de cotisation variables selon le statut professionnel

- Le système français repose sur plusieurs régimes de base et complémentaires, dont les règles diffèrent selon la catégorie d'activité : salariés du privé, indépendants, fonctionnaires ou régimes spéciaux. Les droits sont calculés sous forme d'annuités ou de points.

Un montant de retraite dépendant de la carrière

- La pension dépend principalement des revenus d'activité, de la durée de cotisation, de l'âge de départ et du régime d'affiliation. Elle peut être complétée par des dispositifs d'épargne retraite individuels ou collectifs.

Ratio du nombre de cotisants par retraité et évolution de la part des 65 ans et plus dans la population

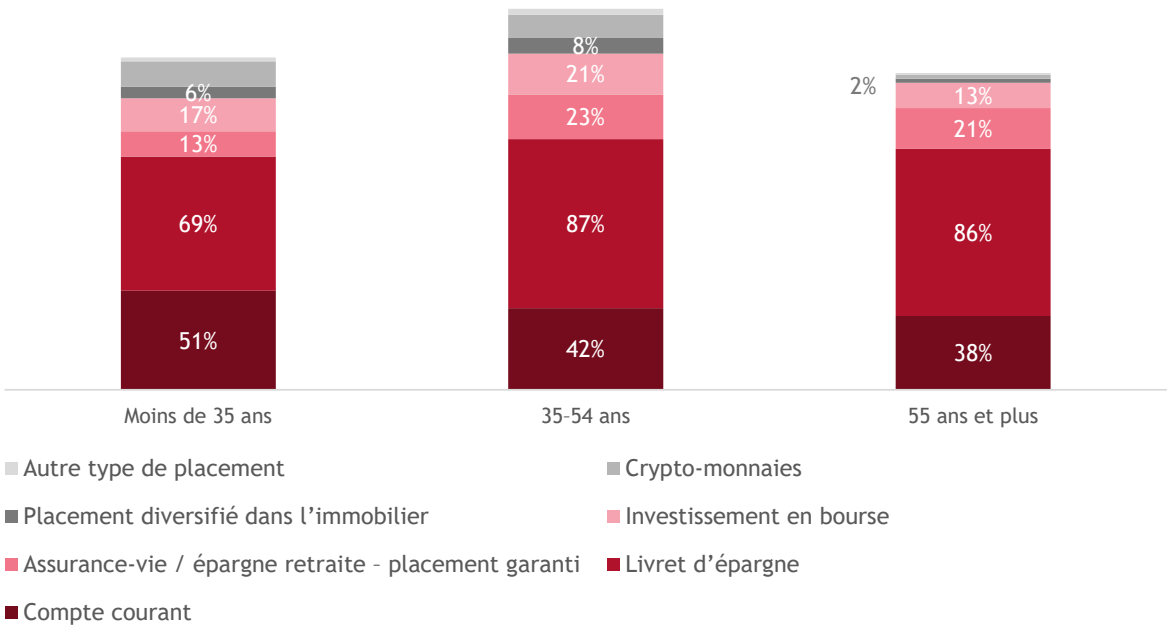


- Le vieillissement de la population exerce une pression croissante sur le système par répartition : le nombre de cotisants par retraité est passé d'environ 2 au milieu des années 2000 à près de 1,8 aujourd'hui, tandis que la part des personnes âgées de 65 ans et plus continuerait d'augmenter jusqu'en 2070.
- Cette évolution réduit mécaniquement la capacité de financement du système et renforce le rôle potentiel de l'épargne retraite en complément des pensions obligatoires.

Source : INSEE

La diversification de l'épargne culmine entre 35 et 54 ans, tandis que le livret d'épargne reste dominant à tous les âges

Répartition des supports d'épargne choisis en 2025 selon l'âge

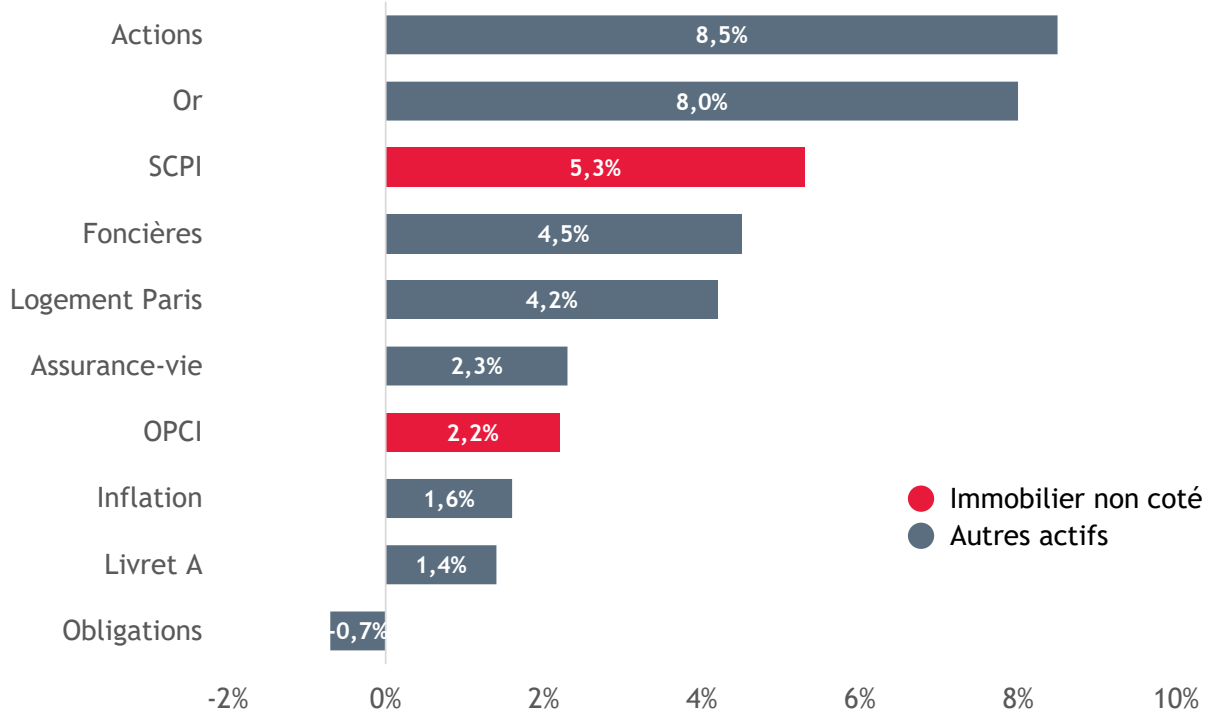


- Le livret d'épargne constitue le support privilégié à tous les âges, cité par 69 % des moins de 35 ans, 87 % des 35-54 ans et 86 % des 55 ans et plus.
- Les 35-54 ans présentent le profil d'épargne le plus diversifié : ils sont davantage exposés à l'assurance-vie / épargne retraite garantie (23 %), à la bourse (21 %) et à l'immobilier (8 %) que les autres classes d'âge.
- Le clivage générationnel est particulièrement marqué sur les supports les plus risqués : les crypto-monnaies concernent 13 % des moins de 35 ans et 12 % des 35-54 ans, contre seulement 2 % des 55 ans et plus. L'investissement en bourse recule également à 13 % après 55 ans, contre 21 % chez les 35-54 ans.
- L'immobilier reste un support d'épargne minoritaire quelle que soit la génération, avec un maximum de 8 % chez les 35-54 ans, contre 6 % chez les moins de 35 ans et seulement 2 % après 55 ans ; son poids apparaît ainsi particulièrement faible dans les choix d'épargne des seniors.

Source : AMF/Audirep - Baromètre de l'Épargne 2025

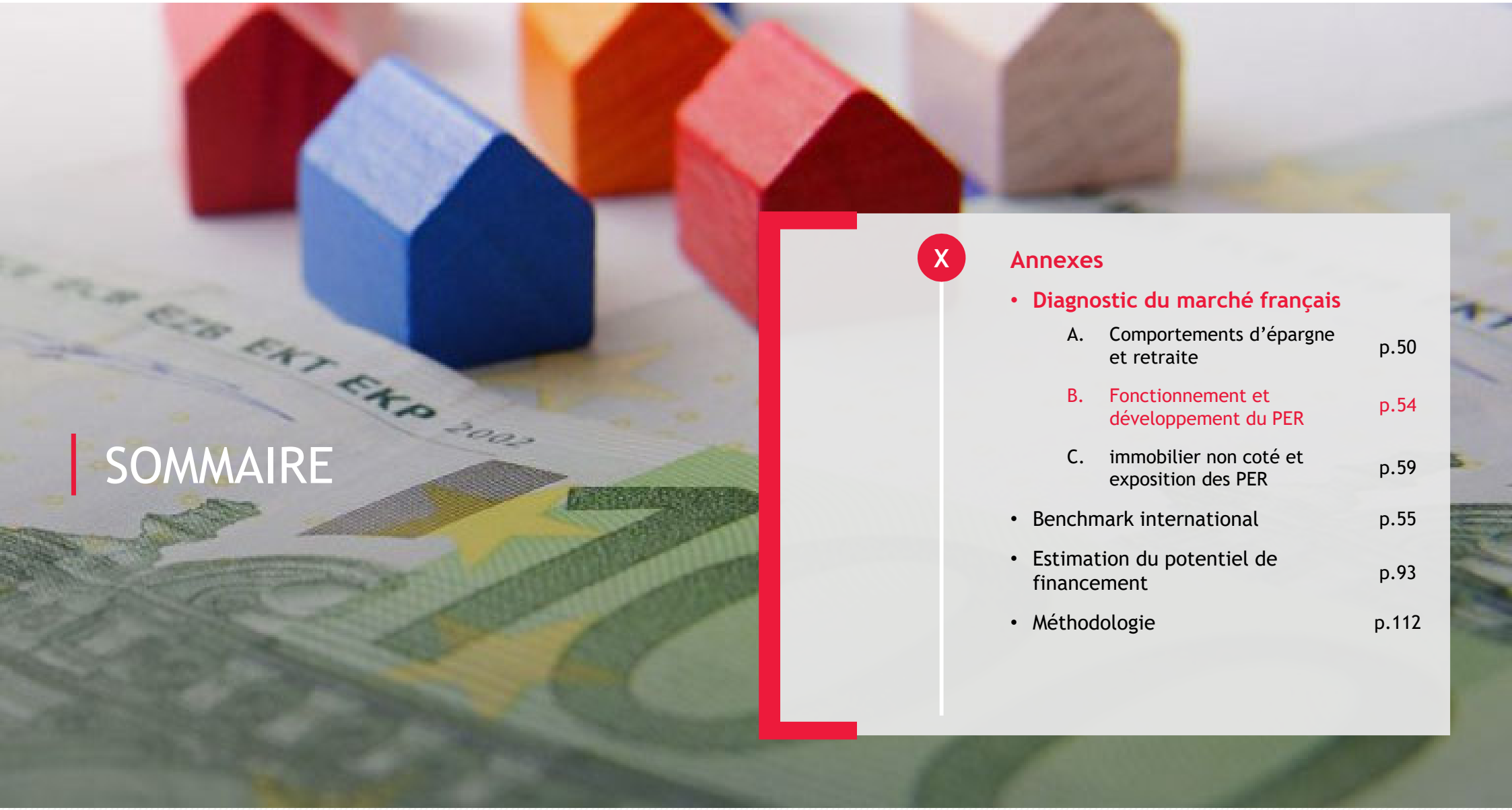
Au-delà de la résidence principale, les placements financiers en immobilier non coté offrent de bonnes performances

Taux de rentabilité interne sur 15 ans des différentes classes d'actifs et de l'inflation



Source : IEIF

- Sur la période 2010-2025, les supports financiers en immobilier non coté affichent des TRI très corrects : **7,1 % pour les SCPI et 7,4 % pour les OPCI.**
- Ces performances se situent nettement au-dessus des obligations (- 0,7 %) et légèrement au-dessus ou au niveau des solutions de placements « traditionnels » : **1,4 % pour le Livret A**, et **2,3 % pour l'assurance-vie**.
- Ces véhicules financiers en immobilier non coté sont accessibles via l'épargne retraite et les PER. Ils permettent ainsi de diversifier l'épargne financière sans avoir à redouter une incidence forte sur le rendement.



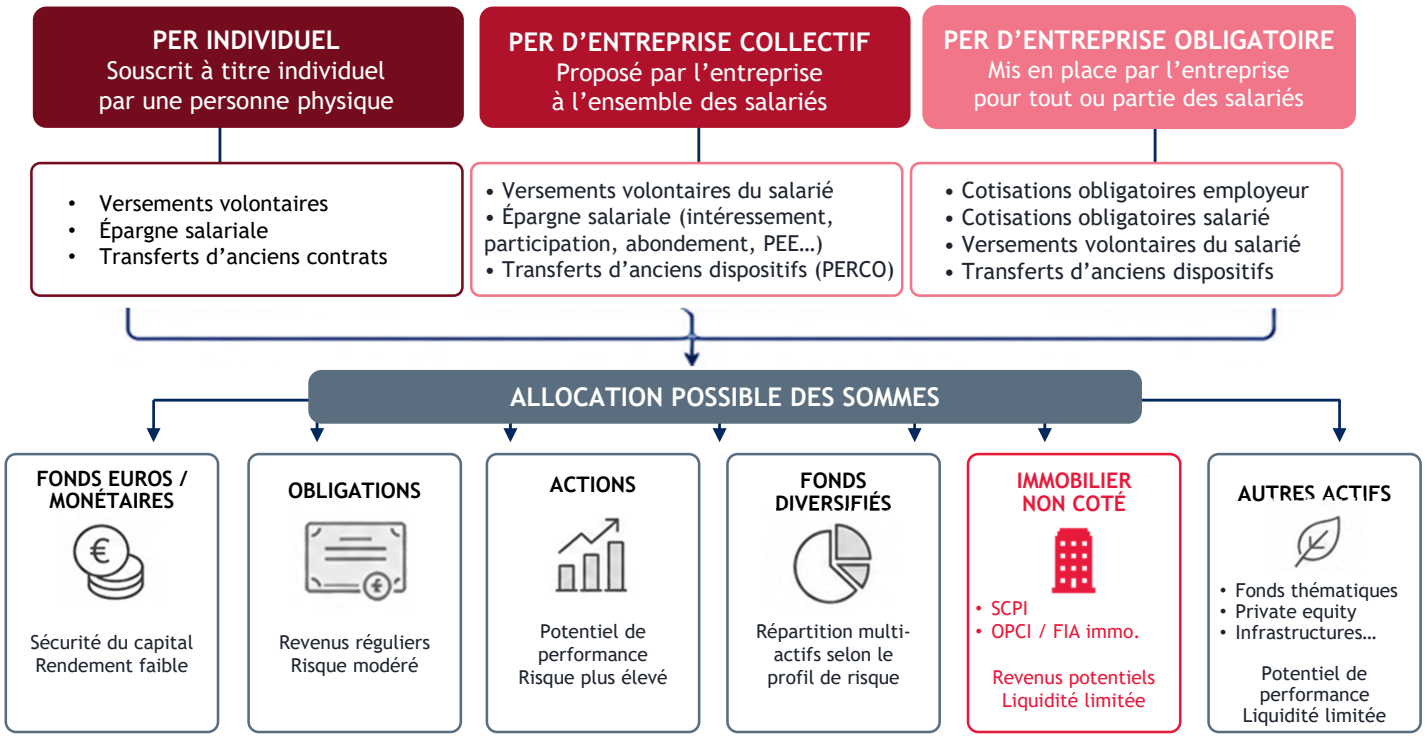
SOMMAIRE

X Annexes

- **Diagnostic du marché français**
  - A. Comportements d'épargne et retraite p.50
  - B. Fonctionnement et développement du PER p.54
  - C. immobilier non coté et exposition des PER p.59
- Benchmark international p.55
- Estimation du potentiel de financement p.93
- Méthodologie p.112

Le PER se décline en trois formes donnant accès à une offre commune de supports d'investissement

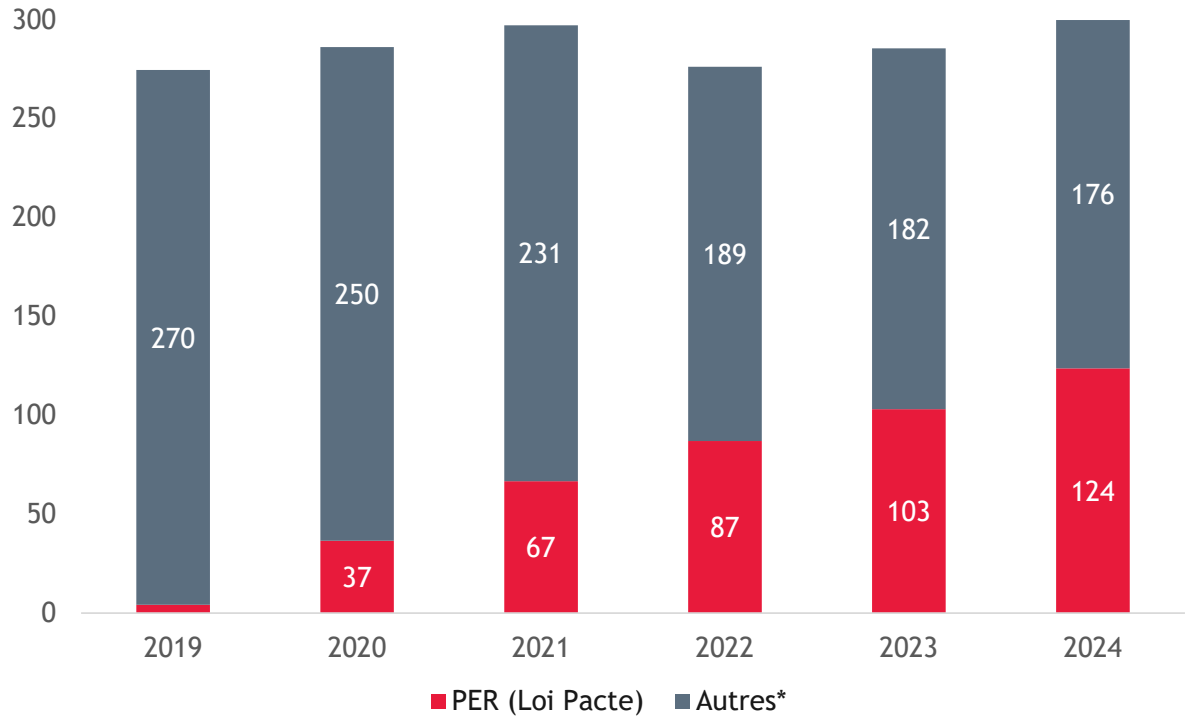
Vision d'ensemble des PER (plan d'épargne retraite)



- **Le PER est une enveloppe d'épargne de long terme** : les sommes sont en principe bloquées jusqu'à la retraite, sauf cas de déblocage anticipé prévus par la loi.
- **Les trois types de PER se distinguent surtout par leur mode de souscription et l'origine des versements** : épargne individuelle, épargne salariale ou cotisations obligatoires.
- **L'allocation peut combiner plusieurs classes d'actifs**, dont l'investissement immobilier non coté (SCPI, OPCI et autres FIA immobiliers), et dépend surtout du référencement des supports par l'assureur ou le gestionnaire, du mode de gestion choisi (libre ou pilotée par horizon) et du profil de risque.
- **À la retraite, la sortie peut s'effectuer en capital, en rente ou selon une combinaison des deux**, en fonction de l'origine des sommes versées.

Parmi tous les produits utilisés au titre de la retraite supplémentaire, les PER introduits par la loi PACTE représentent ≈40 % des provisions en 2024

Évolution de la répartition des provisions au titre de la retraite supplémentaire (en Md€ constants)

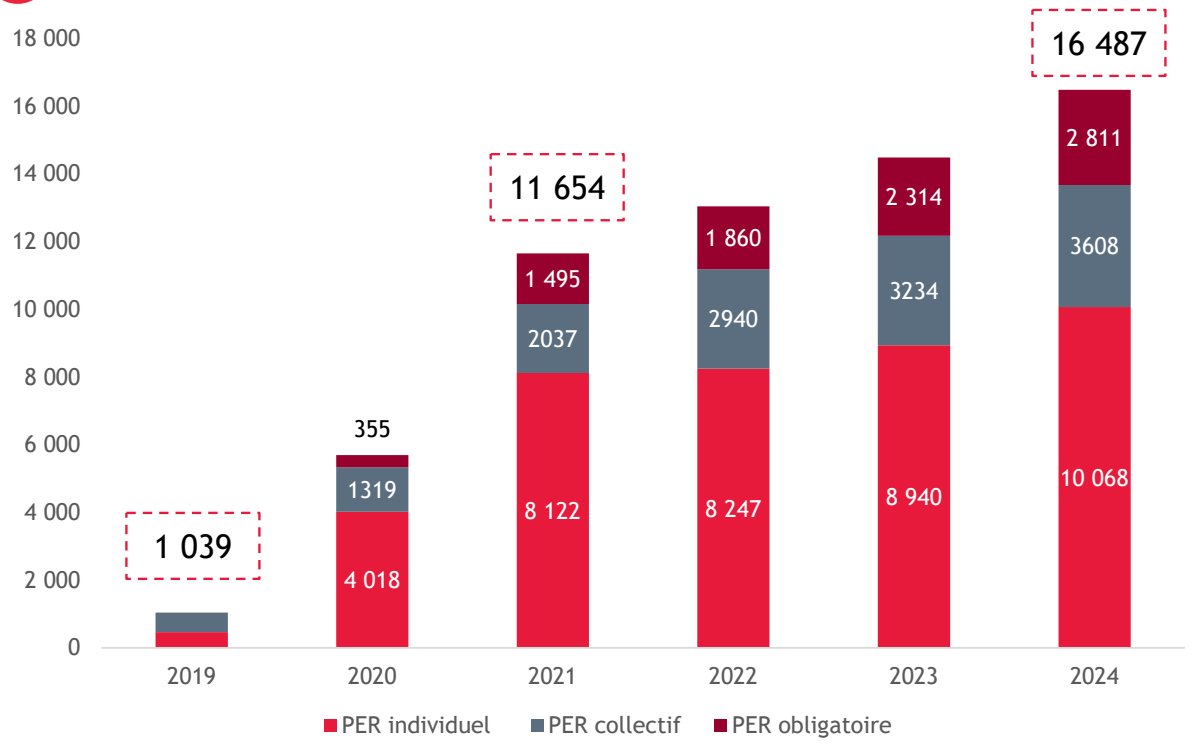


- **Les provisions des produits de retraite supplémentaire progressent légèrement depuis 2019**, atteignant **≈300 Md€ en 2024.**
- Cette progression est portée par la montée en puissance du **PER, introduit par la loi PACTE**, dont les provisions sont passées de **≈4 Md€ en 2019 à ≈124 Md€ en 2024**, soit **≈40 % du total.**
- Mécaniquement, les **anciens produits et autres dispositifs** ont donc vu leur poids relatif reculer, même s'ils représentent encore la majorité des encours en 2024, avec **176 Md€**, soit **≈60 % du total.**
- La part des produits qui ne sont plus commercialisés (comme le dispositif Madelin ou le PERCO) est toutefois naturellement appelée à s'éteindre progressivement au cours des prochaines années.

Source : DREES * : Contrats relevant du CGI, Produits destinés aux fonctionnaires ou aux élus locaux, Perco, RMC (Retraite mutualiste du combattant), Produits n'étant plus commercialisés

La croissance du PER se retrouve également dans les versements, multipliés par ≈16 depuis 2019

Évolution des versements effectués au titre du PER par typologie de PER (M€ constants)

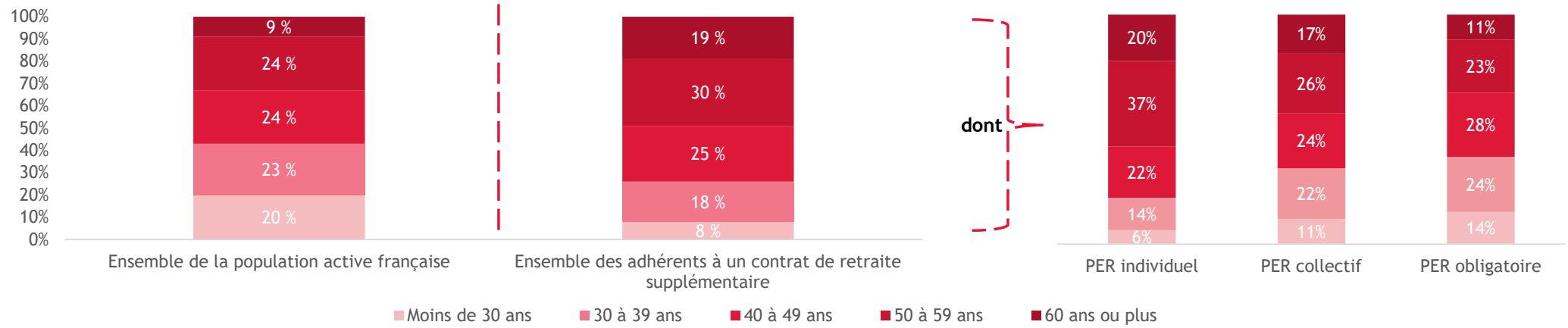


Source : DREES

- Les versements sur les différents types de PER ont été multipliés par 16 (environ) entre 2019 et 2024, atteignant **16,5 Md€ en 2024.**
- La croissance reste soutenue après le décollage post-lancement : **+41 % entre 2021 et 2024**, soit environ **12 % / an.**
- Le **PER individuel** constitue le principal moteur du marché, avec **10,1 Md€ versés en 2024**, soit environ **60 % du total.**
- Les PER d'entreprise représentent néanmoins une part croissante du marché : les versements sur les PER collectifs et obligatoires atteignent ensemble 6,4 Md€ en 2024, soit 39 % du total.
- Le PER obligatoire affiche la progression la plus rapide en 2024 : +21 % sur un an, contre +13 % pour le PER individuel et +12 % pour le PER collectif, traduisant un rééquilibrage progressif.

Les PER d'entreprise touchent des populations plus jeunes que le PER individuel

Répartition par âge de la population française et des adhérents à un contrat de retraite supplémentaire (en 2024)



- Les détenteurs d'un contrat de retraite supplémentaire sont nettement plus âgés que l'ensemble des actifs : 74 % ont 40 ans ou plus, contre 57 % de la population active. À l'inverse, les moins de 30 ans ne représentent que 8 % des adhérents, contre 20 % des actifs.
- Les 50 ans ou plus représentent 49 % des adhérents, contre 33 % des actifs. Cette surreprésentation s'explique notamment par la proximité de la retraite, une capacité d'épargne généralement plus élevée en fin de carrière et, pour le PER individuel, l'intérêt de la déduction fiscale des versements. En effet, le PER individuel présente le profil le plus âgé : 57 % de ses adhérents ont 50 ans ou plus, dont 37 % entre 50 et 59 ans.
- Les PER d'entreprise touchent plus largement les jeunes actifs : les moins de 40 ans représentent 33 % des adhérents à un contrat de PER collectif et 38 % à un contrat de PER obligatoire, contre 20 % à un PER individuel. Leur diffusion par l'entreprise — et l'adhésion imposée aux salariés concernés dans le cas du PER obligatoire — réduit l'effet de sélection lié à une démarche individuelle.

Source : DREES

SOMMAIRE

X Annexes

- **Diagnostic du marché français**
  - A. Comportements d'épargne et retraite p.50
  - B. Fonctionnement et développement du PER p.54
  - C. immobilier non coté et exposition des PER p.59
- Benchmark international p.55
- Estimation du potentiel de financement p.93
- Méthodologie p.112

L'investissement immobilier non coté repose sur des véhicules aux profils différenciés

	SCPI	OPCI	OPPCI	Autres FIA immobiliers
Fonctionnement	▸ Collecte de capitaux pour acheter et gérer un parc immobilier locatif. L'épargnant détient des parts ; la société de gestion sélectionne, loue et arbitre les immeubles.	▸ Fonds combinant immobilier non coté (60 % minimum), actifs financiers et poche de liquidités (5 % minimum). La valeur liquidative est publiée régulièrement ; la part immobilière reste majoritaire.	▸ Version professionnelle de l'OPCI. Règles plus souples de composition de l'actif et de recours à l'endettement ; l'exposition immobilière peut être directe ou indirecte.	▸ Véhicules hétérogènes : sociétés civiles en unités de compte, fonds professionnels, fonds spécialisés ou fonds de long terme.
Allocation PER	▸ Exposition immobilière « pure », revenus potentiellement réguliers, diversification hors actions / obligations. Pertinent pour un horizon retraite long.	▸ Compromis entre exposition immobilière et liquidité organisée. Plus simple à intégrer dans certaines allocations que les SCPI.	▸ Support rarement proposé dans les PER. Lorsqu'il est référencé comme unité de compte, il apporte une exposition immobilière flexible, à réserver à une allocation diversifiée et de long terme.	▸ Permettent de cibler des stratégies spécifiques : logement, santé, résidences seniors, rénovation énergétique, dette immobilière.
Contraintes	▸ Retrait ou revente non garanti, délais possibles, frais d'entrée souvent élevés, valorisation périodique. Plafonds fréquents dans les contrats.	▸ Liquidité non garantie, exposition immobilière moins « pure », sensibilité aux marchés financiers et volatilité plus visible.	▸ Liquidité non garantie, modalités de rachat propres au fonds. Souscription directe réservée aux professionnels ou accessible aux non-professionnels sous conditions de souscription (100 k€)	▸ Données moins homogènes, accès conditionné au référencement, règles de liquidité et de valorisation variables selon les véhicules.
Fiscalité	Lorsqu'ils sont détenus dans un PER — y compris un OPPCI lorsqu'il est référencé par le gestionnaire du plan — ces supports relèvent de la fiscalité du PER et non de leur fiscalité propre. Le traitement à la sortie dépend principalement de l'origine des versements, de leur éventuelle déduction fiscale et du mode de sortie, en capital ou en rente. L'épargne salariale bénéficie notamment d'un régime plus favorable en cas de sortie en capital.			

Sources : AMF, règlement général art. 423-2 et documentation OPCI/OPPCI ; economie.gouv.fr, PER individuel — consultés en septembre 2026.

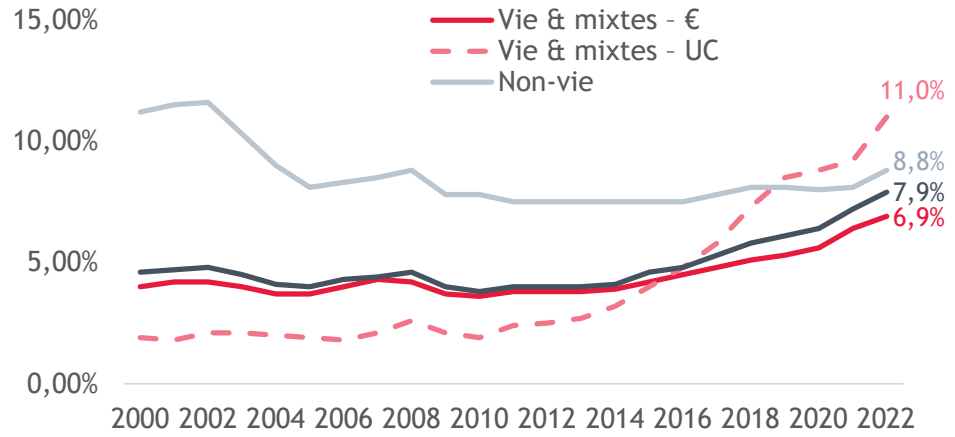
Les données publiées confirment une exposition immobilière des assureurs, mais permettent difficilement d'isoler celle des seuls PER

Encours et part d'immobilier non coté des 5 principaux groupes*

	Actifs ou encours de retraite publiés	Répartition : Fonds en euros / UC	Part d'immobilier non coté du fonds en euros
AXA Retraite Entreprise	6,46 Md€	6,3 Md€ / 0,20 Md€	**9,3** % (583 M€)
Crédit Agricole Assurances Retraite	26,90 Md€	20,8 Md€ / 6,1 Md€	**7,1** % (1,48 Md€)
SwissLife Assurance Retraite	13,54 Md€	6,4 Md€ / 7,2 Md€	**17,6** % (1,1 Md€)
La Mondiale Retraite Supplémentaire	28,70 Md€	25,4 Md€ / 3,3 Md€	**6,3** % (1,8 Md€)
BNP Paribas Cardif - Cardif Retraite	18,00 Md€	11 Md€ / 7 Md€	**7,3** % (800 M€)

- Les cinq principaux assureurs détiennent ≈94 Md€ d'actifs retraite, dont au moins 5,8 Md€ investis en immobilier. Ces montants dépassent toutefois le seul périmètre du PER et incluent également d'anciens produits de retraite.
- Les 5,8 Md€ décrivent surtout l'immobilier institutionnel détenu derrière les fonds en euros, et non les encours de PER investis directement en SCPI, SCI ou OPCI, ce qui nécessiterait une ventilation des UC par support, rarement publiée par les assureurs.

Part de l'immobilier dans les placements des assureurs



- Les entreprises d'assurance représentaient 70 % de l'encours de l'ensemble des PER à fin décembre 2025. Dans leur portefeuille, l'immobilier progresse plus vite dans les supports UC que dans le fonds en euros entre 2000 et 2022. Cela renforce l'idée que l'immobilier non coté (SCPI/OPCI en UC) est considéré comme un moteur de diversification recherché par les épargnants.

Sources : France Assureurs et données issues de rapports publiés par les groupes *Classement Argus 2025 portant spécifiquement sur les cotisations d'épargne retraite

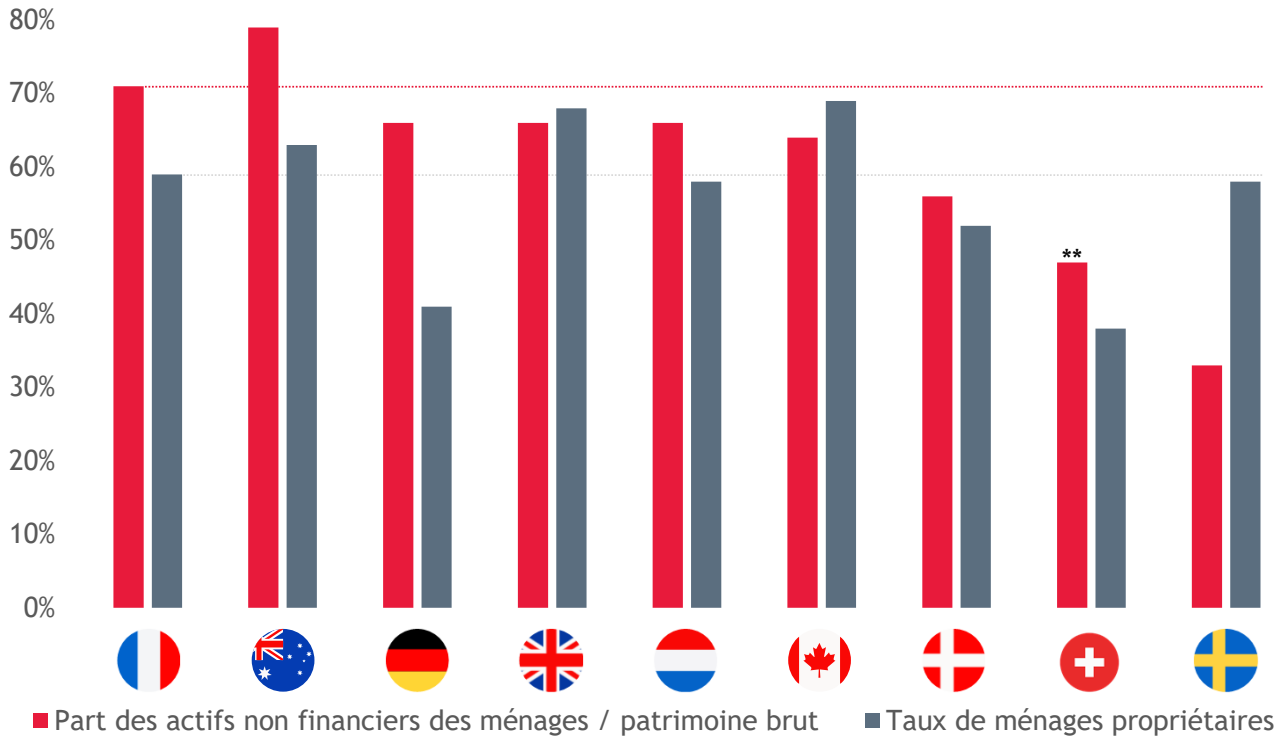
SOMMAIRE

X **Annexes**

- Diagnostic du marché français p.50
- **Benchmark international**
  - A. Enseignements généraux p.62
  - B. Détails par pays p.67
    1. Suède p.67
    2. Danemark p.71
    3. Australie p.75
    4. Royaume-Uni p.79
    5. Allemagne p.84
    6. Suisse p.88
    7. Canada p.92
    8. Pays-Bas p.96
- Estimation du potentiel de financement p.100
- Méthodologie p.112

Le benchmark confirme que le poids des actifs non financiers dans le patrimoine brut des ménages est important en France

Part des actifs non financiers* des ménages sur leur patrimoine brut et part des ménages propriétaires

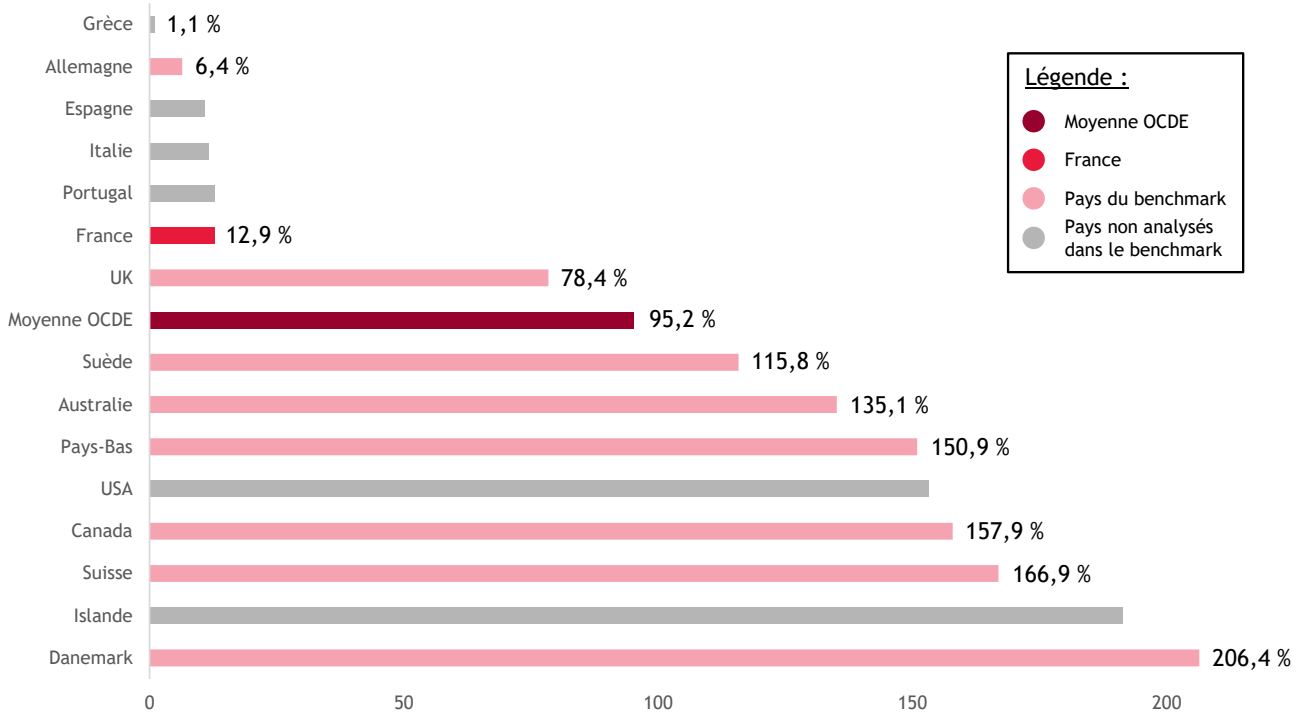


- En France, la part des ménages propriétaires est de 59 %, ce qui la place 4e de ce benchmark.
- La part des actifs non financiers détenus par ces mêmes ménages, ramenée à leur patrimoine brut, est encore plus forte avec un taux de 71 %, ce qui place la France au 2e rang de ce benchmark.
- *Est compris dans la poche d'actifs non financiers :
  - La résidence principale
  - Les autres biens immobiliers
  - Les véhicules (voitures, bateaux, etc.)
  - Les objets de valeur (œuvres d'art, antiquités, bijoux de qualité, etc.)
  - Les autres actifs non financiers (biens de consommation durables, propriété intellectuelle, etc.)
- **Le chiffre suisse concernant la part des actifs non financiers ne couvre que l'immobilier détenu directement par les ménages dans leur patrimoine brut immobilier + financier, selon la BNS.

Sources : OCDE, Official Statistics of Sweden, data.snb.ch

La France dispose d'un système de retraite plus de 7 fois moins capitalisé que la moyenne des pays de l'OCDE

Actifs destinés à la retraite à fin 2024 ou pour la dernière année disponible (% du PIB national)

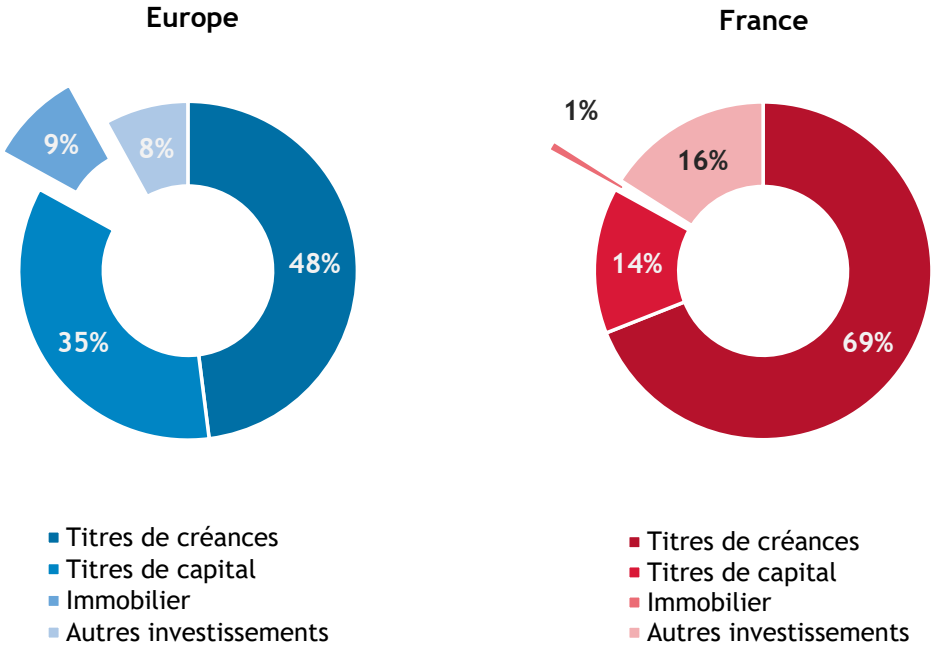


Source : OCDE 2025

- **La France se caractérise par un poids relativement faible des actifs de retraite capitalisés.** Cette différence de structure justifie d'analyser les pratiques de pays dans lesquels les portefeuilles de retraite jouent un rôle plus important dans le financement de long terme.
- À l'échelle de l'OCDE, les actifs destinés à la retraite atteignent **≈63 100 Md USD**, soit **95,2 % du PIB agrégé**. En France, ils représentent **≈390 Md USD et 12,9 % du PIB**. Les marchés danois, suisse, canadien et néerlandais représentent ainsi entre environ **12 et 16 fois** le poids français rapporté au PIB.

L'immobilier non coté est aujourd'hui moins représenté dans les allocations françaises de retraite professionnelle supplémentaire qu'en Europe

Investissements des organismes de retraite professionnelle supplémentaire en 2022

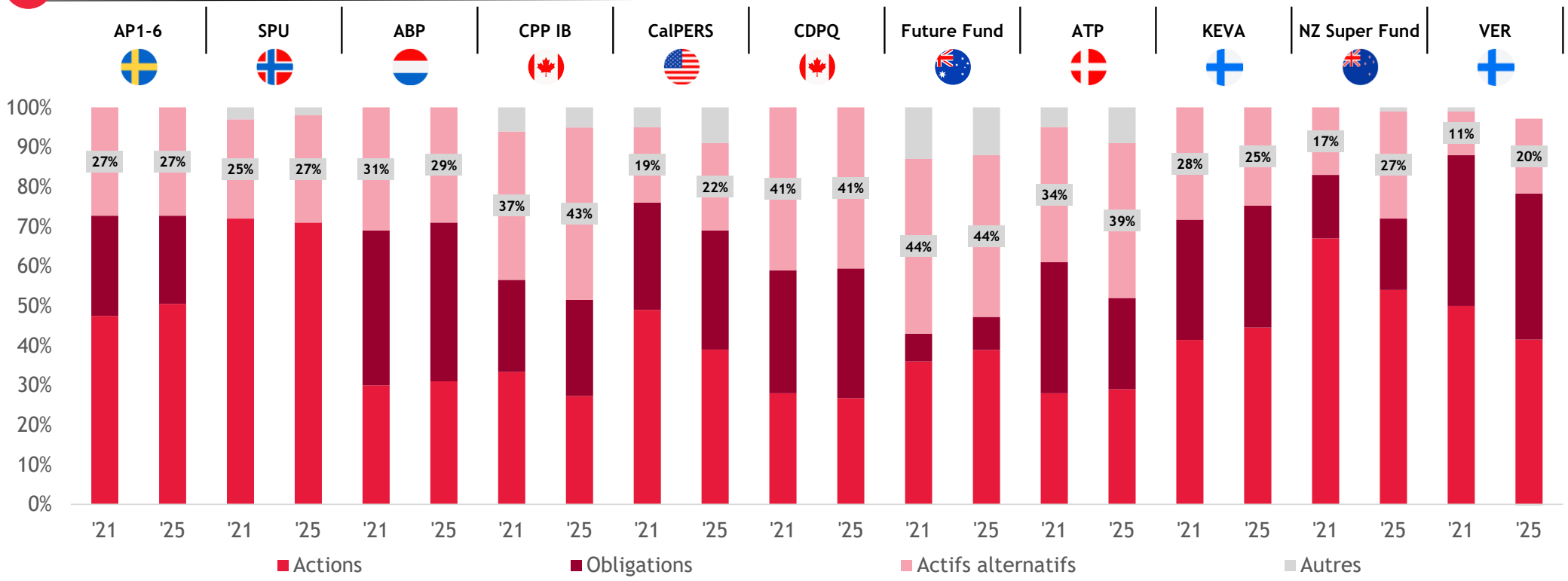


- **Les fonds de pension européens investissent davantage en actions (35 %) et en immobilier (9 %)** que leurs équivalents français (respectivement 14 % et 1 %) en 2022, selon la Banque de France.
- L'EIOPA a suggéré à la Commission européenne en septembre 2025 de renforcer le rendement des produits d'épargne retraite. Elle plaide en faveur d'un investissement accru des IRP dans les actifs alternatifs dont le capital-investissement, les infrastructures, l'immobilier non coté et les fonds spéculatifs.
- **Les PER individuels et collectifs apportent une contribution au financement des entreprises**, avec plus de 60 % des actifs investis dans le financement des entreprises en fonds propres et en dette privée, dont plus de 5 Md€ en actifs non cotés. Avec la loi Industrie verte, de nouveaux modes de gestion proposent **un fléchage d'une partie des actifs vers l'économie réelle.**

Source : Banque de France

Les actifs alternatifs occupent une place certaine dans l'allocation des grands fonds de pension (de 11 % à 44 %) et leur poids tend à se renforcer

Allocation d'actifs des principaux fonds de pension internationaux en 2021 et 2025



Source : Gouvernement suédois

SOMMAIRE

X Annexes

- Diagnostic du marché français p.50
- **Benchmark international**
  - A. Enseignements généraux p.62
  - B. Détails par pays p.67
    1. Suède p.67
    2. Danemark p.71
    3. Australie p.75
    4. Royaume-Uni p.79
    5. Allemagne p.84
    6. Suisse p.88
    7. Canada p.92
    8. Pays-Bas p.96
- Estimation du potentiel de financement p.100
- Méthodologie p.112

Le système de retraite suédois repose sur trois piliers complémentaires aboutissant à un mélange de répartition et de capitalisation

Fonctionnement du système de retraite

Le système suédois repose sur trois piliers :

- **Les pensions publiques (*allmän pension)*** représentent ≈70 % de la pension moyenne. Elles sont financées par un prélèvement de 18,5 % du revenu ouvrant droit à pension : **16 points** pour un régime **par répartition** en comptes notionnels à cotisations définies (***inkomstpension)***, gérés par l'agence nationale des retraites et **2,5 points** pour un régime par **capitalisation**, à cotisations définies, avec choix individuel de placement pouvant aller jusqu'à 5 fonds (***premiepension)***.
- **Le complément employeur (*tjänstepension)***, par **capitalisation**, est prévu par les conventions collectives et représente ≈25 % de la pension moyenne. **Quasi obligatoire**, il couvre **≈90 % des salariés,** est progressif et est plus favorable aux salariés les plus aisés.
- **L'épargne personnelle**, par **capitalisation**, est **volontaire et résiduelle**. Elle représente ≈5 % de la pension moyenne. La déductibilité de l'épargne en assurance retraite privée a été supprimée en 2016.

Grâce aux piliers par capitalisation, ce système affiche des résultats globalement favorables, avec un taux de remplacement moyen de 80 %. Un point notable est que l'articulation entre public et privé se fait au sein même du premier pilier. **L'âge minimal de liquidation du premier pilier est de 64 ans pour les générations nées après 1963**, et le droit de travailler est garanti jusqu'à 69 ans.

Couverture et taille du système

655 Md

C'est le montant, en SEK (1 € = 10,93 SEK), des dépôts de pension en 2024 (pour l'année de revenu 2023). La répartition de ce chiffre est la suivante :

- 341 Md au titre de l'*inkomstpension*
- 54 Md au titre de la *premiepension*
- 260 Md au titre de la *tjänstepension* (prévisions).

116 %

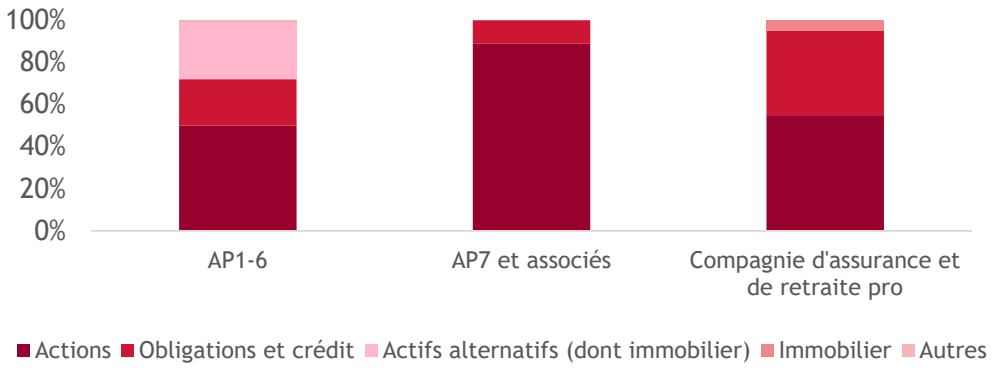
Actifs gérés dans les plans de retraite, en % du PIB à fin 2024 (OCDE)

- **Le système suédois compte ≈6,6 M de cotisants actifs pour ≈2,3 M de bénéficiaires d'une pension publique.** Il bénéficie d'une couverture quasi universelle des dispositifs complémentaires, la *tjänstepension* couvrant ≈90 % des salariés. À fin 2025, les actifs de retraite représentaient 2 234 Md SEK dans les fonds tampons, 2 953 Md SEK dans la *premiepension* et le total des actifs gérés dans le système de retraite professionnelle s'élevait à ≈5 900 Md SEK. Le total des paiements de pension en 2024 s'est élevé à 609 Md SEK (+136 % depuis 2006). **Le système est mature sur son pilier public en répartition, mais ses compartiments capitalisés restent en montée en charge**, en particulier la *premiepension* et la *tjänstepension*.

Sources : OCDE, Gouvernement suédois, Morningstar, SCB, Direction générale du Trésor, Agence nationale des retraites suédoise, Pensionsmyndigheten, Svenskforsakring

Le système suédois privilégie les actions, porté par un horizon long et une recherche de rendement

Allocation globale des actifs



- Il convient de distinguer 3 types d'allocation : **les fonds tampons du 1er pilier** (AP 1-6), le **compartiment capitalisé public** (dominé par AP7 et la plateforme de fonds de la *premiepension*), **et le secteur des sociétés d'assurance-vie et de retraite professionnelle** portant la *tjänstepension*.
- À noter que depuis janvier, les actifs d'AP1 ont été répartis à parts égales entre AP3 et AP4 et qu'AP6 a également disparu, absorbé par AP2.
- **L'épargne retraite suédoise est principalement investie en actions.**
- L'immobilier constitue une composante structurelle des fonds tampons du premier pilier et de certains dispositifs du deuxième pilier professionnel.

Allocation selon le profil des bénéficiaires

Profil	*Inkomst-pension*	*Premiepension*	
		A	O
- 55 ans	N/A	100 %	0 %
56-62 ans	N/A	**À partir de 56 ans, la part du fonds actions diminue de 3 à 4 % par an au profit du fonds obligataire**	
63-66 ans	N/A		
75 + ans	N/A	33 %	67 %

- **Les fonds tampons du 1er pilier gèrent un seul portefeuille pour l'ensemble du système.** Il n'y a pas de compte individuel adossé à un portefeuille : les droits sont notionnels et revalorisés selon un indice de revenus.
- Il y a peu de différenciation de l'exposition immobilière.

tjänstepension
Variable selon les organismes

La logique de **l'AMF** n'est pas l'âge mais le taux de couverture de la garantie. Le mode de placement et le taux de rendement servi dépendent du niveau d'excédent de la police et de la part garantie.

Alecta :

Âge	Actions	Invest. alternatifs (dont immo)	Titres à revenu fixe
25-63	60 %	20 %	20 %
63-66	50 %	20 %	30 %
66+	40 %	20 %	40 %

Folksam :

Âge	Actions	Immobilier et placements alternatifs	Placements à revenu fixe
25	57 %	15 %	28 %
35	53 %	17 %	31 %
45	48 %	19 %	34 %
50	45 %	20 %	35 %
55	42 %	20 %	37 %
60	39 %	22 %	39 %
65+ ans	36 %	23 %	41 %

Sources : AP4, AP7, Gouvernement suédois, Svenskforsakring, Alecta, s7g10.scene7.com

La forme et le poids de l'exposition à l'immobilier non coté varient selon les piliers tout en gardant une place significative

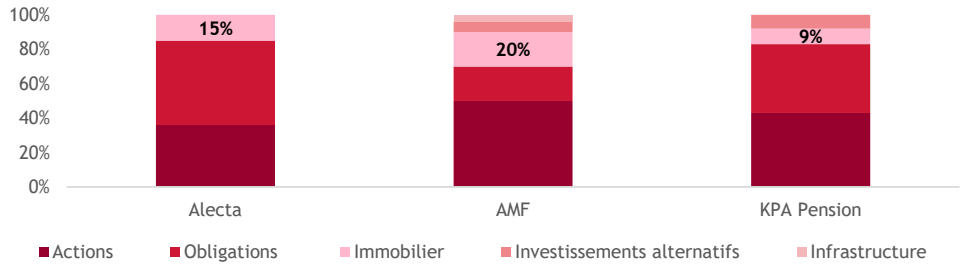
Poids et forme de l'exposition immobilière

- **Fonds tampons AP1-4 : ≈11 à 12 % du portefeuille en immobilier non coté**, soit ≈48 % d'un portefeuille illiquide de 23 à 25 % (Figure 1).
- **AP7 et *premiepension* : exposition directe quasi nulle**, très faible exposition indirecte via les foncières cotées de l'indice mondial.
- **Assureurs vie et institutions de retraite professionnelle : 5 % des actifs.** Cette répartition peut varier, plutôt à la hausse, selon les stratégies des organismes (Figure 2).

Figure 1 : Répartition des actifs illiquides selon leur forme dans les fonds tampons AP1-4

Fonds	Actifs illiquides	Part des actifs illiquides	Immobilier non coté	Capital-investissement	Infra.	Forêts et agriculture	Crédits non cotés
AP1-AP4	497 Md SEK	23 %	48 %	28 %	13 %	7 %	5 %

Figure 2 : Les stratégies en 2021 de diversité de portefeuille des principaux fonds pour la *tjänstepension*



Performance et contribution de l'immobilier

- **Depuis 2019, la performance des actifs illiquides de l'AP1 est d'environ 7,4 % par an.** L'immobilier non coté représente 65 % de cette poche.
- Sur la même période, le capital-investissement affiche le rendement le plus élevé à 12,9 % par an, et les infrastructures ont eu une valorisation et des flux négatifs. La performance de l'immobilier non coté se situe donc entre ces deux composantes.
- **La performance sur 5 ans (2020-2024) de l'immobilier détenu par l'AMF, l'un des principaux fonds de pension du 2e pilier, était de 3,4 %.** Le chiffre de ce fonds de pension, bien que non exhaustif pour le pilier professionnel, est non négligeable car l'AMF est le fournisseur par défaut de la retraite professionnelle à cotisations définies du régime des ouvriers du secteur privé (4,5 M de clients et ≈600 Md SEK).

Sources : Gouvernement suédois, Svenskforsakring, Direction générale du Trésor, Alecta, Sakochliv, Rapport annuel de l'AMF



SOMMAIRE

X Annexes

- Diagnostic du marché français p.50
- **Benchmark international**
  - A. Enseignements généraux p.62
  - B. Détails par pays p.67
    1. Suède p.67
    2. Danemark p.71
    3. Australie p.75
    4. Royaume-Uni p.79
    5. Allemagne p.84
    6. Suisse p.88
    7. Canada p.92
    8. Pays-Bas p.96
- Estimation du potentiel de financement p.100
- Méthodologie p.112

Le Danemark est le pays où le poids des actifs gérés par les régimes de retraite rapporté au PIB national est le plus élevé de l'OCDE

Fonctionnement du système de retraite

Le système danois est basé sur trois piliers complémentaires :

- Le 1er pilier, qui garantit une sécurité de base à tous, associe les pensions publiques et *l'ATP Livslang Pension*. Le premier, ***la folkepension***, est une **pension publique universelle, non contributive** et **financée par l'impôt** (au montant de base identique pour tous avec un complément de pension dégressif). L'***ATP*** est un régime **hybride légalement obligatoire, en capitalisation, à cotisation forfaitaire et à prestation viagère garantie**.
- Le 2e pilier (***l'arbejdsmarkedspension***) est relatif au **professionnel**. C'est **un système en capitalisation par obligation conventionnelle**, non légale. Le taux d'effort dépend des conventions collectives mais est généralement compris entre 12 et 18 % du salaire, à 2/3 pour l'employeur et 1/3 pour le salarié. **Les régimes sont à cotisations définies**, la pension résultant de l'épargne accumulée et de son rendement. La seule exception est ***la tjenestemandspension*** pour les fonctionnaires statutaires, **régime à prestations définies résiduel** avec pension de droit financée par l'impôt.
- Le 3e pilier, les retraites individuelles, apporte flexibilité et complément d'épargne. Il est **volontaire** et **structuré en trois produits** différents : ***la ratepension*** (versement fractionné), ***la livrente*** (rente viagère) et ***l'aldersopsparing*** (épargne à sortie défiscalisée).

En définitive, ***la folkepension*** protège avec ***l'ATP*** contre la pauvreté, et les retraites professionnelles obligatoires assurent le maintien du niveau de vie.

Couverture et taille du système

91 % — Part de la population âgée de 18 à 66 ans cotisant chaque année à ***l'ATP***. Ce chiffre est de 66 % pour une retraite professionnelle et 15 % pour un dispositif individuel.

206 % — Actifs gérés dans les plans de retraite, en % du PIB à fin 2024 (OCDE)

- Fin 2024, **les encours des différents piliers** sont les suivants : **718 Md DKK pour le 1er, 3 380 Md pour le 2e pilier agrégé et 1 048 Md pour le 3e.** La grande majorité des régimes de retraite professionnels et une part importante des régimes de retraite privés sont placées dans des compagnies de retraite, le reste dans des établissements de retraite.
- Les organismes de retraite ont enregistré des cotisations élevées en 2025. Le montant total des cotisations était de 175 Md DKK (+7,4 % sur un an).
- **Le régime collectif de *l'ATP* compte 5,8 M de membres**, dont environ 1 M de retraités actuels (**94 % de l'ensemble des retraités**). Arrivé à maturité, il est en flux négatif avec, en 2025, 14,4 Md de cotisations contre 20,1 Md de prestations versées. Le système global n'atteindra toutefois sa maturité qu'autour de 2050 pour la première génération de retraités à carrière complète, et en 2080 pour tous les retraités.

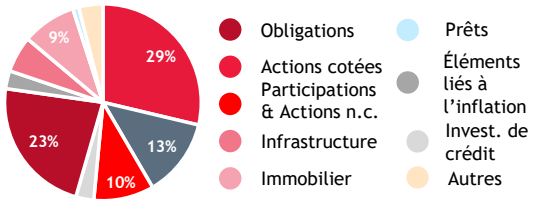
Sources : OCDE, ATP, Banque Nationale du Danemark, base de données ADAM, Statistics Denmark, Jensen et Hansen (2022), Pensionforalle, bm.dk, lex.dk, dataloen.dk, pensionsvalg.dk, finansdoktor.dk

Le risque d'investissement diminue avec l'âge, tandis que l'immobilier reste une poche minoritaire de l'allocation

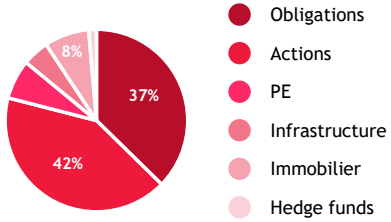
Allocation globale des actifs

Pilier 1 : ATP constitue **la composante capitalisée** et compte **694 Md DKK de provisions retraite à fin 2025**, dont 538 Md DKK de passifs de pension et 116,5 Md DKK de bonus potential.

- **80 % des cotisations** financent les droits à pension garantis et sont investis **via obligations et swaps de taux.**
- **20 %** alimentent le « bonus potential », investi avec plus de risque. Ce **portefeuille d'investissement**, d'une valeur de marché de **209 Md DKK à fin 2025**, est composé de :

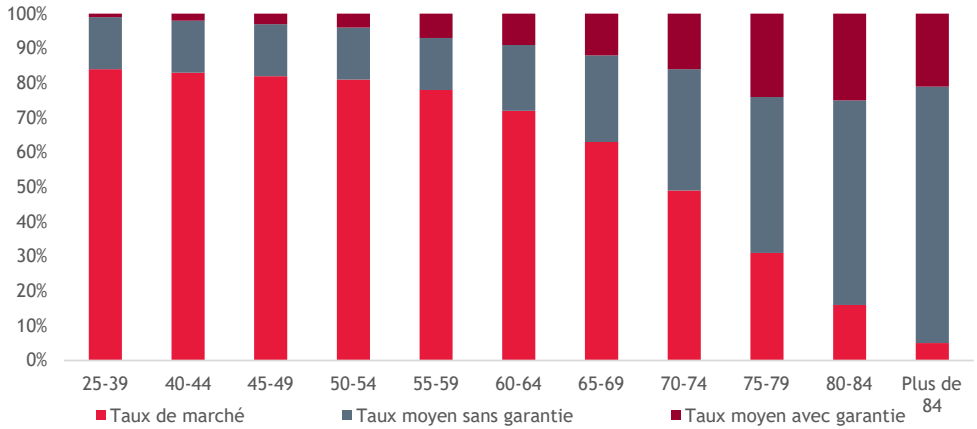


Pilier 2 & 3 : Les données F&P couvrent les actifs gérés par les sociétés de pension danoises membres de l'association, correspondant avant tout aux retraites professionnelles (pilier 2) et, dans une moindre mesure, à l'épargne retraite individuelle (pilier 3) ; elles excluent le pilier 1. Au T1 2026, les allocations du total des **3 992,1 Md DKK** analysés étaient :



- Les allocations des trois piliers sont principalement orientées vers les actions et les obligations. Les piliers 2 et 3 présentent un profil plus offensif, avec 42 % d'actions contre 23 % pour l'ATP.
- **L'immobilier représente une part relativement stable de l'allocation des piliers 2 et 3 (8 à 9 %).** Cette exposition apparaît donc structurelle mais minoritaire dans l'épargne retraite danoise.
- L'ATP se distingue par une allocation plus diversifiée que celle des piliers 2 et 3, cohérente avec sa vocation de pension viagère garantie.

Allocation selon le profil des bénéficiaires



- **La plupart des sociétés appliquent des ajustements de cycle de vie dans leurs contrats en taux de marché. Quel que soit le niveau de risque, l'exposition aux actifs risqués diminue après 50 ans.**
- La composition par âge amplifie l'écart d'allocation entre types de contrats : 83 % du patrimoine de retraite des 40-44 ans est placé en taux de marché (49 % pour les plus de 70 ans) ; 31 % de l'encours en taux de marché appartient à des clients de moins de 50 ans (22 % pour les contrats en taux moyen sans garantie ; 7 % pour les contrats garantis).

Sources : ATP, fogp.dk, Banque du Danemark

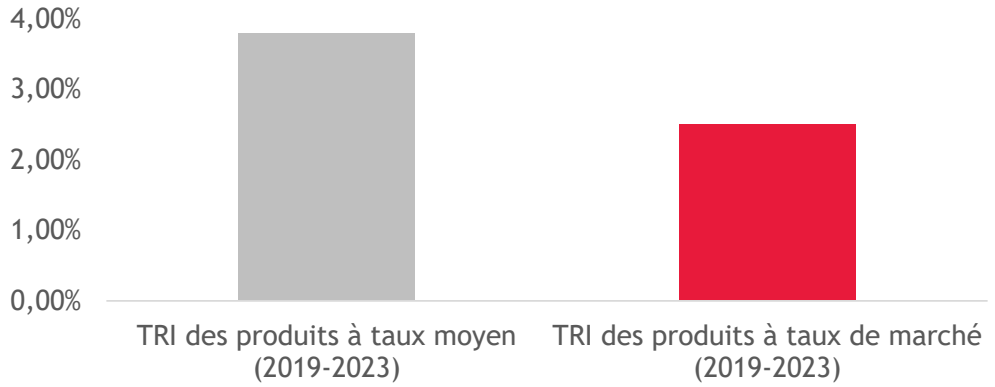
L'immobilier reste limité dans les portefeuilles de retraite, mais davantage mobilisé pour couvrir les engagements garantis

Poids et forme de l'exposition immobilière

Type de contrat	Part d'investissement alternatif dans le portefeuille		Part d'immobilier dans les investissements alternatifs		Part de l'immobilier dans le portefeuille total
Taux de marché	≈ 22 %	×	27 %	=	≈ 6 %
Taux moyen sans garantie	≈ 31 %	×	20 %	=	≈ 6 %
Taux moyen avec garantie	≈ 21 %	×	≈ 50 %	=	≈ 11 %

- **L'immobilier reste une poche minoritaire des portefeuilles de retraite** (≈ 6 à 11 %), **mais son poids est près de deux fois plus élevé dans les contrats garantis**. Bien que ceux-ci détiennent moins d'investissements alternatifs au total (≈ 21 %), plus de la moitié de cette poche est investie en immobilier, contre seulement 20 à 27 % pour les contrats non garantis.
- Au total, l'immobilier représente environ 8 % des investissements des sociétés de retraite en 2025 et constitue la première classe d'actifs non cotés, devant le capital-investissement (>7 %) et les infrastructures (<5 %).

Performance et contribution de l'immobilier



- **Après un pic supérieur à 12 % en 2021, le rendement des investissements immobiliers s'est dégradé dans le contexte de remontée des taux** : il est devenu négatif en 2023 à -4,2 % pour les produits à taux moyen et -5,3 % pour les produits à taux de marché.
- **Malgré cette contre-performance, les portefeuilles de retraite ont néanmoins continué d'afficher des rendements globaux positifs** : 7,2 % / 11,0 % en 2024 et 4,8 % / 8,3 % en 2025 respectivement pour les produits à taux moyen / taux de marché.

Sources : Banque du Danemark, Finanstilsynet (autorité danoise de supervision financière)



SOMMAIRE

X Annexes

- Diagnostic du marché français p.50
- **Benchmark international**
  - A. Enseignements généraux p.62
  - B. Détails par pays p.67
    1. Suède p.67
    2. Danemark p.71
    3. Australie p.75
    4. Royaume-Uni p.79
    5. Allemagne p.84
    6. Suisse p.88
    7. Canada p.92
    8. Pays-Bas p.96
- Estimation du potentiel de financement p.100
- Méthodologie p.112

Le système de retraite australien repose avant tout sur une capitalisation obligatoire, la pension publique jouant un rôle de filet de sécurité

Fonctionnement du système de retraite

Le système australien est basé sur trois piliers complémentaires :

- Le premier pilier (***Age Pension***) est une **pension publique financée par l'impôt**, versée à partir de 67 ans sous conditions de résidence, de revenus et de patrimoine. Elle joue principalement un rôle de revenu minimum plutôt que de remplacement du salaire antérieur.
- Le deuxième pilier (***Superannuation***) constitue le cœur du système australien. La *Superannuation* est un **dispositif professionnel obligatoire en capitalisation**. Les employeurs doivent verser, depuis juillet 2025, l'équivalent de 12 % de la rémunération éligible sur un compte individuel. Ce pilier, qui couvre la grande majorité des salariés, fonctionne principalement en cotisations définies.
- Le troisième pilier, complémentaire à la Superannuation, correspond aux **versements volontaires supplémentaires dans la *Superannuation* et à l'épargne personnelle hors régime professionnel**.

Dans la logique du système australien, la pension publique sécurise les revenus les plus faibles, tandis que la *Superannuation* constitue le principal revenu lié à la carrière. Plus le patrimoine et les revenus privés du retraité sont élevés, plus l'*Age Pension* est réduite, voire supprimée.

Couverture et taille du système

78,6 % — Part de la population âgée de 15 à 64 ans couverte par un dispositif de retraite professionnelle obligatoire ou quasi obligatoire en 2025.

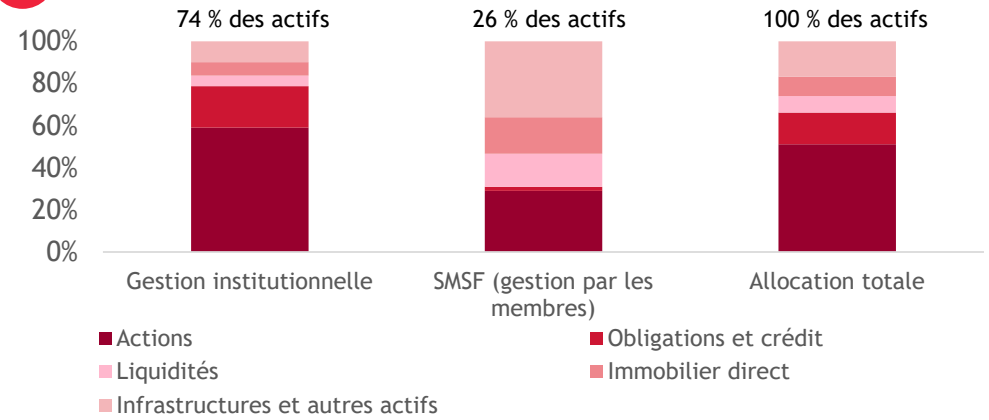
135 % — Actifs gérés dans les plans de retraite, en % du PIB à fin 2024 (OCDE)

- Encouragé par un système de cotisations patronales obligatoires, le système australien présente un taux de couverture assez large. **Il figure parmi les systèmes de retraite capitalisés les plus importants au monde**. Il demeure toutefois encore en phase de maturation : créé sous sa forme obligatoire en 1992, il continue d'enregistrer des cotisations supérieures aux prestations. La hausse des prestations (+14 % entre 2024 et 2025) montre néanmoins que les générations ayant cotisé pendant une part croissante de leur carrière commencent progressivement à partir à la retraite.

Sources : OCDE, gouvernement australien

Selon le type de fonds, l'immobilier peut représenter près de 17 % des actifs ; au global, les placements en actions restent majoritaires

Allocation globale des actifs



Allocation selon le profil des bénéficiaires*

Période de carrière	Actifs de croissance (actions, immo., infras, PE)	Actifs défensifs (obligations, crédit)
Début et milieu de carrière	≈ 80-95 %	≈ 5-20 %
Approche de la retraite - autour de 55 à 60 ans	≈ 60-80 %	≈ 20-40 %
Entrée en retraite - autour de 65 ans	≈ 55-70 %	≈ 30-45 %
Retraite avancée	≈ 40-60 %	≈ 40-60 %

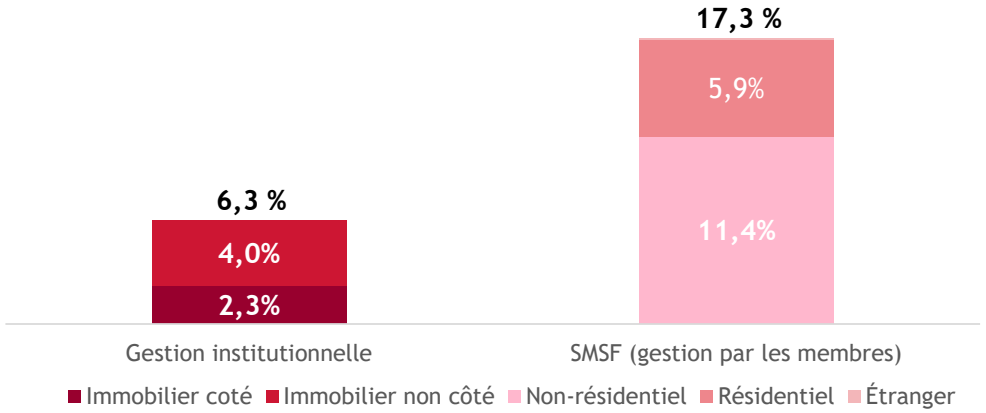
- **Le système australien offre aux épargnants le choix entre une gestion déléguée et une gestion autonome de leur épargne retraite.**
- L'épargne retraite australienne est principalement investie en actions.
- **L'immobilier constitue une composante structurelle des portefeuilles de retraite australiens.** Son poids est toutefois nettement plus élevé dans les fonds autogérés (SMSF), dont les membres privilégient davantage l'investissement immobilier direct dans une logique plus patrimoniale.

- La réglementation australienne ne prescrit aucune allocation d'actifs.
- **Les stratégies Lifecycle** (évolution automatique selon l'horizon de départ à la retraite) **maintiennent généralement 80 à 95 % d'actifs de croissance pendant la majeure partie de la carrière, puis réduisent progressivement le risque à partir de 50 à 55 ans.** À l'entrée en retraite, les principaux fonds conservent néanmoins 55 à 70 % d'actifs de croissance afin de soutenir le rendement sur un horizon qui reste long. Les modalités et la vitesse de désensibilisation varient sensiblement selon les fonds.

Sources : OCDE, APRA, ATO *Benchmark BDO fondé sur la stratégie des principaux fonds

L'immobilier est davantage privilégié par les fonds autogérés et présente un profil rendement-risque intermédiaire

Poids et forme de l'exposition immobilière



- **L'exposition immobilière est nettement plus forte dans les SMSF (17,3 % des actifs) que dans les fonds institutionnels (6,3 %).**
- Près des deux tiers de l'exposition immobilière des fonds APRA est non cotée, tandis que les SMSF détiennent surtout de l'immobilier direct, majoritairement non résidentiel.

Performance et contribution de l'immobilier*

Classe d'actifs	Rendement par an à 5 ans	Rendement par an à 10 ans
Immobilier coté	≈ 2-7 %	≈ 2-8 %
Immobilier non coté / direct	≈ 5-8 %	≈ 6-8 %
Actions australiennes	≈ 7-9 %	≈ 9-10 %
Obligations	≈ 0-3 %	≈ 1-3 %

- **Sur longue période, l'immobilier affiche une performance intermédiaire** entre les actions et les actifs obligataires.
- **Les portefeuilles immobiliers non cotés des grands fonds tendent à générer des rendements plus lissés que l'immobilier coté**, de l'ordre de 6 à 8 % par an, tandis que l'immobilier coté présente une plus forte dispersion et une volatilité proche des marchés actions.
- Les actions restent la classe d'actifs la plus performante sur 10 ans.

Sources : APRA, ATO *Benchmark BDO fondé sur la stratégie des principaux fonds

SOMMAIRE

X

Annexes

- Diagnostic du marché français p.50
- **Benchmark international**
  - A. Enseignements généraux p.62
  - B. Détails par pays p.67
    1. Suède p.67
    2. Danemark p.71
    3. Australie p.75
    4. Royaume-Uni p.79
    5. Allemagne p.84
    6. Suisse p.88
    7. Canada p.92
    8. Pays-Bas p.96
- Estimation du potentiel de financement p.100
- Méthodologie p.112

Le système de retraite britannique combine une pension publique de base avec des régimes professionnels par capitalisation largement diffusés

Fonctionnement du système de retraite

Le système britannique conjugue trois types de systèmes complémentaires :

- **Une pension publique financée par répartition**, dont le montant dépend du nombre d'années validées au titre de la *National Insurance* : 10 années minimum ouvrent droit à une pension et 35 années donnent normalement droit au montant plein pour les assurés sans droits antérieurs à 2016. Pour un salarié au revenu moyen, la pension publique seule représente ≈ 22 % du salaire brut antérieur, contre 43 % en moyenne OCDE.

- **Des régimes de retraite professionnels principalement financés par capitalisation**. Depuis l'introduction de ***l'auto-enrolment*** en 2012, les employeurs doivent inscrire automatiquement les salariés éligibles dans un régime de retraite d'entreprise, sauf décision explicite de retrait du salarié. Ce dispositif a fortement accru la couverture des salariés.

- Des dispositifs individuels et volontaires de retraite par capitalisation, permettant de compléter les pensions publiques et professionnelles. Les ***personal pensions*** offrent davantage de liberté dans le choix des investissements. Ces dispositifs bénéficient d'un cadre fiscal favorable et sont notamment utilisés par les indépendants ou les épargnants souhaitant renforcer leur retraite.

Couverture et taille du système

82 %

En 2024, **82 % des salariés britanniques étaient membres d'un régime de retraite d'entreprise (*workplace pension*)**, constituant le principal pilier de retraite par capitalisation.

78 %

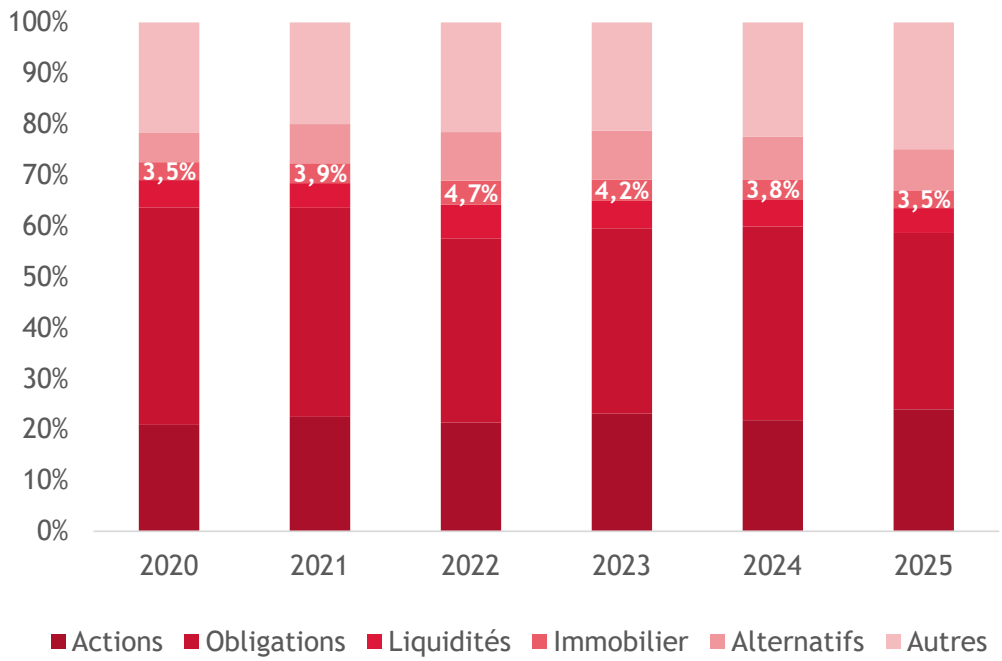
Actifs gérés dans les plans de retraite, en % du PIB à fin 2024 (OCDE)

- ***L'auto-enrolment*, introduit progressivement, a profondément élargi la couverture des salariés** : la participation aux *workplace pensions* est passée d'environ 47 % en 2012 à 82 % en 2024.
- En 2024, 34 % des salariés relèvent encore de régimes à prestations définies (DB), 40 % de régimes à cotisations définies (DC) et 25 % de group personal pensions, ce qui traduit une transition progressive vers les régimes DC.
- À fin septembre 2024, les régimes professionnels financés représentaient environ £1 178 Md pour les régimes privés DB/hybrides et £872 Md pour les régimes privés DC et publics DB/hybrides, confirmant la profondeur du marché britannique de l'épargne retraite.

Sources : OCDE, Office for National Statistics

La structure des portefeuilles britanniques reste défensive, dominée par les obligations, avec une exposition immobilière contenue

Allocation globale des actifs (en % - régimes professionnels)



Commentaires

- **L'allocation reste dominée par les obligations, qui représentent 35 % des actifs en 2025**, devant les actions (24 %). Leur poids s'est toutefois réduit depuis 2020 (43 %), tandis que les actions progressent légèrement. Cette forte composante obligataire s'explique notamment par le poids des régimes à prestations définies (DB), dont les stratégies d'investissement privilégient davantage les actifs obligataires afin de couvrir leurs engagements de pension à long terme.
- Les actifs alternatifs représentent une poche significative et croissante, passant d'environ 6 % en 2020 à 8 % en 2025. La catégorie « autres » reste néanmoins importante car elle regroupe notamment des véhicules mixtes, contrats d'assurance et actifs ne pouvant être réalloués précisément.
- **L'immobilier conserve une place relativement stable mais secondaire dans l'allocation**, représentant ≈3,5 % des actifs en 2025 comme en 2020, après un pic à ≈4,7 % en 2022. Cette stabilité reflète notamment le poids des régimes à prestations définies (DB) matures, dont les stratégies de *de-risking* privilégient les actifs obligataires et liquides, limitant structurellement l'allocation aux actifs illiquides.
- **L'exposition immobilière est très hétérogène selon les régimes** : elle représente environ 2 % des actifs des régimes professionnels à cotisations définies (workplace DC) en 2023, contre près de 7 % pour certains régimes publics à prestations définies, illustrant une place plus importante de l'immobilier dans certains grands régimes DB institutionnels.

Sources : ONS (Financial Survey of Pension Schemes), The Pensions Regulator (TPR), Department for Work & Pensions (DWP), LGPS

L'allocation des fonds par défaut se sécurise progressivement, tandis que l'immobilier reste une poche de diversification stable

Allocation selon le profil des bénéficiaires (principaux fonds à cotisations définies)

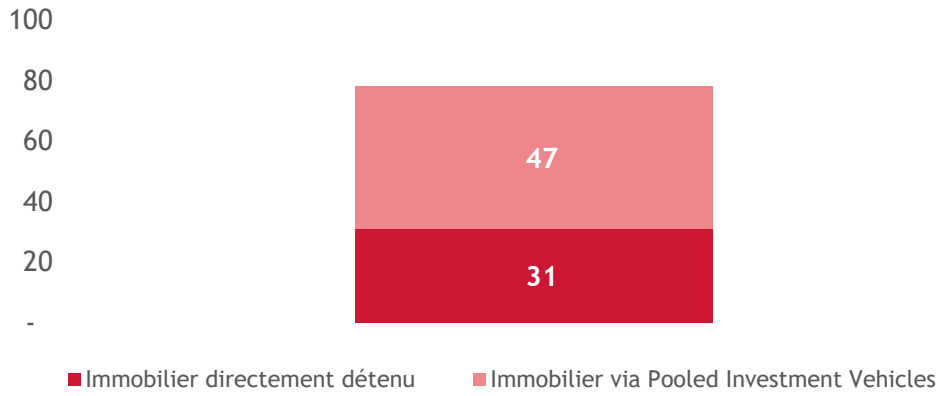
Classe d'actifs	30 ans avant retraite	5 ans avant	Au moment de la retraite
Actions	77 %	43 %	26 %
Obligations	13 %	44 %	56 %
Infrastructure	3 %	3 %	2 %
Cash	2 %	3 %	9 %
Immobilier	3 %	3 %	2 %
Private debt	1 %	1 %	2 %
Private equity	2 %	1 %	1 %
Autres	0 %	1 %	1 %

- Le glidepath organise un transfert progressif du risque des actions vers les obligations : l'exposition actions chute de 77 % à 26 % entre 30 ans avant la retraite et la date cible, tandis que les obligations passent de 13 % à 56 %. L'objectif est de privilégier la recherche de rendement lorsque l'horizon est long, puis de réduire progressivement la sensibilité du capital aux fluctuations de marché à mesure que la retraite approche.
- La sécurisation s'accélère à proximité de la retraite et s'accompagne d'un besoin accru de liquidité : cinq ans avant le départ, actions et obligations sont déjà presque équilibrées (43 % / 44 %), puis le cash atteint 9 % à la date cible, contre 2 % trente ans auparavant. Le portefeuille devient ainsi progressivement moins risqué et plus liquide.
- L'immobilier constitue davantage une poche de diversification structurelle qu'un levier du de-risking : son poids reste quasiment inchangé tout au long du glidepath contrairement aux fortes rotations entre actions et obligations. **La réduction du risque à l'approche de la retraite ne passe donc pas par une sortie significative de l'immobilier, dont l'allocation reste faible mais relativement stable**.

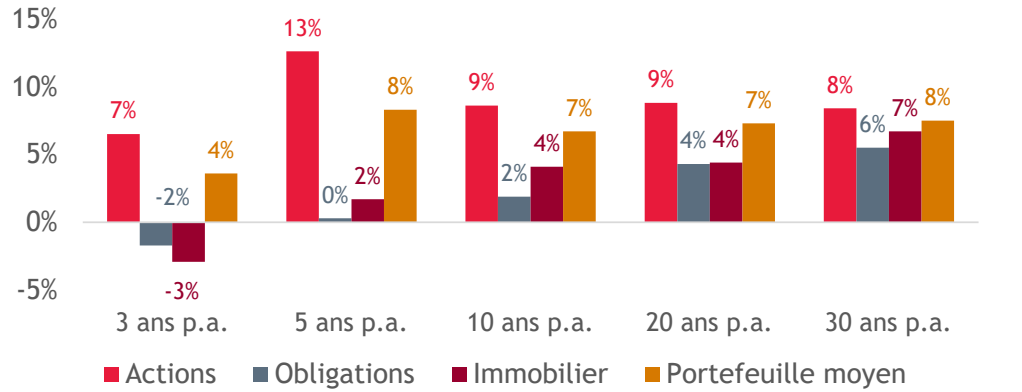
Sources : The Pensions Regulator, Master Trust Asset Allocation 2026. Données sur les principaux fonds par défaut de 25 master trusts DC, représentant 74 % des actifs des master trusts à fin 2025 ; hors self-select funds et décumulation

L'immobilier non coté occupe une place limitée dans les allocations, mais contribue à la diversification et au rendement de long terme

Poids et forme de l'exposition immobilière (en Md £ - stock au T3 2025)



Performance et contribution de l'immobilier*



- **L'immobilier reste une poche minoritaire (3,5 %) au sein des actifs des régimes professionnels**. Pour certains régimes comme le LGPS (régime public local), l'allocation en immobilier peut atteindre jusqu'à 7 %.
- **L'immobilier reste par ailleurs relativement domestique** dans certains grands régimes institutionnels : dans le LGPS, ≈82 % de la poche immobilière est investie au Royaume-Uni, ce qui contraste avec des portefeuilles actions beaucoup plus internationalisés et confirme son rôle d'actif de diversification de long terme.

- **Sur longue période, l'immobilier présente un rendement intermédiaire** entre actions et obligations : à 30 ans, il atteint **6,7 % par an**, contre 8,4 % pour les actions et 5,5 % pour les obligations.
- **À court et moyen terme, l'immobilier affiche en revanche une performance plus faible**, avec -2,9 % par an sur 3 ans et +1,7 % sur 5 ans, contre respectivement +6,5 % et +12,6 % pour les actions.
- La performance de l'immobilier se redresse donc avec l'allongement de l'horizon pour atteindre 6,7 % sur 30 ans, soulignant son caractère d'investissement de long terme.

Sources : ONS, LGPS, PIRC Local Authority Pension Performance Analytics 2024/2025

*Performances agrégées d'un panel de fonds du Local Government Pension Scheme (LGPS), rendements annualisés

SOMMAIRE

X **Annexes**

- Diagnostic du marché français p.50
- **Benchmark international**
  - A. Enseignements généraux p.62
  - B. Détails par pays p.67
    1. Suède p.67
    2. Danemark p.71
    3. Australie p.75
    4. Royaume-Uni p.79
    5. Allemagne p.84
    6. Suisse p.88
    7. Canada p.92
    8. Pays-Bas p.96
- Estimation du potentiel de financement p.100
- Méthodologie p.112

Le système de retraite allemand est encore très largement fondé sur la répartition avec une capitalisation essentiellement complémentaire

Fonctionnement du système de retraite

Le système allemand repose sur trois piliers complémentaires :

- **La retraite publique obligatoire** (gesetzliche Rentenversicherung), **par répartition**, est le cœur du système. Financée par une cotisation de 18,6 % du salaire, partagée à 50/50 entre employeur et salarié, elle couvre ≈33,4 M de salariés. La pension de référence est de ≈48 % du salaire moyen.
- **La retraite professionnelle** (betriebliche Altersversorgung), **par capitalisation**, n'est **pas obligatoire** mais est **relativement diffusée**. 18,1 M de salariés, soit ≈52 % des salariés assujettis aux cotisations sociales, détenaient des droits actifs fin 2023. Elle reste toutefois un complément, avec une faible couverture parmi les petites entreprises et les bas salaires.
- **L'épargne retraite individuelle volontaire, par capitalisation**, regroupe plusieurs dispositifs incités fiscalement, dont la Riester-Rente pour les salariés. Avec ≈15 M de contrats Riester (2025), dont plus de 20 % inactifs, ce pilier reste moins diffusé, mais est en pleine refonte (fonds et ETF vont pouvoir être logés directement dans un produit retraite à partir de 2027).

Une réforme majeure du système global est à l'étude. Le gouvernement souhaite adopter les recommandations d'une commission dédiée au sujet. Celles-ci, inspirées du modèle suédois, visent à mieux répartir la contribution entre les générations, créer une retraite complémentaire obligatoire par capitalisation, financée à 50/50 entre employeur et salarié dès 2031, jusqu'à 2 % du revenu, ou encore indexer l'âge de départ sur l'espérance de vie.

Couverture et taille du système

81 % — Part des salariés affiliés à la retraite publique sur 41,4 M d'actifs salariés

6,4 % — Actifs gérés dans les plans de retraite, en % du PIB à fin 2024 (OCDE - Pensionskassen + Pensionsfonds)

- Le système allemand reste très largement dominé par la retraite publique par répartition, qui constitue la principale source de revenus à la retraite pour la majorité des actifs.
- Les dispositifs par capitalisation restent complémentaires et moins diffusés : la retraite professionnelle couvre environ la moitié des salariés, tandis que l'épargne retraite individuelle demeure plus limitée.
- **Cette prédominance de la répartition explique un poids des actifs de retraite rapporté au PIB nettement inférieur à celui observé dans les autres pays considérés dans ce benchmark.**

Sources : OCDE, Deutsche Rentenversicherung, Bundesministerium für Arbeit und Soziales (BMAS), allemagnefrance.diplo.de, Deloitte

Diapositive 85

PC1 L'Altersvorsorgereformgesetz, en vigueur depuis fin mai 2026 pour un début au 1er janvier 2027, supprime la garantie en capital obligatoire du troisième pilier allemand et ouvre l'épargne retraite subventionnée aux fonds et ETF inscrits sur une liste positive légale. Tout fournisseur doit proposer un Standarddepot par défaut, réparti entre un fonds prudent et un fonds de rendement, à désensibilisation automatique et plafonné à 1,0 % de coûts totaux. La collecte nette attendue est de 26 à 56 milliards d'euros par an, à quoi s'ajoute la migration possible de quinze millions de contrats Riester. Le plafond de coûts avantageant structurellement la gestion passive, la concurrence se jouera sur le coût et la sélection de fonds plutôt que sur la marque, avec un bénéfice attendu pour la place luxembourgeoise.
CHESNEY Pierre-Louis; 2026-08-27T09:52:29.155

PC1 0 Le produit d'abord. L'épargnant peut désormais s'exposer aux actions sans garantie nominale, dans un compte-titres subventionné, alors que l'ancien cadre imposait la préservation des versements et poussait donc vers des actifs peu rémunérateurs. Rendement espéré plus élevé, mais risque de perte en capital assumé.

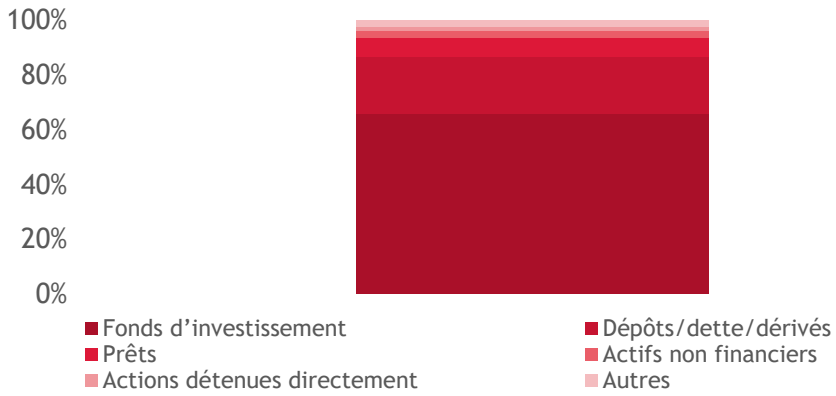
L'enveloppe ensuite. Fonds et ETF peuvent pour la première fois être logés directement dans un produit retraite fiscalement aidé, sans passer par un contrat d'assurance, ce qui supprime une couche de coûts et d'intermédiation.

Le défaut enfin, qui est probablement le levier le plus puissant. Chaque fournisseur doit offrir un Standarddepot à allocation prédéfinie, glide path automatique et coûts plafonnés à 1,0 %. L'épargnant qui ne choisit rien se retrouve investi et désensibilisé automatiquement, alors que l'inertie le laissait auparavant dans des produits garantis peu performants.
CHESNEY Pierre-Louis; 2026-08-27T09:54:19.776

PC1 1 En résumé : à compter du 1er janvier 2027, l'Allemagne ouvre son troisième pilier subventionné aux fonds et ETF sans garantie obligatoire, avec un produit par défaut plafonné à 1,0 % qui oriente structurellement la collecte vers la gestion passive à bas coût.
CHESNEY Pierre-Louis; 2026-08-27T10:12:53.336

L'épargne retraite institutionnelle allemande est largement intermédiée, rendant l'allocation difficile à apprécier

Allocation globale des actifs (fin 2025)



- **Périmètre S.129 Bundesbank/BCE : ≈775 Md€ d'actifs de retraite institutionnels à fin 2025** (Pensionskassen, Pensionsfonds et autres institutions de retraite capitalisées).
- Deux tiers des actifs des institutions de retraite allemandes sont détenus via des fonds d'investissement, ce qui masque l'allocation économique sous-jacente entre actions, obligations et actifs réels.
- BaFin (organisme de supervision fédéral) estime à 12 % l'exposition à l'immobilier commercial des seules Pensionskassen (environ 25 à 30 % du périmètre considéré) en 2024.

Allocation selon le profil des bénéficiaires

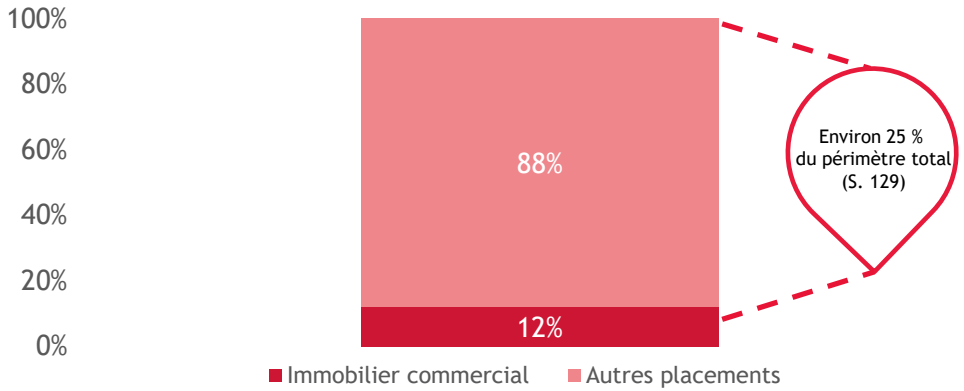
Type de dispositif	Logique d'allocation	Gestion du profil des bénéficiaires
Pensionskassen	**Gestion** structurée par les garanties et les engagements de long terme	Le profil d'âge intervient dans la gestion actif-passif globale de l'institution
Pensionsfonds	Gestion avec **davantage de flexibilité** que les Pensionskassen	Pas de désensibilisation automatique standardisée par âge
Cotisation définie	Allocation libre, sans garantie	Risque porté par les bénéficiaires (**très minoritaire** en Allemagne)
Épargne individuelle	Logique individualisée	Garanties limitant la prise de risque par rapport aux dispositifs anglo-saxons

- Contrairement aux autres pays du benchmark, **l'allocation allemande est principalement pilotée collectivement** plutôt qu'individualisée selon l'âge. Pour les Pensionskassen, le profil des bénéficiaires intervient surtout dans la gestion actif-passif et la capacité à honorer les engagements.
- Il n'existe donc pas de glidepath standardisé conduisant à réduire l'exposition actions à l'approche de la retraite.
- Les dispositifs sans garantie peuvent se rapprocher des modèles à cotisations définies anglo-saxons, avec davantage de risque porté par l'épargnant, mais leur poids reste aujourd'hui limité.

Sources : Bundesbank, BaFin, ministère du Travail et des Affaires sociales, ministère de la Justice, BCE

Peu visible dans les statistiques agrégées, l'immobilier est mobilisé comme actif de diversification et de recherche de rendement

Poids et forme de l'exposition immobilière (Pensionskassen - 2024)



- L'immobilier est une poche de diversification des Pensionskassen. BaFin estime, en 2024, leur exposition au seul immobilier commercial à ≈12 % des placements, en intégrant détentions directes, fonds et expositions crédit.
- De nombreuses Pensionskassen ont accru leur part d'immobilier et d'actifs illiquides pendant la période de taux bas afin de diversifier les portefeuilles et trouver des rendements supérieurs aux placements obligataires. Cette stratégie vise une prime de rendement et une diversification de long terme mais expose les caisses au risque de revalorisation des actifs illiquides.
- Après la remontée des taux, BaFin a observé une baisse de ≈7 % des valeurs des portefeuilles immobiliers étudiés en 2023.

Performance et contribution de l'immobilier

- Sur le périmètre large S.129, **la contribution de l'immobilier est difficile à isoler**. Les institutions de retraite allemandes détiennent ≈66 % de leurs actifs via des fonds d'investissement à fin 2025 et l'immobilier détenu au sein de ces fonds n'apparaît pas séparément. La performance propre de l'immobilier ne peut ainsi pas être distinguée de celle des fonds sous-jacents dans les statistiques de la Bundesbank.
- **Dans le secteur des fonds immobiliers (*Spezialfonds*), les fonds de pension constituent le plus grand groupe d'investisseurs en Allemagne avec 52,4 Md€** et une part de 29 %. Les compagnies d'assurance arrivent en 2e position avec 47,4 Md€, ce qui représente une part de marché de 26 %.
- **Les rendements annuels de distribution des fonds immobiliers (*Spezialfonds*) calculés sur 13 ans varient de 2,46 % en 2023 à 4,05 % en 2017** (étude Kommalpha, société d'analyse du marché institutionnel).
- Si l'on entre dans le détail des sous-segments d'immobilier présents dans ces fonds, **alors que la performance était dispersée en 2020 (entre 0 et 10 %), celle-ci s'est nettement concentrée autour de 2 % pour les différentes classes (entre -1 % et près de 3 %).**

Sources : BaFin, Bundesbank, inrev.org, dfpa.info



SOMMAIRE

X Annexes

- Diagnostic du marché français p.50
- **Benchmark international**
  - A. Enseignements généraux p.62
  - B. Détails par pays p.67
    1. Suède p.67
    2. Danemark p.71
    3. Australie p.75
    4. Royaume-Uni p.79
    5. Allemagne p.84
    6. Suisse p.88
    7. Canada p.92
    8. Pays-Bas p.96
- Estimation du potentiel de financement p.100
- Méthodologie p.112

La Constitution suisse organise un système de retraite en trois piliers, mêlant répartition et capitalisation

Fonctionnement du système de retraite

Le système suisse repose sur trois piliers complémentaires :

- **Le régime public obligatoire**, **par répartition**, vise à couvrir les besoins de subsistance. Il est financé par contributions fédérales et sur le salaire brut (8,70 % (assurance vieillesse et survivants - AHV), 1,40 % (assurance invalidité - IV) et 0,50 % (allocations pour perte de gain - EO)), à 50/50 entre employeur et salarié. L'IV soutient la réintégration des personnes aux problèmes de santé et l'EO indemnise diverses pertes (service militaire,…).
- **La prévoyance professionnelle** (BVG), **par capitalisation, obligatoire** pour tous les salariés, vise à maintenir le niveau de vie. Les cotisations sont investies sur un compte individuel puis versées à la retraite sous forme de **rente ou de capital**. L'employeur finance au moins 50 % des cotisations, composées de crédits retraite et de contributions au risque, dont les taux augmentent avec l'âge. Le taux de conversion est de 6,8 %. Aussi, les **plans 1e** permettent aux hauts revenus, sur la part du salaire annuel supérieure à 136 080 CHF, de choisir une stratégie d'investissement. L'assuré supporte alors seul les risques. Leur mise en place dépend toutefois de l'employeur.
- **La prévoyance individuelle** (3a et 3b), **volontaire, par capitalisation,** est un complément. Le 3a, incité fiscalement, est une épargne liée, placée, par exemple dans des titres de prévoyance, avec conditions de retrait et plafonds de versement. Le 3b est une solution libre (assurance-vie, …).

L'objectif des piliers 1 et 2 : garantir 60 % du dernier salaire à la retraite.

Couverture et taille du système

1 221 Md — Somme (CHF) des bilans des 1 292 caisses de pension (2e pilier) à fin 2024 (contre 1 129,1 Md l'année précédente), auxquels s'ajoutaient notamment ≈140 Md d'avoirs du pilier 3a en 2022.

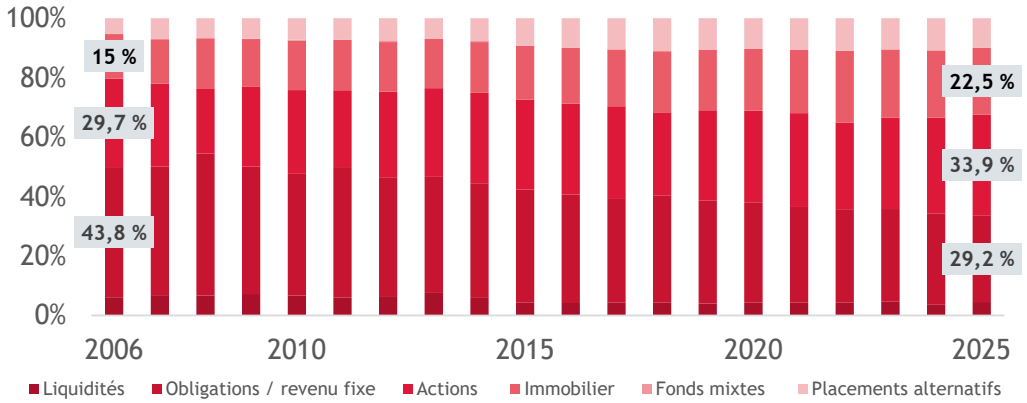
167 % — Actifs gérés dans les plans de retraite, en % du PIB à fin 2024 (OCDE)

- **Le 1er pilier comptait 2,64 M de bénéficiaires** de rentes de vieillesse en 2025. Il y a **4,8 M d'assurés actifs** actuellement, 1,3 M de rentiers pour le 2e pilier et **≈50 % des actifs recouraient au pilier 3a en 2020**.
- Le 1er pilier a encaissé 39,3 Md de cotisations et 10,8 Md de contribution fédérale pour 53,3 Md de dépenses en 2025, là où le pilier 3a affichait ≈11 Md de versements entrants contre 8 Md de retraits en 2020.
- Fin 2024, **les plans 1e représentaient ≈11,2 Md d'actifs sous gestion** et ≈50 000 assurés. Ce marché est **en forte croissance**.
- **Le système est mature.** Son 2e pilier étant obligatoire, le rendement des placements est passé à la première place devant les cotisations des employeurs et des salariés. Pour la première fois, en 2025, davantage d'avoirs ont été perçus sous forme de capital que sous forme de rente.

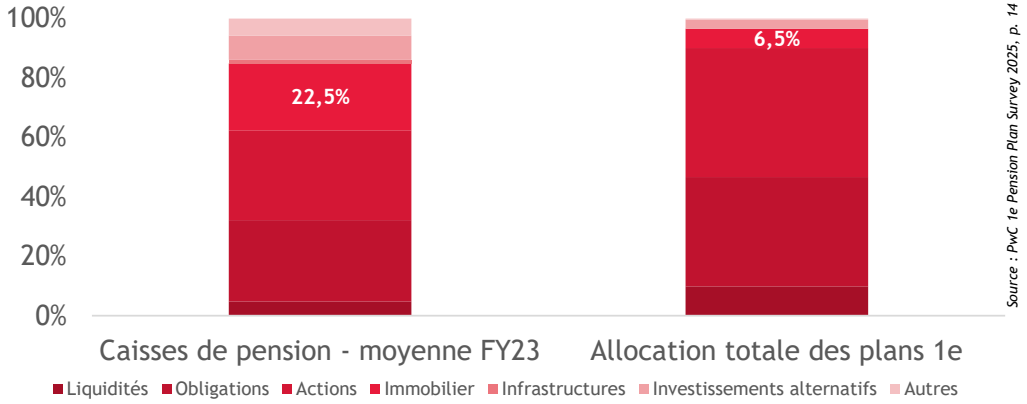
Sources : ax-fiduciaire.ch, everon.swiss, edi.admin.ch, sozialesicherheit.ch, OCDE, tagesanzeiger.ch, swisscanto.com, bsv.admin.ch, finews.ch, PwC 1e Pension Plan Survey 2025

Les caisses de pension suisses investissent en immobilier à un niveau très élevé…

Allocation globale des actifs des caisses de pension



Allocation moyenne et selon le profil des bénéficiaires



Source : PwC 1e Pension Plan Survey 2025, p. 14

- **Les actions ont détrôné les obligations depuis 2024.**
- La place de l'immobilier dans les portefeuilles des caisses de pension suisses, en croissance par rapport à 2006, est limitée par une ordonnance qui impose un **quota maximal autorisé de biens immobiliers de 30 %.** Toutefois, dans des cas exceptionnels justifiés, cette limite supérieure peut être dépassée. Ce dépassement concerne ≈20 % des fonds.
- **Fin 2024, ≈40 % des investissements en immobilier suisse des caisses de pension étaient des investissements directs, le reste étant des investissements indirects** (dans des fonds immobiliers et des entreprises).

- Fin 2024, le nombre total d'assurés 1e était de ≈50 000 et les actifs totaux du marché étaient de ≈11 Md CHF. Aussi, sur les 9 stratégies offertes par la fondation collective 1e de Swisscanto en 2026, **la part immobilière s'échelonne de 0 à 16,2 %** et celle-ci est **intégralement libellée en immobilier suisse et détenue indirectement** via des fonds, l'immobilier direct étant exclu de fait. Aussi, sur ces produits, **une étude, portant sur ≈2 900 portefeuilles de la fondation collective de VZ, montre que ≈69 % des assurés optent pour une stratégie comportant 45 % d'actions ou plus, et que ≈33 % choisissent même une part actions d'au moins 65 %.**

Sources : complementa.ch, finews.ch, luzernerzeitung.ch, immofonds.ch, nzz.ch, ax-fiduciaire.ch, hev-schweiz.ch, PwC 1e Pension Plan Survey 2025, BFS Pensionskassenstatistik, pensionskassenstatistik 2018 de l'OFS, Swisscanto, vermoegenszentrum.ch

… Le non coté occupe une place significative, surtout dans les caisses à quote-part immobilière élevée

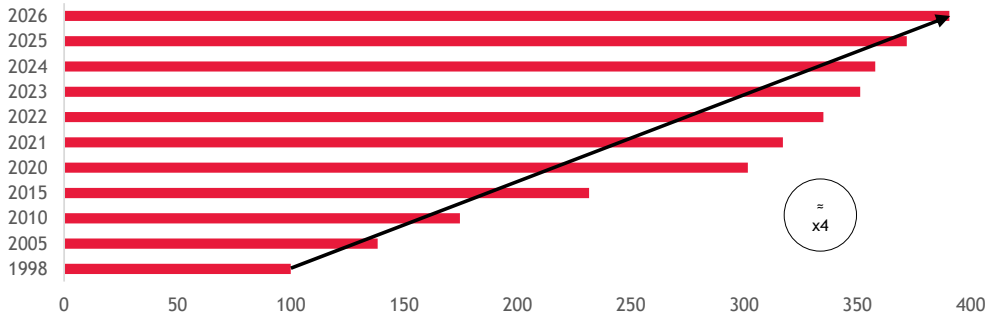
Poids et forme de l'exposition immobilière

- L'exposition immobilière suisse est forte avec **22,5 % de l'allocation globale des actifs des caisses de pension** en 2025, en croissance par rapport à 2006. S'agissant de la structure des placements, l**es fonds de pension investissent environ 229 Md CHF dans l'immobilier suisse, dont** près **de la moitié via des véhicules d'investissement collectif**. Les investissements immobiliers internationaux ne pèsent actuellement que ≈9 % du total des actifs immobiliers des fonds de pension et la tendance est plus à une hausse du ratio d'investissements immobiliers directs en Suisse.
- **Outre la part de l'immobilier en absolu, la part des placements indirects en son sein a aussi augmenté**. Cette bascule, des placements directs vers les placements indirects, est surtout portée par les caisses de pension de droit privé, les institutions de droit public préférant toujours les placements directs.
- **Pour les produits, ceux fondés sur la valeur nette d'inventaire sont plus prisés des caisses à quote-part immobilière élevée**, celles à la quote-part moindre se tournant davantage vers les fonds immobiliers cotés.
- **Les grands fonds de pension investissent plus directement dans l'immobilier suisse**, là où **les plus petits utilisent de plus en plus des véhicules indirects**. Aussi, à mesure que la taille augmente, la part des investissements étrangers augmente également. Encore prudemment utilisés, les investissements en infrastructures se développent aussi.

Performance et contribution de l'immobilier

- **La performance moyenne des caisses de pension était de 3,5 % sur les 2 dernières décennies (6,4 % en 2025).**
- **L'immobilier fait preuve de résilience**, et a, en moyenne, apporté une **contribution positive**, dépassant les rendements requis et cibles sur longue période. En effet, en 2018, son rendement s'établissait à ≈3,6 %, au-delà du requis moyen de 2,4 %, nécessaire au maintien du taux de couverture, et à celui cible de 3,0 %. **Sur 10 ans, en 2018, le rendement annualisé était de ≈6,3 % pour le capital investi en immeubles détenus en direct en Suisse** d'après l'indice MSCI.

Zoom sur le non coté avec l'évolution du KGAST Immo-Index au 31.01 (base 100 = 1998) :



***Le KGAST Immo-Index mesure la performance des groupes d'investissement de la KGAST investis dans l'immobilier direct.** Sont seulement pris en compte les groupes de placement faisant l'objet d'investissements immobiliers directs en Suisse. **Les parts des groupes d'investissement immobiliers ne sont pas cotées**, leur valeur découle de la valeur d'inventaire nette. Les groupes d'investissement sont des véhicules d'investissement dont seules les institutions de prévoyance suisses peuvent souscrire les parts. La fortune de l'indice est de **87 Md CHF**.

Sources : complementa.ch, Office fédéral de la statistique, alphaprop.ch, bfs.admin.ch, hub.hslu, curem.uzh.ch, statistiques des fonds de pension 2024 du Fonds de pension du FSO, Swisscanto, cash-online.de, kgast.ch, *Immobilien-Kapitalanlagestrategien von Schweizer Pensionskassen Konrad Marcel* CUREM Université de Zurich 2018



SOMMAIRE

X Annexes

- Diagnostic du marché français p.50
- **Benchmark international**
  - A. Enseignements généraux p.62
  - B. Détails par pays p.67
    1. Suède p.67
    2. Danemark p.71
    3. Australie p.75
    4. Royaume-Uni p.79
    5. Allemagne p.84
    6. Suisse p.88
    7. Canada p.92
    8. Pays-Bas p.96
- Estimation du potentiel de financement p.100
- Méthodologie p.112

Reposant sur 3 piliers, le système de retraite canadien est hybride car il mêle fonds de pension, gouvernement fédéral et acteurs financiers

Fonctionnement du système de retraite

Le système canadien repose sur trois piliers :

- La sécurité de la vieillesse correspond à **une prestation universelle sous condition de résidence** (40 ans après 18 ans pour le montant total) **non contributive et financée par l'impôt** (OEA). Versée tous les mois à la plupart des Canadiens âgés de 65 ans ou plus, elle peut être perçue à différents âges (entre 60 et 70 ans, avec pénalités avant 65 et bonus après). Aussi, **pour les 75+ ans, une bonification de 10 % s'applique**. Le SIG, **supplément garanti pour les faibles revenus** touchant l'OEA, est lui non imposable et dégressif. Enfin, existent aussi l'allocation et le crédit d'âge (forme de traitement fiscal préférentiel).
- Le régime de pensions du Canada / du Québec (RPC) est **obligatoire**, fondé sur les gains, **partiellement capitalisé** et à **prestations définies indexées**. Il est **financé par les cotisations sociales**, à 50/50 entre salarié et employeur, pour un taux total de 11,9 %. La hausse récente de ce dernier signifie que les travailleurs recevront en 2026 des prestations supérieures à celles des générations précédentes, jusqu'à 33 % (au lieu de 25 %). Là aussi, reporter le RPC de 65 à 70 ans augmente la prestation mensuelle de 0,7 %.
- Les plans d'épargne retraite professionnels (RPP) et privés (REER, CELI, voire CELIAPP) sont **volontaires** pour les employeurs et les individus. Ils bénéficient d'un **traitement fiscal préférentiel**. Ils sont surtout utilisés par les Canadiens à revenu élevé et les régimes des RPP varient beaucoup.

Couverture et taille du système

37,6 % — C'est le taux d'adhésion à un RPP parmi les travailleurs rémunérés en 2024. Ce chiffre poursuit une tendance à la baisse à long terme mais cela représente tout de même 7,4 millions de personnes (+1,8 % sur un an).

158 % — Actifs gérés dans les plans de retraite, en % du PIB à fin 2024 (OCDE)

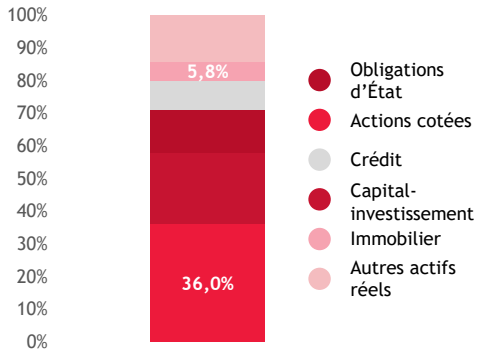
- Fin 2024, les caisses canadiennes géraient **≈4 500 Md** de dollars canadiens.
- Il y a **≈22 M de cotisants et de bénéficiaires du RPC** et, fin mars, l'Office gérant son investissement avait un actif net de **793,3 Md** de dollars (au T2 2026 : régime de base = 706 Md et régime supplémentaire = 71,5 Md).
- **La valeur marchande des actifs dans les RPP fin 2025 était de ≈2 600 Md de dollars.** La répartition était de 2 100 Md pour les régimes du secteur public et 460,6 Md pour le secteur privé. Aussi, la proportion de membres actifs du RPP dans les régimes à prestations définies est passée de 89 % en 1993 à 68,1 % en 2024, mais reste toujours dominante.
- En 2023, il y avait **≈6,3 M de cotisants au REER pour un total de 55,7 Md** de dollars et une cotisation médiane de 4 000 dollars, contre **≈7,5 M de cotisants au CELI pour 82,7 Md** et une médiane de 6 500 dollars. **Le CELI a donc dépassé le REER en nombre de cotisants comme en montant.**

Sources : OCDE, optiml.ca, financialtools.ca, richify.ai, lop.parl.ca, DG du Trésor, Gouvernement du Canada, wealthprofessional.ca, policyoptions.irpp.org, newswire.ca, cppinvestments.com, Agence du revenu du Canada

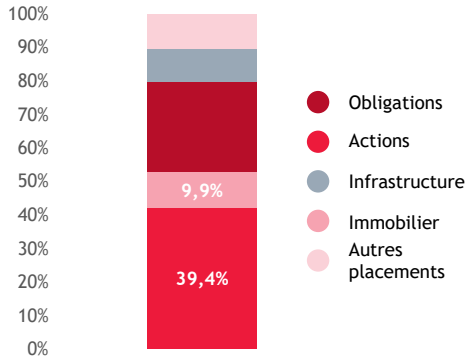
L'épargne retraite canadienne est principalement investie en actions

Allocation globale des actifs

CPP Investments (RPC) - 03.2026 :



Caisses de retraite en fiducie (RPP) - 12.2025 :

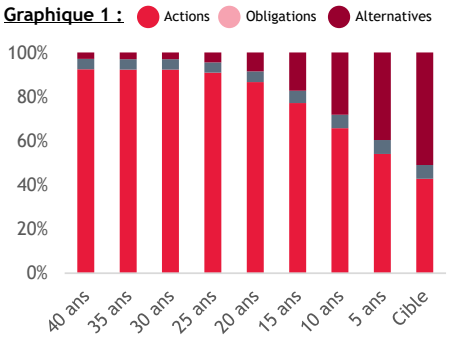


- **L'épargne retraite canadienne est principalement investie en actions.**
- **La place de l'immobilier est plus importante pour les caisses de retraite en fiducie que pour CPP Investments (RPC).**
- À noter qu'un REER et un CELI n'étant pas des fonds mais des enveloppes fiscales, le titulaire y loge ce qu'il veut, chez l'institution de son choix, parmi des milliers d'établissements. Il n'existe donc pas de gestionnaire unique, et il n'y a aucune obligation de déclaration de composition.

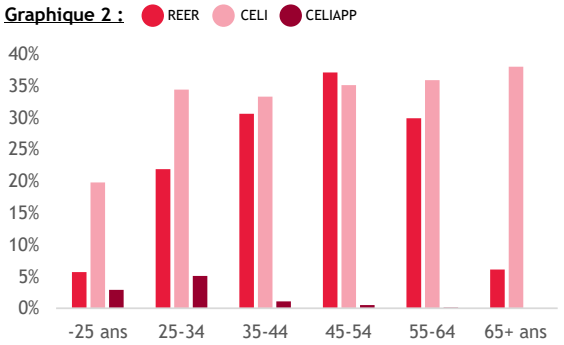
Allocation selon le profil des bénéficiaires

- Les actifs totaux des régimes de retraite à prestations définies atteignaient 3,514 Md fin 2025. En leur sein, il n'y a aucune différenciation individuelle et l'allocation en immobilier (8,66 % pour ces régimes) s'applique à tous.
- Pour les régimes DC, la différenciation par l'âge est assurée largement par des fonds à date cible, qui ont dépassé les 159 Md de CAD en 2025. Le graphique 1 présente l'évolution de l'allocation moyenne des fonds à date cible selon l'horizon à 65 ans d'après une étude Morningstar. Les gestionnaires adoptent toutefois des approches très différentes en matière d'exposition aux actifs alternatifs*. Le graphique 2 présente la proportion de déclarants ayant cotisé à un REER, un CELI ou un CELIAPP par groupe d'âge en 2023.

Graphique 1 :



Graphique 2 :

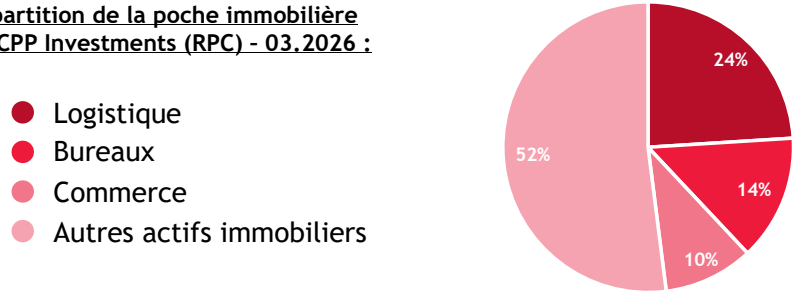


Sources : CPP Investments, Statistique Canada. Tableau 11-10-0084-01 Caisses de retraite en fiducie, valeurs de l'actif, selon le secteur, trimestriel (x 1 000 000), Statistique Canada, Association canadienne des investissements en pension, benefitscanada.com, morningstar.com, Gouvernement du Canada

Sur dix ans, l'immobilier rapporte près de 5 %, ce qui confirme son rôle d'actif de diversification sans sacrifier la performance

Poids et forme de l'exposition immobilière

Répartition de la poche immobilière de CPP Investments (RPC) - 03.2026 :



- **Le poids de l'immobilier est plus important dans les caisses de retraite en fiducie** (RPP - 9,9 %) **que dans les investissements de CPP Investments** (RPC - 5,8 %).
- **L'allocation en immobilier dans le total des régimes de retraite à prestations définies est de 8,66 %.**
- Pour les régimes à cotisations définies, dont les fonds à date cible sont un élément important, les gestionnaires adoptent des approches très différentes en matière d'exposition aux actifs alternatifs (notamment à l'immobilier et au type d'immobilier).

Performance et contribution de l'immobilier

- **La performance de l'immobilier sur 10 ans au sein des caisses canadiennes en fiducie (RPP - 3e pilier) peut être estimée à ≈5 %. Cette performance est plus faible sur une période plus courte.**
- OMERS, une grande caisse en fiducie (RPP), indique ainsi, dans son rapport 2025, un rendement immobilier net moyen sur 10 ans de 4,8 %. Cette caisse a un actif immobilier de 22 Md de CAD. OPTrust indique de son côté un rendement immobilier net moyen sur 10 ans de 5,5 % (3,2 % sur 5 ans).

Rendements nets annualisés du fonds du RPC sur des horizons de 1, 5 et 10 ans - 03.2025 :

Classe d'actifs	Exercice 2025 publié		
	10 ans	5 ans	1 an
Actions cotées	8,4 %	11,3 %	10,6 %
Actions non cotées	13,2 %	15,7 %	11,8 %
Obligations d'État	1,5 %	(1,2 %)	8,1 %
Crédit	6,9 %	6,7 %	14,4 %
Immobilier	**4,2 %**	**0,5 %**	**3,8 %**
Infrastructures	8,3 %	8,1 %	9,4 %
Fonds total	8,3 %	9,0 %	9,3 %

Sources : CPP Investments, Statistique Canada. Tableau 11-10-0084-01 Caisses de retraite en fiducie, valeurs de l'actif, Statistique Canada, Rapport annuel d'OMERS, Rapport annuel d'OPTrust



SOMMAIRE

X **Annexes**

- Diagnostic du marché français p.50
- **Benchmark international**
  - A. Enseignements généraux p.62
  - B. Détails par pays p.67
    1. Suède p.67
    2. Danemark p.71
    3. Australie p.75
    4. Royaume-Uni p.79
    5. Allemagne p.84
    6. Suisse p.88
    7. Canada p.92
    8. Pays-Bas p.96
- Estimation du potentiel de financement p.100
- Méthodologie p.112

Le système de retraite néerlandais est en mutation : la réforme organise depuis 2023 le basculement du 2e pilier vers des régimes DC d'ici 2028

Fonctionnement du système de retraite

Le système néerlandais repose sur trois piliers :

- **Le minimum vieillesse universel (AOW), par répartition,** est la pension publique de base. Régime universel à prestation forfaitaire, il est payé par l'État à tous les résidents du pays de 67+ ans. Pour en bénéficier à 100 %, il faut y résider depuis l'âge de 15 ans. La Sociale Verzekeringsbank permet toutefois de racheter les années de cotisation manquantes. L'AOW est financée par une **cotisation sociale** payée par les personnes n'ayant pas encore atteint l'âge (17,9 % du revenu imposable**)** et une **contribution au fonds AOW de la part de l'État**, financée par les recettes fiscales générales. L'allocation du survivant (ANW) et l'invalidité après maladie (WIA) complètent ce pilier, mais ont des conditions assez strictes.
- **L'accumulation de pension par l'employeur**, **par capitalisation** et **quasi obligatoire par extension conventionnelle**, est le pilier le plus impacté par la réforme de 2023. Il va basculer du DB vers le DC par des accords de cotisation à prime plate, en variante solidaire ou flexible. Deux tiers des cotisations sont versés par l'employeur et un tiers par le salarié. Ensuite, un administrateur de pension les reçoit, les investit puis verse la pension à la retraite. Les cotisations à un fonds de pension sont exonérées d'impôt.
- **Les dispositions individuelles de pension complémentaire**, **volontaires et par capitalisation** (*lijfrentes,* assurance-vie,…) servent avant tout à combler un manque de retraite ou à partir de façon anticipée.

Couverture et taille du système

89 % — Selon les chiffres de la CBS, plus de 89 % des employés accumulent une pension professionnelle complémentaire

151 % — Actifs gérés dans les plans de retraite, en % du PIB à fin 2024 (OCDE)

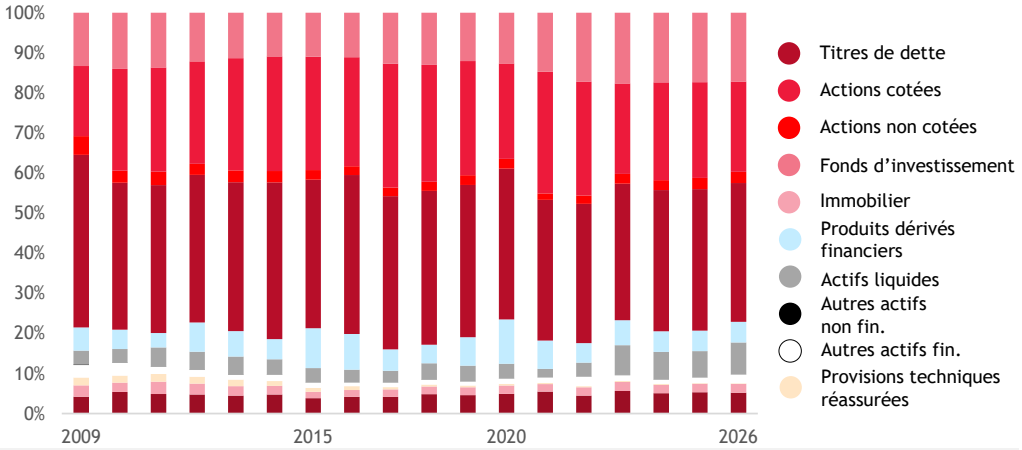
- Fin 2024, les fonds de la Pensioenfederatie géraient ≈1 700 Md d'actifs. Ils représentaient 6,76 M de cotisants actifs et 4 M de retraités.
- Sur 2024/25, les revenus étaient de 47,3 Md€ et 46,4 Md€ ont été versés en pensions. Le nombre de fonds est passé de ≈1 000 à la fin des années 1990 à 138 début 2026. Le taux de couverture des fonds est de 122,9 % fin 2025.
- Ces fonds doivent se conformer à la réforme au plus tard pour 2028. Cette mise en conformité passe par la conversion des droits accumulés à prestations définies vers le nouveau système à cotisations définies.
- Aussi, on estime que les institutions de retraite premium et les régimes via assureurs gèrent ≈150 Md€ d'actifs de pension.
- Le 3e pilier est assez faible. Le coût fiscal pour 2026 des *lijfrentes* est de 1 119 M€ pour la déduction des cotisations (723 M€ en 2023), 614 M€ pour l'imposition différée des prestations et 441 M€ pour l'exonération de Box 3.

Sources : Gouvernement des Pays-Bas, OCDE, CBS, zoek.officielebekendmakingen.nl, perlib.fr, AFM, werkenaanonspensioen.nl, dnb.nl, Ministère des Finances des Pays-Bas, fiscalert.nl, pensioenfederatie.nl, officielebekendmakingen.nl, rsw.nl

Les fonds de pension néerlandais privilégient légèrement les obligations… et la réforme modifie la vision de l'allocation différenciée

Allocation globale des actifs

Répartition des investissements des fonds de pension par instrument financier au T1* :



- **L'épargne retraite néerlandaise est principalement investie en obligations puis en actions.**
- *Ce tableau, issu du dashboard macroéconomique de la DNB, classe les investissements par **instrument financier.** L'immobilier n'est pas ici une classe d'actifs économique. Le dashboard analyse les actifs par instrument financier et applique un *look-through* aux fonds d'investissement quand cela est possible. La part d'immobilier est détaillée à la diapositive suivante.

Allocation selon le profil des bénéficiaires

- La réforme entraîne une allocation par cohorte sans portefeuille individuel.
- Dans le **régime solidaire**, sans portefeuille séparé, le fonds investit de façon collective, puis répartit, selon des règles propres à chaque cohorte d'âge et en fonction de leur profil de risque, **le rendement de protection** et **le surrendement**. Le degré d'attribution du rendement de protection augmente avec l'âge pour limiter l'influence de la variation des taux. Au contraire, celui du surrendement diminue, les placements le produisant se composant en grande partie de valeurs commerciales. Ainsi, un cycle de vie implicite est suivi : à un âge jeune, un risque de placement important est pris, et celui-ci se réduit avec l'âge.
- Il y a donc une **exposition économique différente selon l'âge**, même si les actifs restent dans un portefeuille collectif. Enfin, le participant n'a pas de liberté de choix du profil d'investissement.
- Dans **le régime flexible**, une allocation d'actifs est définie pour chaque cohorte d'âge, avec une exposition au risque qui diminue progressivement. Divers cycles de vie peuvent être proposés pour que le participant puisse faire correspondre son propre mix à son attitude de risque. À titre d'exemple, **Pensioenfonds Achmea** prévoit une allocation de **89 % en actifs risqués jusqu'à 48 ans**, puis une réduction linéaire jusqu'à **31 % à 68 ans**.

Sources : pensioenfondsachmea.nl, dnb.nl, werkenaanonspensioen.nl

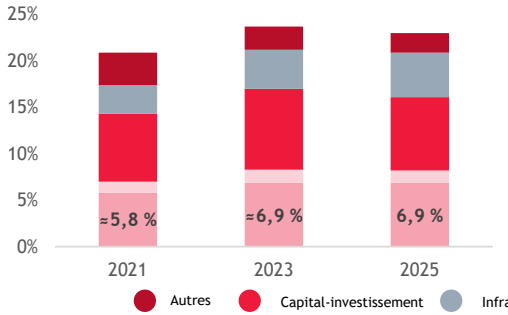
L'immobilier reste une poche structurelle des portefeuilles néerlandais (≈10 %), avec une composante certaine d'immobilier non coté

Poids et forme de l'exposition immobilière

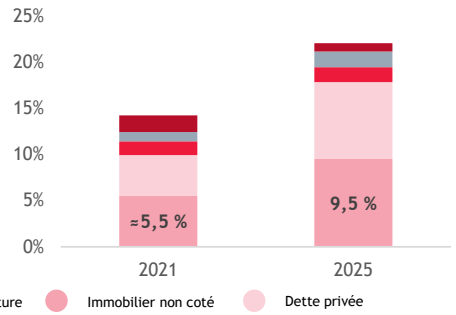
- Les fonds de pension néerlandais détenaient fin 2024 160,6 Md€ de placements immobiliers à leur bilan. À fin 2022, ce chiffre était de 158 Md€, soit 10,9 % de leurs actifs investis. Cette exposition se répartissait entre ≈47 Md€ d'immobilier détenu directement ou via des fonds néerlandais liés, ≈67 Md€ via des fonds immobiliers domestiques ou étrangers, et ≈44 Md€ d'immobilier coté.

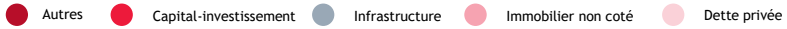
- **Sur 20 ans (2005-2024), l'allocation en immobilier des portefeuilles de 42 fonds de pension néerlandais a toujours été comprise entre ≈7,5 % (2014) et ≈13,5 % (2008). L'allocation moyenne est de 9,9 %.**

- **Allocation aux actifs privés des plus grands fonds de pension (en % des actifs investis) :**



Allocation aux actifs privés des 8 plus grands assureurs (en % des actifs investis) :





Performance et contribution de l'immobilier

- **Le rendement net moyen (non pondéré) des 42 portefeuilles immobiliers des fonds de pension néerlandais était de 5,13 % sur 20 ans (2005-2024).** Le marché international de l'investissement immobilier a enregistré une performance d'environ 5,7 % sur une base comparable pendant cette période.

- **L'ABP**, le fonds de pension le plus important des Pays-Bas, pesant plus de 500 Md€, a obtenu un rendement moyen de 5,1 % par an depuis 2008. Le portefeuille obligataire a performé de manière similaire à l'indice de référence. Les valeurs commerciales ont néanmoins sous-performé sur cette période. **L'immobilier a, lui, enregistré un rendement de 4,6 % par an, entre 2008 et 2025.**

- Il faut noter que la performance immobilière n'est pas homogène entre tous les fonds de pension néerlandais.

- **Au sein d'un fonds de branche, il peut y avoir une séparation dans la gestion entre immobilier coté et non coté.** Cela est alors contractuellement explicite car confiée à des gestionnaires différents.

Sources : Ministère des Finances des Pays-Bas, dnb.nl, propertynl.com, achmearealestate.nl, abp.nl, belastingdienst.nl, pensioencarriere.nl, cfasociety.nl

SOMMAIRE

X

Annexes

- Diagnostic du marché français p.50
- Benchmark international p.62
- **Estimation du potentiel de financement** p.100
- Méthodologie p.112

Notre démarche pour estimer la capacité de financement mobilisable via l'épargne retraite et salariale à moyen terme s'articule autour de 4 étapes

Après avoir évalué la place actuelle de l'immobilier non coté et défini une allocation cible de long terme, cette partie cherche à traduire ces résultats en capacité de financement concrète.

Il s'agit d'estimer les montants potentiellement mobilisables via le PER et l'épargne salariale et de les mettre en regard des besoins d'investissement sur plusieurs segments prioritaires.

L'horizon 2027-2032 a été retenu pour les projections afin de couvrir un cycle de décision publique complet, la future mandature présidentielle notamment, et d'évaluer les leviers mobilisables à moyen terme.

Méthodologie utilisée

Étape	Méthode
1 Projection des encours de chaque réservoir d'épargne	Projeter les encours du PER, des anciens produits retraite et de l'épargne salariale à horizon 2032 selon différentes hypothèses de croissance
2 Détermination de la capacité d'investissement via l'immobilier non coté	Estimer les montants susceptibles d'être mobilisés à partir des allocations cibles définies
3 Détermination des besoins	Identifier les besoins susceptibles d'être financés (logements, résidences seniors, établissements de santé, etc.) Projection de ces besoins à horizon 2032 Valorisation monétaire de ces besoins
4 Estimer les impacts de moyen terme d'une allocation cible	Mettre en regard la capacité d'investissement mobilisable via l'immobilier non coté et les besoins estimés afin d'évaluer la part de ces besoins pouvant être effectivement couverte

Les hypothèses retenues pour le calcul de la fourchette d'allocation cible ont été obtenues à partir de sources reconnues

	Évolution des encours des différents contrats retraite		Allocation actuelle	Allocation cible
PER	PER individuel TCAM 2023-2025 jusqu'en 2030 puis TCAM 2006-2024 des contrats à adhésions individuelles	PERECO + PER obligatoire TCAM 2023-2025 jusqu'en 2030 puis TCAM 2006-2024 des contrats souscrits collectivement par un employeur	**4,40 %** Estimation BDO à partir de données ASPIM	**10 %** Estimations BDO à partir des données du benchmark, de la revue de littérature et d'autres éléments recueillis
Autres contrats	**TCAM* 2019-2024**		**5 %** Estimation BDO à partir des entretiens menés et des publications des acteurs du secteur	**10 %** Estimations BDO à partir des données du benchmark, de la revue de littérature et d'autres éléments recueillis
Fonds diversifiés d'épargne salariale	**TCAM 2019-2025**		**0,85 %** Estimation BDO à partir des entretiens menés et des publications des acteurs du secteur	**5 %** Estimation BDO

Sources : Estimations BDO, données ASPIM, données France Assureurs, GALEA, DREES, AFG, Ministère des Finances *TCAM = taux de croissance annuel moyen

Notre estimation des besoins d'investissement des principaux marchés liés à l'immobilier à long terme s'appuie sur des sources de référence

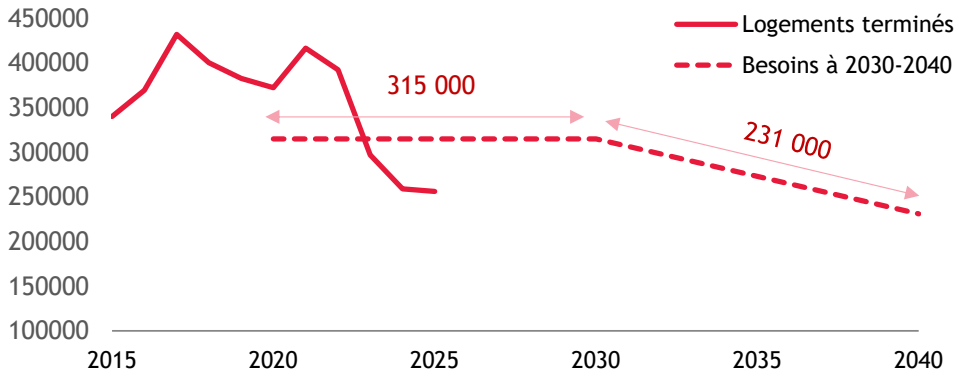
	Besoins 2027-2032
• **Nouveaux logements** Récupération de la projection à long terme du nombre de besoins en logements neufs par an et multiplication par le prix moyen d'un logement neuf. **Dont logements étudiants** : Estimation du besoin à partir des logements mis en service entre 2018 et 2022 et des objectifs du gouvernement en matière de logements étudiants à 2030. Le prix moyen considéré se base sur divers projets de construction de logements étudiants entre 2013 et 2025.	534 Md€* (dont 5,8)
• **Rénovation du parc privé et social** Récupération de la projection de I4CE pour l'ensemble des besoins en entretien-amélioration des logements / bâtiments, en moyenne sur 2024-2030 ainsi que pour l'année 2030. La donnée pour l'année 2030 a ensuite été celle utilisée pour les années 2031 et 2032.	509 Md€
• **Besoins liés à la réindustrialisation** Récupération des besoins en foncier pour la réindustrialisation d'ici 2035 (France Stratégie, scénario amont 12 %) et lissage sur la période. Répartition de ce besoin entre densification, réhabilitation de friches et artificialisation sur la base du prorata utilisé dans la Stratégie nationale de mobilisation pour le foncier industriel. Estimation ensuite du coût d'un projet / ha sur la base du détail de ces coûts utilisés par l'IGEDD en regardant les détails des dépenses des lauréats du fonds friches, puis en y retraitant, pour la densification et l'artificialisation nouvelle, les coûts de dépollution tout en y ajoutant la part estimée de construction nécessaire pour 1 ha multiplié par son coût moyen (estimation BDO).	56,4 Md€
• **Rénovation des bâtiments tertiaires** Récupération de la projection de I4CE pour l'ensemble des besoins pour la rénovation des bâtiments tertiaires, en moyenne sur 2024-2030 ainsi que pour l'année 2030. La donnée pour l'année 2030 a ensuite été celle utilisée pour les années 2031 et 2032.	495 Md€
• **Places en habitat intermédiaire** Récupération des besoins projetés à 2050 par le Conseil de la CNSA, puis lissage de ce besoin sur la période et multiplication ensuite par le prix estimé de la construction d'une place en résidence autonomie, estimée sur la base d'une place en EHPAD et d'appels à projets sur le sujet, car complexe à obtenir.	12,9 Md€
• **Places en EHPAD** Récupération des besoins projetés année par année par la DREES pour déterminer les besoins en places additionnelles pour chaque année et multiplication ensuite de ce chiffre par le prix estimé de la construction d'une place.	8,2 Md€
• **Lits d'hospitalisation partielle** Prolongement du taux de croissance annuel moyen sur 2013-2024 du nombre de lits en hospitalisation partielle aux années futures pour obtenir le besoin en volume, et multiplication par 102 000 (estimation BDO basée sur le dernier coût médian de construction déclaré pour un nouveau lit).	1,9 Md€

Sources : DREES, CNSA, SDES, Banque des Territoires, fhf.fr, dirips.com, monprogrammeneuf.fr, l'assurance retraite, ehpad-invest.fr, France Stratégie, IGEDD, Stratégie nationale de mobilisation pour le foncier industriel, contractantgeneral.com, I4CE, ADEME

*Les besoins sont exprimés en Md€ courants

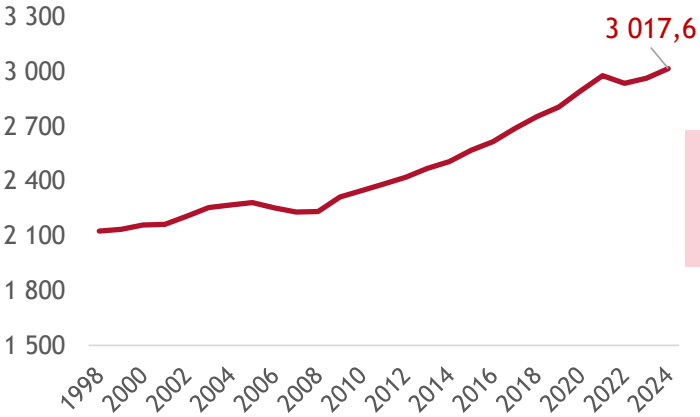
La persistance des tensions sur le logement résidentiel et étudiant crée des besoins significatifs d'investissement

Évolution du nombre de logements terminés entre 2015 et 2025 et besoins en nouveaux logements projetés à horizon 2030-40



- La production de logements s'est fortement contractée depuis son point haut de 2017 et se situe désormais en dessous des besoins projetés à moyen-long terme. Avec environ 250 000 logements terminés en 2025, le rythme actuel est inférieur au besoin estimé à près de 315 000 logements par an à horizon 2030, soit un déficit de production de l'ordre de 60 000 logements annuels.
- Même si les besoins devraient progressivement diminuer à plus long terme, pour atteindre environ 231 000 logements par an à horizon 2040, la faiblesse actuelle de la construction risque d'accroître les tensions accumulées, d'où la nécessité de relancer rapidement la production pour rapprocher l'offre des besoins et éviter une aggravation du déficit de logements.

Évolution du nombre d'inscriptions dans l'enseignement supérieur, en milliers



2 M
soit 2/3 des étudiants vivent hors du domicile familial en 2024

≈395 000
places de logements étudiants, soit 19 % du besoin potentiel

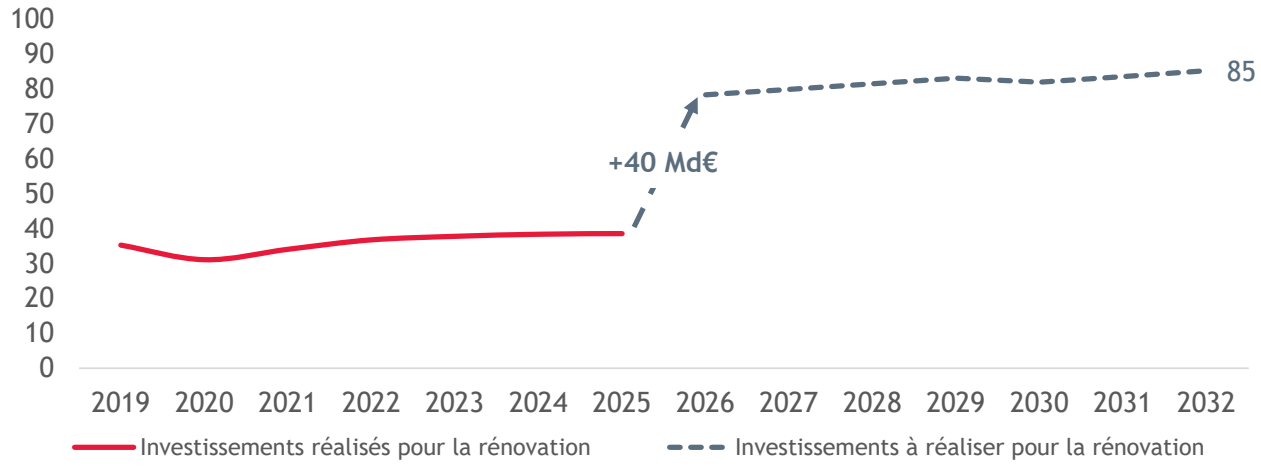
1 demande sur 2
de logements Crous non pourvue

- Le logement étudiant constitue également un besoin structurel en forte tension. Le nombre d'inscriptions dans l'enseignement supérieur dépasse 3 millions en 2024, dont près de 2 millions d'étudiants vivant hors du domicile familial, alors que l'offre sociale ne représente qu'environ 244 000 places.
- La tension est particulièrement visible sur le parc Crous : en 2024, environ un demandeur sur deux n'a reçu aucune proposition, illustrant un déficit structurel d'offre et le besoin de développer de nouvelles capacités, y compris via des résidences privées et intermédiaires.

Sources : SDES, MESR / SIES, Sénat / Crous

La rénovation du parc tertiaire représentera plus de 85 Md€ d'investissements annuels en 2030, soit plus de 2 fois plus qu'en 2025

Évolution et perspectives d'évolution des investissements pour la rénovation des bâtiments tertiaires* (en Md€)



1,2 Md m²
taille du parc de bâtiments tertiaires aujourd'hui en France

15 %
part du parc tertiaire dans la consommation nationale d'énergie finale brute en 2024

+279 Md€
montant additionnel à allouer à la rénovation du parc tertiaire sur 2027-2032 par rapport à 2020-2025

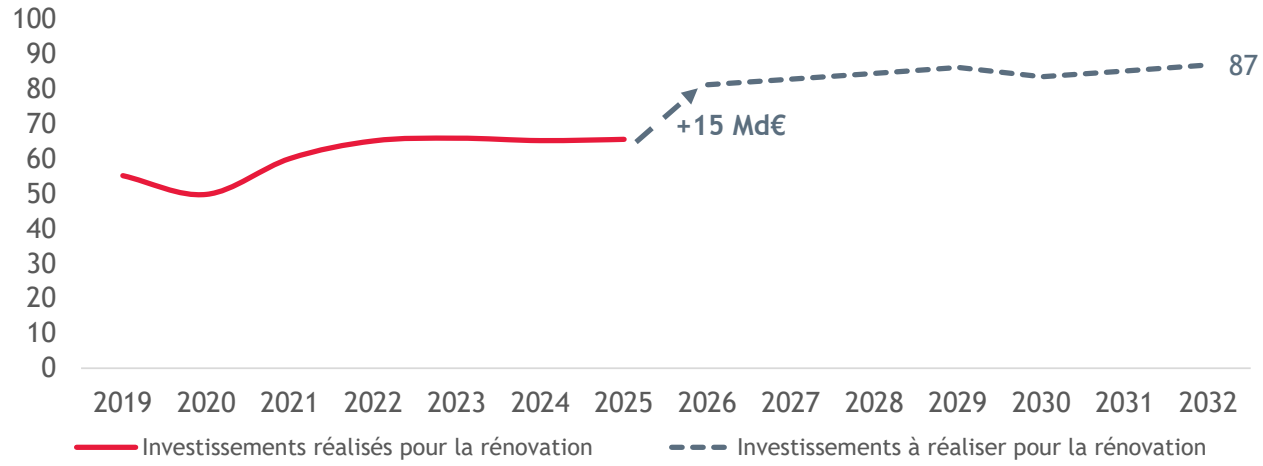
- Le décret tertiaire impose une réduction des consommations de **40 % dès 2030**. Cette obligation crée une **demande structurelle** de rénovation énergétique des bâtiments tertiaires pour les années à venir. Cette demande est également portée par le vieillissement de ces bâtiments.
- **Les premiers gains reposent surtout sur la sobriété, le pilotage et le remplacement d'équipements aux coûts d'investissement modérés mais aux retours rapides.** Les bâtiments déclarés dans OPERAT de l'ADEME affichent déjà 26 % de consommation de moins entre la période 2010-2019 et l'année 2024.
- **Le changement d'échelle pour la partie énergétique viendra des opérations globales**, associant enveloppe, systèmes énergétiques, ventilation, pilotage et décarbonation. Elles déclenchent d'importants travaux connexes de remise aux normes et de réhabilitation.

Sources : I4CE, ADEME

*Ces montants couvrent l'ensemble des opérations de rénovation du tertiaire, travaux induits et connexes inclus.

La rénovation du parc privé et social représentera elle aussi ≈85 Md€ d'investissements annuels en 2030, soit ≈20 Md€ de plus qu'en 2025

Évolution et perspectives d'évolution des investissements pour la rénovation du parc privé et social (en Md€)



400 000
rénovations supplémentaires sont nécessaires en moyenne chaque année par rapport à 2025 pour les années à venir

130 000
rénovations d'ampleur de plus sont nécessaires en moyenne chaque année par rapport à 2025 pour les années à venir

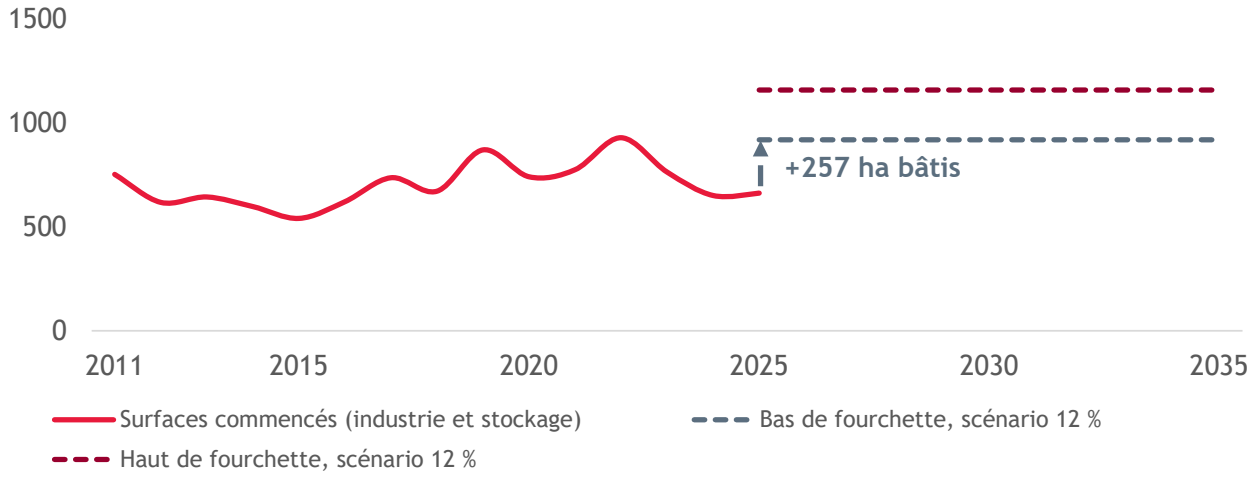
+137 Md€
montant additionnel à allouer à la rénovation du parc privé et social sur 2027-2032 par rapport à 2020-2025

- La SNBC 3 fixe un objectif de **700 000 rénovations par an d'ici 2030 (saut d'au moins 2 classes de DPE)**, dont **250 000 rénovations d'ampleur**.
- Le marché de la rénovation énergétique actuel reste encore loin de cette cadence, et des investissements sont nécessaires. En effet, le nombre de rénovations totales réalisées est en baisse depuis 2022 (-360 000 en 3 ans). La situation est légèrement meilleure pour les rénovations d'ampleur, mais malgré l'accélération récente, **≈120 000 rénovations d'ampleur ont été réalisées en 2025.** Le nombre de rénovations d'ampleur devrait ainsi plus que doubler pour atteindre l'objectif fixé.
- Il est aussi important de noter que ces rénovations, notamment celles impliquant des travaux conséquents, déclenchent d'autres actions importantes de rénovation connexes, notamment des éléments relatifs à la remise aux normes ou à la réhabilitation. Ces dernières font augmenter fortement les investissements totaux nécessaires.

Sources : Stratégie Nationale Bas Carbone 3, Estimations BDO, I4CE

À horizon 2035, une réindustrialisation à 12 % du PIB impliquerait entre 250 et 500 hectares de foncier bâti additionnels par an

Évolution du besoin en foncier industriel selon les scénarios où la valeur ajoutée manufacturière atteindrait 12 % du PIB et évolution des surfaces de locaux commencés (en hectares*)



+25 %
Écart en volume si l'activité manufacturière atteint le scénario 12 % par rapport au scénario 10 %

580 000 à 740 000
emplois supplémentaires nécessaires dans des scénarios où l'industrie manufacturière atteindrait 12 % du PIB

+13 Md€
Balance commerciale manufacturière projetée, alors que celle-ci serait de -29 Md€ dans le scénario 10 %

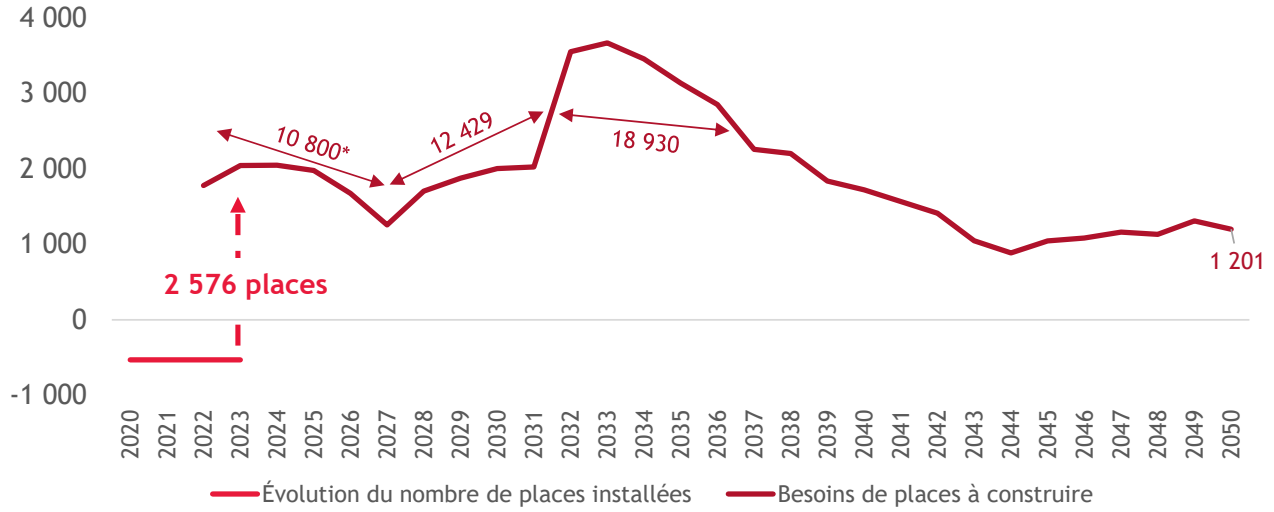
- En France, la part de la valeur ajoutée manufacturière dans le PIB est passée de 22,5 % en 1960 à 14,5 % en 2000, puis à 9,5 % en 2025.
- Les tendances actuelles valorisent davantage la relocalisation des chaînes de valeur et la souveraineté dans un certain nombre d'industries clés. Dans ce contexte, selon France Stratégie, la part de la valeur ajoutée manufacturière pourrait représenter environ 12 % du PIB.
- Ce scénario implique mécaniquement des besoins nouveaux en termes de foncier bâti. En considérant les estimations de France Stratégie dans ses scénarios à 12 %, ces besoins seraient de 250 à 500 hectares de foncier bâti additionnels par an.

Sources : France Stratégie, Eurostat, Banque mondiale, SDES

* la projection des surfaces a été estimée à partir d'une quote-part de bâti sur le foncier total

Sur 2027-2032, 12 500 places en résidences autonomie, parmi les habitats intermédiaires, devront être créées et ce besoin est appelé à croître

Places installées en résidences autonomie et perspectives d'évolution des besoins



11 600
nombre de places supplémentaires qu'il faut construire sur 2027-2037 par rapport à 2037-2047

43 %
part des places installées des habitats intermédiaires se trouvant dans des résidences autonomie

-2 120
variation du nombre de places installées en résidences autonomie sur 2019-2023 alors que le besoin augmente

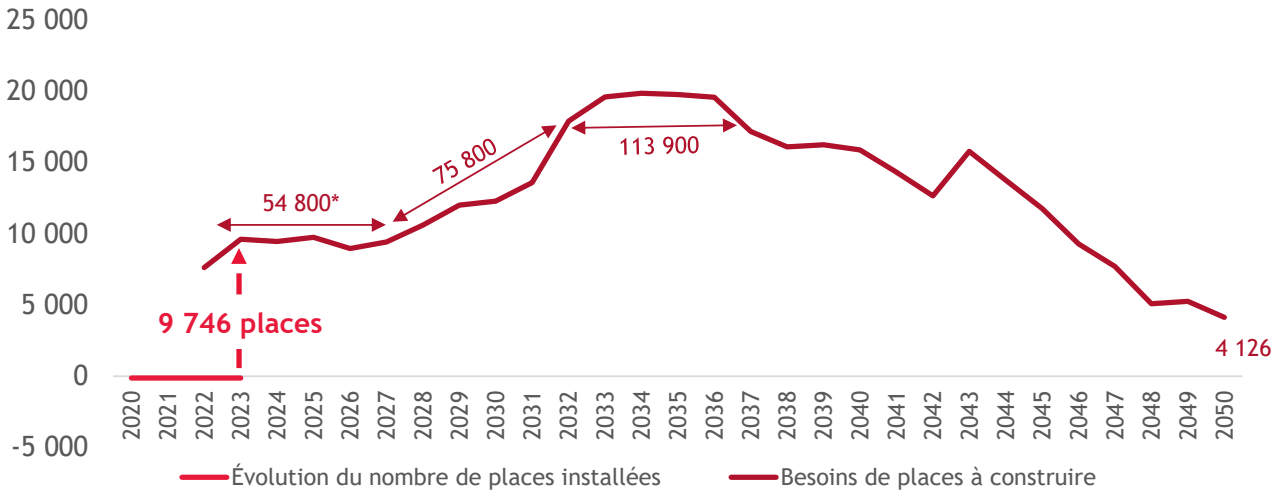
- **En 2025, la CNSA évalue à 280 000 le nombre de personnes bénéficiant d'une place en habitat intermédiaire.**
- Au sein de cet ensemble, **les résidences autonomie sont privilégiées ;** la répartition estimée est la suivante : 120 000 places dans des résidences autonomie, 100 000 appartements dans des résidences services seniors, 18 000 places en accueil familial, 13 000 logements dans des résidences intergénérationnelles, 8 000 personnes dans des habitats inclusifs, 4 000 personnes dans des « résidences accueil », et 3 700 en « cohabitation intergénérationnelle ».
- **Les années à venir concentrent de forts besoins en investissement** qui devraient ralentir entre 2034 et 2050 (cf. graphique ci-contre).
- **L'offre récente ne suit pas la demande et est même négative sur la période récente avec 530 places de moins en moyenne par an sur 2019-2023.**

Sources : Caisse nationale de solidarité pour l'autonomie (CNSA), DREES, Banque des Territoires

* Cumul des besoins sur 5 ans

C’est également le cas pour les places d’EHPAD où 76 000 places devront être construites sur la même période

Places installées en EHPAD et perspectives d’évolution des besoins (par an)



21 100
nombre de chambres supplémentaires qu’il faut construire sur 2027-2037 par rapport à 2037-2047

81 %
part des places installées par les structures d’hébergement pour personnes âgées se trouvant dans des EHPAD

- 510
variation du nombre de places installées en EHPAD entre 2019 et 2023 alors que le besoin s’accélère

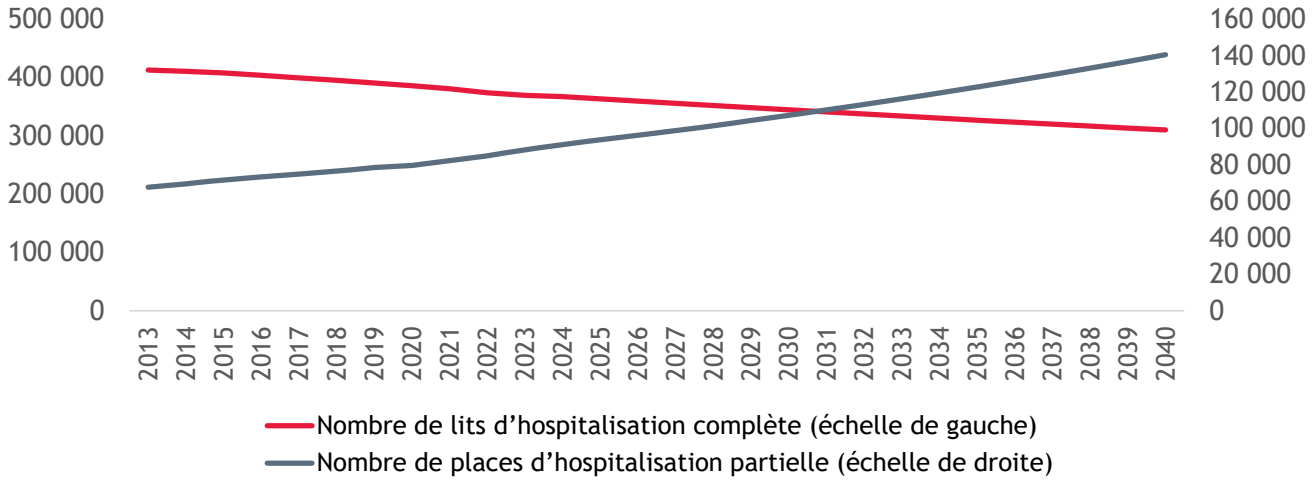
- **Le besoin de nouvelles capacités d’EHPAD va fortement s’intensifier dans les années à venir**, avec près de 75 000 chambres supplémentaires nécessaires sur 2027-2032, avant un pic encore plus marqué sur 2032-2037 (113 900 places nécessaires).
- **Cette dynamique appelle une intensification des investissements à court et moyen terme**, portée par le vieillissement démographique et l’accélération attendue des besoins d’hébergement médicalisé.
- Comme le montre le graphique ci-contre, **le besoin d’investissement va fortement augmenter dans les années à venir avant de ralentir progressivement** puis de façon plus drastique entre 2034 et 2050.
- **L’offre récente ne suit pas la demande et est même négative sur la période récente avec 127 places de moins en moyenne par an sur 2019-2023.**

Source : DREES

*Cumul des besoins sur 5 ans

Les besoins en lits d'hospitalisation partielle sont amenés à croître dans les années à venir, contrairement à ceux en hospitalisation complète

Évolution et perspectives d'évolution du nombre de lits d'hospitalisation partielle vs complète



3,1 %
évolution du nombre de lits d'hospitalisation partielle sur 2023-2024 (-0,5 % pour ceux en hospitalisation complète)

91 200
lits d'hospitalisation partielle déjà disponibles fin 2024 en France

16 940
lits supplémentaires à construire entre 2027 et 2032 selon les estimations de BDO

- **Les capacités hospitalières se transforment structurellement depuis plusieurs années au profit de l'ambulatoire**, avec une progression continue des places d'hospitalisation partielle depuis 2013.
- **Cette tendance de fond est à mettre en perspective avec le recul durable de l'hospitalisation complète.** En effet, le nombre de lits d'hospitalisation complète diminue continuellement depuis 2013, notamment du fait des tensions sur les moyens et le personnel.
- **À horizon 2040, et sans changement clair de paradigme, la trajectoire suggère une poursuite de la substitution entre lits d'hospitalisation complète et prises en charge partielles**, faisant de ces dernières un levier central d'adaptation capacitaire pour les établissements.

Sources : DREES, Estimations BDO

Avec 5 % d'immobilier non coté dans les fonds diversifiés et 10 % dans les produits retraite, 2,2 % des besoins totaux pourraient être financés en plus sur 2027-2032

Montant total disponible pour les investissements immobiliers sur 2027-2032	Scénario actuel — 8 Md€*	Scénario référence — 44 Md€*
Logements	Soit 1,6 % du besoin	Soit 8,2 % du besoin
Rénovation du parc privé et social	Soit 1,7 % du besoin	Soit 8,7 % du besoin
Réindustrialisation	Soit 14,9 % du besoin	Soit 78,1 % du besoin
Rénovation des bâtiments tertiaires	Soit 1,7 % du besoin	Soit 8,9 % du besoin
Places en habitat intermédiaire	Soit 65,5 % du besoin	Soit 3,4 fois le besoin
Places en EHPAD	Soit 103 % du besoin	Soit 5,4 fois le besoin
Lits d'hospitalisation partielle	Soit 4,5 fois le besoin	Soit 23,7 fois le besoin
Total des besoins	**Soit 0,5 % du besoin**	**Soit 2,7 % du besoin**

Source : Estimations BDO

*en euros courants, avec une perspective de 2 % d'inflation annuelle sur 2027-2032

SOMMAIRE

X **Annexes**

- Diagnostic du marché français p.50
- Benchmark international p.62
- Estimation du potentiel de financement p.100
- **Méthodologie** p.112

L'étude menée par BDO a été conduite en quatre étapes, du diagnostic à au rôle d'une allocation immobilière renforcée dans l'épargne retraite

1 - Audit des données et diagnostic de la situation française	2 - Revue de littérature	3 - Benchmark international	4 -Estimation du potentiel de financement d'une allocation renforcée
Établir un cadrage global et un état factuel national	Définir une allocation cible	Comparer la place de l'immobilier, et ses formes, dans les portefeuilles	Estimer les impacts de long terme d'une allocation augmentée
A travers l'exploitation et la valorisation des données publiques, BDO a pu établir un diagnostic sur le marché français : 1. Etude du patrimoine des ménages français 2. Mise en avant de la place de l'immobilier dans l'épargne des Français et présentation du système de retraite 3. Etude approfondie sur l'épargne retraite et l'épargne salariale ≈10 entretiens menés avec des acteurs du secteur sur toute la chaine de valeur (de la conception à la liquidation) ont permis d'établir une estimation de la faible part d'immobilier non coté dans les différents produits d'épargne retraite. Ces entretiens ont aussi permis d'identifier les freins à l'intégration de l'immobilier.	1. La sélection d'une vingtaine d'étude scientifique – sur une base d'environ 150 – a permis à BDO de dégager les recommandations sur les allocations cibles en immobilier (en distinguant leur part de coté et non coté) dans différents contextes de placement et différents systèmes de retraite. 2. Cette phase a permis à BDO de construire les cibles d'allocation en immobilier non coté dans l'épargne retraite dans le cadre de la quatrième phase de cette étude (10% d'immobilier non coté dans les produits retraite (PER et anciens contrats) et 5% dans l'épargne salariale).	1. L'étude des systèmes de retraite et de la place de l'immobilier (et de ses différentes formes quand cela était possible) au sein des produits d'épargne retraite dans 8 pays (Allemagne, Pays-Bas, Danemark, Royaume-Uni, Suède, Australie, Canada et Suisse) a permis à BDO d'affiner les conclusions de la phase 2 de revue de littérature et donc de préciser l'allocation cible en immobilier pouvant être visée dans le cadre des projections de la phase 4.	1. BDO a estimé les besoins en construction et en rénovation sur la période 2027-2032 – pour les logements, les bâtiments tertiaires et industriels. L'estimation de ces besoins s'élève à environ 1 600 Md€ avec une accélération nécessaire des investissements d'environ 500 Md€ par rapport à la période actuelle. 2. En utilisant la fourchette d'allocation cible en immobilier non coté, définie grâce à la revue de littérature et au enchmark international, BDO a estimé que l'augmentation des placements en immobilier non coté pourrait contribuer à financer 44 Md€ soit environ 8 % des besoins additionnels identifiés.



LEXIQUE

Lexique (1/3)

Notion	Définition
Investissement immobilier non coté	L'investissement immobilier non coté désigne l'acquisition, par plusieurs investisseurs différents, d'actifs immobiliers non cotés, pilotés par une société spécialisée. Ce phénomène permet aux actifs d'être à la fois plus accessibles (car le ticket d'entrée est divisé), mais également moins risqués (car le risque est, lui aussi, partagé) pour les investisseurs.
Immobilier direct	L'immobilier direct implique l'achat de biens physiques, dont l'investisseur est propriétaire et responsable de la gestion.
Immobilier indirect	L'immobilier indirect consiste à investir dans des parts de sociétés qui gèrent des portefeuilles de biens immobiliers.
FIA	Les fonds d'investissement alternatifs en immobilier sont des véhicules d'investissement collectif relevant de la directive AIFM agréés ou déclarés à l'AMF et dont l'actif est majoritairement investi en biens immobiliers. Ces FIA regroupent ceux « par nature », expressément listés dans le code monétaire et financier (les SCPI et les OPCI) et les « Autres FIA » qui sont des véhicules d'investissement collectif non expressément listés dans le même code mais qui répondent à la définition de FIA au sens de la directive AIFM.
SCPI	La Société Civile de Placement Immobilier est un véhicule d'investissement collectif dont l'actif est investi quasi exclusivement en biens immobiliers. Il s'agit d'un FIA, régulé par l'AMF et classifié par le code monétaire et financier comme fonds ouvert à des investisseurs non professionnels.
OPCI	L'Organisme de Placement Collectif Immobilier est un véhicule d'investissement collectif dont l'actif est investi à plus de 60 % en biens immobiliers. Il s'agit d'un FIA au sens de la directive AIFM, agréé par l'AMF et classifié par le code monétaire et financier comme fonds ouvert à des investisseurs non professionnels.
OPPCI	L'Organisme Professionnel de Placement Collectif Immobilier est un véhicule d'investissement collectif dont l'actif est investi à plus de 60 % en biens immobiliers. Il s'agit d'un FIA au sens de la directive AIFM, agréé par l'AMF et classifié par le code monétaire et financier comme fonds dont la souscription est réservée à des investisseurs professionnels.
Autre FIA / FIA « par objet »	Un FIA « par objet » (ou « Autre FIA ») est un véhicule d'investissement collectif qui répond à la définition de FIA au sens de la directive AIFM mais qui, contrairement aux FIA « par nature » (SCPI et OPCI par exemple), n'est pas expressément listé dans le code monétaire et financier et est simplement déclaré à l'Autorité des marchés financiers (AMF).
SIIC	Les sociétés d'investissement immobilier cotées permettent d'investir à la fois en bourse et dans l'immobilier. Elles ont pour objet l'acquisition, la construction et la gestion d'un patrimoine immobilier locatif. Les SIIC doivent redistribuer à leurs actionnaires au moins 95 % des loyers perçus et 70 % des plus-values réalisées. Contrairement aux SCPI et aux OPCI, les SIIC sont cotées en bourse. La valeur des SIIC est liée au marché boursier et peut subir de fortes variations, à la hausse comme à la baisse.

Sources : ASPIM, moncercleimmo.com, Crédit Agricole, AMF

Lexique (2/3)

Notion	Définition
Fonds en euros	Le fonds en euros est un placement sécurisé proposé dans les contrats d'assurance-vie et les Plans d'Épargne Retraite (PER). L'assureur s'engage à restituer le capital investi, généralement hors frais de gestion, et à y ajouter chaque année une participation aux bénéfices, ce qui garantit que les intérêts ne peuvent pas être remis en cause une fois crédités. Il constitue la poche sécurisée des contrats.
Unité de compte (UC)	Une unité de compte est un support d'investissement d'assurance-vie ou de PER dont la valeur n'est pas garantie et fluctue selon les marchés financiers ou immobiliers. Elle est exprimée en parts, dont le prix varie, contrairement au fonds en euros où le capital est garanti.
Gestion pilotée	La gestion pilotée consiste à confier la gestion d'un contrat d'assurance-vie ou d'un portefeuille financier à un professionnel de la finance. Ce gestionnaire, souvent une société de gestion de portefeuille ou une banque, prend les décisions d'investissement et réalise les arbitrages entre différents supports (fonds en euros, actions, obligations, ETF, etc.) sans que l'épargnant ait à intervenir au quotidien.
Ratio de Sharpe	Le ratio de Sharpe est un indicateur qui mesure combien de rendement supplémentaire un investissement a généré pour le risque qu'il a fallu prendre. Il se calcule en rapportant le rendement obtenu au-delà du taux sans risque à la volatilité du placement. À conditions comparables, un Sharpe plus élevé signifie donc que l'investisseur a été mieux rémunéré pour le niveau de risque supporté. Par exemple, entre deux fonds ayant le même rendement, celui qui a été le moins volatil aura le meilleur ratio de Sharpe.
Immobilier coté	L'immobilier coté consiste à acheter en Bourse des actions de sociétés immobilières (par exemple des REIT ou des SIIC) : leur prix évolue en continu avec le marché boursier et elles peuvent généralement être achetées ou vendues rapidement.
Immobilier non coté	L'immobilier non coté passe par des véhicules qui ne sont pas négociés en Bourse, comme les SCPI ou certains fonds immobiliers institutionnels : leur valeur est généralement calculée périodiquement à partir de la valeur des immeubles et leur liquidité est plus faible.
SCPI à capital fixe	Il s'agit de « fonds fermés » pour lesquels l'investisseur peut acquérir des parts : - sur le marché primaire lors de la constitution de la SCPI (les membres fondateurs doivent souscrire intégralement le capital initial et conserver leurs parts durant 3 ans) ou lors d'augmentations de capital ultérieures, décidées par l'assemblée générale des associés (à condition que le capital initial ait été intégralement libéré et que les offres de cession de parts inscrites sur le carnet d'ordre depuis plus de 3 mois aient été satisfaites) ; - sur le marché secondaire, dont le prix des parts ne reflète pas l'évolution de la valeur des actifs détenus par la SCPI, mais dépend de l'offre et de la demande. La société de gestion intervient comme un teneur de marché sans toutefois garantir la liquidité. Les ordres sont inscrits sur un registre tenu au siège de la SCPI, et l'inscription s'effectue de manière chronologique ; ou de gré à gré entre associés (les statuts peuvent prévoir une clause d'agrément).
SCPI à capital variable	Il s'agit de « fonds ouverts » dont le capital évolue en permanence au gré des souscriptions et des retraits, entre un minimum et un maximum fixés par les statuts. L'investisseur souscrit des parts à un prix fixé par la société de gestion, qui ne peut s'écarter de plus de 10 % de la valeur de reconstitution sans justification auprès de l'AMF. Pour sortir, l'associé demande le retrait de ses parts, remboursées à la valeur de retrait lorsque des souscriptions compensent ces demandes. À défaut, les demandes sont inscrites sur un registre par ordre chronologique et peuvent être servies par un fonds de remboursement s'il existe : la liquidité n'est donc pas garantie.

Sources : ASPIM, EPRA, INREV, finary.com, manouvellevie.groupama.fr, moneyvox.fr

Lexique (3/3)

Notion	Définition
Valeur de retrait	La valeur de retrait correspond au montant net revenant à l'associé lors du retrait de ses parts d'une SCPI à capital variable, sous réserve des conditions de liquidité applicables. Elle est égale au prix de souscription diminué de la commission de souscription, conformément au règlement général de l'AMF.
Valeur de réalisation	La valeur de réalisation d'une SCPI correspond à la valeur réelle de son patrimoine immobilier et financier, déduction faite des dettes, et reflète ce que percevrait un investisseur en cas de liquidation.
Fonds à date cible	Les fonds à date cible sont des portefeuilles diversifiés qui ajustent automatiquement leur allocation d'actifs pour accompagner l'investisseur jusqu'à sa retraite, en réduisant progressivement le risque au fil du temps.
Lissage de la performance	Phénomène fréquent dans les actifs non cotés et peu liquides, notamment l'immobilier. Comme les immeubles ne sont pas vendus tous les jours, leur valeur est estimée périodiquement par des experts à partir de transactions comparables et d'autres hypothèses. Ces évaluations réagissent généralement plus lentement aux mouvements du marché que les prix d'actifs cotés. La performance publiée paraît donc plus régulière, avec moins de hausses et de baisses brutales. Cela peut donner l'impression que le placement est moins volatil qu'il ne l'est économiquement : le risque n'a pas disparu, il apparaît simplement de manière retardée et atténuée dans les valorisations.
Look-through	Méthode qui consiste à « regarder à travers » un fonds pour identifier ce qu'il détient réellement.
Rendement de protection	Le rendement de protection est la partie attribuée à un participant afin de réduire l'effet des variations de taux d'intérêt sur la valeur de sa pension future : cette protection est généralement plus importante pour les personnes proches ou déjà à la retraite.
Surrendement	Le surrendement correspond ensuite à la partie du rendement collectif restant après attribution du rendement de protection ; elle rémunère davantage la prise de risque et peut être positive ou négative. Les jeunes participants en reçoivent généralement une exposition plus importante, car leur horizon de placement est plus long.
REIT	Un REIT est une société cotée en bourse qui permet d'investir indirectement dans l'immobilier générateur de revenus.
Fonds « core »	Fonds immobilier suivant une stratégie considérée comme relativement prudente au sein de l'immobilier non coté. Il investit principalement dans des immeubles déjà construits, loués et générant des loyers réguliers, souvent situés dans des marchés établis et avec une bonne qualité locative. Il utilise généralement peu d'endettement et réalise peu ou pas de développement immobilier. L'essentiel du rendement attendu provient donc des revenus locatifs, plutôt que d'une forte prise de risque destinée à transformer puis revendre les immeubles.
Liquidité d'un produit	Un actif financier (actions, obligations, part d'un fonds d'investissement, etc.) est considéré comme liquide lorsqu'il existe un marché « secondaire » permettant de l'acheter ou de le vendre rapidement à un prix proche du prix affiché. La liquidité reflète donc la facilité avec laquelle cet actif peut être échangé. Ainsi, plus un marché est liquide, plus il est aisé, rapide et peu coûteux d'y réaliser des transactions, en raison du grand nombre d'acheteurs et de vendeurs.
ELTIF 2	Règlement européen entré en vigueur en janvier 2024. Les fonds ELTIF sont des FIA investissant dans des actifs favorisant le financement d'investissements à long terme dans l'économie réelle, conformément à l'objectif de l'Union européenne d'une croissance intelligente, durable et inclusive.

Sources : AMF, INREV, hagnere-patrimoine.fr, MSCI, reit.com, heinekenpensioenfonds.nl, wtpdatalab.com



Arthur CLUET
Associé - BDO Advisory
Arthur.cluet@bdo.fr

Pierre CAVE
Associé - BDO Advisory
Pierre.cave@bdo.fr

Ce document a été établi sur la base des besoins et informations que vous nous avez communiqués, par référence à votre contexte et en fonction de l'environnement juridique et économique actuel. Dans ce cadre, le contenu constitue notre réponse originale élaborée à partir de nos méthodes, processus, techniques et savoir-faire. De ce fait, le contenu ainsi que le support sont notre propriété.
Ce document, réservé à votre seul usage interne, tant dans sa forme que son contenu, est confidentiel. Il ne peut être divulgué à des tiers qu'avec notre accord. Il est régi par les conditions générales d'exécution des services de BDO en vigueur à la date de son émission.

L'immobilier non coté dispose pourtant d'un potentiel réel dans cette épargne, mais plusieurs freins limitent encore son intégration

L'immobilier non coté dispose d'un potentiel de développement réel…

L'immobilier est très présent dans le patrimoine des ménages, mais essentiellement en direct ; l'immobilier non coté, permettant de diversifier et de mutualiser les risques au-delà du simple usage, représente moins de 0,5 % du patrimoine financier des ménages, et reste donc marginal.

Avec un système de retraite de plus en plus tendu, le PER et l'épargne salariale ont vocation à jouer un rôle croissant : leur collecte devrait augmenter, ce qui renforce l'enjeu d'une allocation bien pensée. Cette situation constitue une opportunité pour l'immobilier non coté.

… mais il existe de nombreux freins à son intégration

1 Réglementation

- Aucun plafond global pour l'immobilier dans le PER, mais le plancher de non coté de la Loi Industrie Verte exclut les fonds immobiliers.
- En épargne salariale, le plafond de 30 % par OPCI dans un FCPE, relevé en 2015, reste très peu utilisé.
- Depuis mai 2026, aucun nouvel « Autre FIA » ne peut plus être référencé en UC dans le PER.

2 Fiscalité

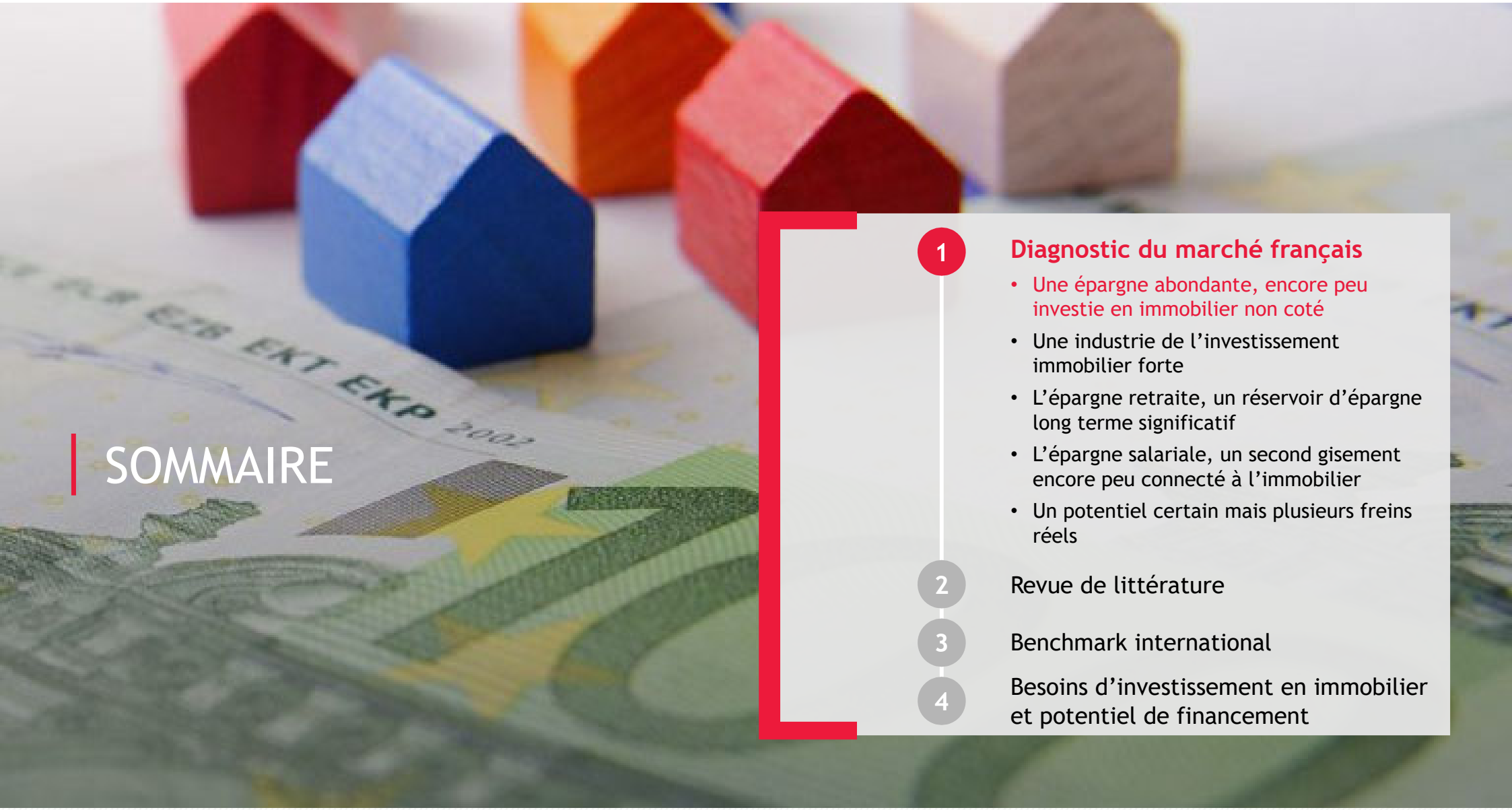
- Une déduction à l'entrée peu incitative concernant les PER pour les ménages faiblement imposés.
- Une fiscalité qui avantage les investissements à l'étranger : les revenus fonciers étrangers échappent aux 17,2 % de prélèvements sociaux ; 74,5 % des acquisitions des SCPI ont été réalisées hors de France en 2025.

3 Adéquation de l'offre

- Un immobilier non coté quasi absent de l'épargne salariale (≈0,5 %).
- Des contraintes de liquidité et de valorisation qui limitent les supports compatibles avec les FCPE et la gestion pilotée.
- Un référencement dépendant d'une chaîne d'acteurs aux objectifs parfois divergents.

4 Pédagogie

- Un support encore peu choisi : 8 % des 35-54 ans et 2 % des 55 ans et plus.
- Des performances méconnues : TRI sur 15 ans de 5,3 % (SCPI) et 2,2 % (OPCI), contre 2,3 % pour l'assurance-vie.
- Une exposition immobilière insuffisamment documentée dans les statistiques publiques, limitant le pilotage des allocations.



SOMMAIRE

1 **Diagnostic du marché français**

- Une épargne abondante, encore peu investie en immobilier non coté
- Une industrie de l'investissement immobilier forte
- L'épargne retraite, un réservoir d'épargne long terme significatif
- L'épargne salariale, un second gisement encore peu connecté à l'immobilier
- Un potentiel certain mais plusieurs freins réels

2 Revue de littérature

3 Benchmark international

4 Besoins d'investissement en immobilier et potentiel de financement