

CONSEIL D'ORIENTATION DES RETRAITES

Séance plénière du 11 juillet 2018 à 9h30

« Engagements, réserves et dettes du système de retraite »

Document n° 01

<i>Document de travail, n'engage pas le Conseil</i>

Note de présentation générale

Secrétariat général du Conseil d'orientation des retraites

Note de présentation générale

Les principes de répartition et de contributivité au cœur du système de retraite français ont pour corollaire que les pensions versées aux retraités sont financées, pour l'essentiel, par un prélèvement sur les revenus d'activité.

L'équilibrage financier année par année d'un système de retraite par répartition se heurte à des contraintes démographiques, économiques et comptables. D'une part, la structure démographique des régimes, et notamment la détérioration du ratio rapportant le nombre de cotisants au nombre de retraités, peut inciter les régimes à lisser dans le temps les évolutions des paramètres nécessaires à l'équilibre financier annuel en constituant des *réserves de lissage*. D'autre part, des chocs économiques peuvent entraîner des déséquilibres infra-annuels et la constitution de *réserves de précaution*. Enfin, des pratiques de règlement, notamment des décalages de quelques jours entre l'encaissement des cotisations et le paiement des pensions, nécessite la constitution de *fonds de roulement*.

En outre, l'appréciation de la pérennité financière d'un système financé en répartition implique d'avoir une vision de long terme et d'évaluer les engagements du système de retraite, vis-à-vis des retraités et cotisants actuels mais également vis-vis des générations futures. Ces engagements sont sensibles aux hypothèses démographiques relatives à la mortalité et à la fécondité.

Le dossier comprend quatre parties. La première partie est consacrée à l'évaluation des engagements du système de retraite français : comment les calculer, quelle est leur valeur et leur sensibilité aux hypothèses démographiques ? Dans la deuxième partie, on s'intéresse au rôle du Fonds de Réserve pour les Retraites (FRR) dans l'équilibre financier du système de retraite français, dans une perspective historique mais également dans une vision prospective. La troisième partie est dévolue à l'examen des « réserves » des régimes de retraite obligatoires, qu'ils soient gérés en répartition ou en capitalisation. Enfin, la dernière partie revient sur les principaux acteurs de la gestion de la dette des régimes de retraite français.

1. Les engagements du système de retraite : comment les calculer et que valent-ils ?

Dans ses rapports annuels, le Conseil d'orientation des retraites présente l'évolution des grands agrégats pertinents pour évaluer la pérennité financière du système de retraite, notamment la part des dépenses de retraite dans le PIB, des ressources finançant ces dépenses, et des soldes financiers qui en résultent. Ces indicateurs qui rapportent des flux annuels à la valeur ajoutée peuvent être complétés en cumulant les flux annuels de dépenses ou de soldes, pour un indicateur synthétique représentatif des engagements de long terme du système de retraite.

1.1. Comment évaluer les engagements du système de retraite ?

Le **document n° 2** s'inscrit dans cette logique. Dans un premier temps, il présente les concepts pertinents pour apprécier les engagements implicites du système de retraite. A la différence de la dette « explicite » des administrations publiques qui regroupe des engagements fermes à rembourser des sommes empruntées, que ce soit par contrat ou en fonction de dispositions légales non révisables, la dette « implicite » des régimes de retraite

comprend des engagements qui ne sont pas contractuels ou qui ne sont pas inscrits de façon irréversible dans la loi¹. On définit cette dette implicite comme l'ensemble des droits à la retraite à honorer dans le futur sur la base des règles existantes ou déjà programmées dans le cadre des réformes adoptées.

Il n'existe pas une méthode unique pour le calcul des engagements du système de retraite mais un éventail d'approches possibles qui conduisent à des ordres de grandeur très différents, et très sensibles aux hypothèses de calcul.

De manière schématique, deux types d'approches peuvent être adoptés. La première méthode mesure les engagements envers les assurés affiliés au système, qu'il s'agisse des retraités ou des cotisants actuels, au moment de l'évaluation. La seconde qui s'inscrit dans une perspective intertemporelle en phase avec la notion de pacte social qui unit les générations prend également en compte les flux de prestations (nettes des cotisations) à verser aux générations qui n'ont pas encore commencé à cotiser.

Figure 1. Méthodes d'évaluation des engagements du système de retraite

Droits acquis par les individus à la retraite + droits acquis par les cotisants actuels (sur la base de leurs cotisations passées)	Engagements en « droits acquis »	Engagements en « système fermé »	Engagements en « système ouvert »
+ droits à acquérir par les cotisants actuels, nets de leurs cotisations futures			
+ droits futurs des générations courantes ou futures qui n'ont pas commencé à cotiser nets des cotisations acquittées pendant leur vie active			

a) Droits acquis et système fermé

La première méthode, inspirée des pratiques comptables d'entreprise, se décline elle-même en deux techniques d'évaluation : l'une dite en « droits acquis », l'autre en « système fermé ». Dans la méthode des « droits acquis », on comptabilise les engagements du système de retraite vis-à-vis des affiliés ayant déjà acquis des droits : d'une part les pensions à servir aux retraités actuels jusqu'à leur décès (ou jusqu'au décès du conjoint si le régime promet des réversions), d'autre part la quote-part des pensions à servir aux cotisants en cours de carrière, sur l'ensemble de leur période de retraite future. Pour ces cotisants actuels, la partie des droits qu'il leur reste à acquérir jusqu'à leur départ à la retraite, n'est donc pas comptabilisée dans les engagements du système. Dans la méthode du « système fermé », les cotisants actuels continuent d'acquérir des droits sur lesquels le système s'engage : la méthode du « système fermé » ajoute donc aux engagements « en droits acquis » la somme actualisée des droits qui restent à acquérir par les cotisants actuels nets de leurs cotisations futures, à législation constante. En revanche, le système est fermé aux « nouveaux entrants », c'est-à-dire les générations nées ou à naître qui n'ont pas encore commencé à cotiser.

¹ Même si la loi du n° 2014-40 du 20 janvier 2014 garantissant l'avenir et la justice du système de retraites mentionne dans son article 1 un « pacte social qui unit les générations ».

Quels ingrédients sont nécessaires pour ces deux techniques d'évaluation des engagements de retraite ? Que ce soit en « droits acquis » ou en « système fermé », le calcul des engagements nécessite :

- l'utilisation de tables de mortalité pour calculer la durée espérée de versement des prestations ;
- le choix d'un taux d'actualisation, pour rapporter à une unité de mesure commune des sommes versées à différentes dates futures ;
- une hypothèse d'invariance de la législation relative aux droits à prestations (hypothèse d'indexation des pensions).

En outre, la méthode en « système fermé » nécessite un ingrédient supplémentaire qui est la projection des fins de carrière des individus ayant déjà acquis des droits dans le système.

La méthode en « système fermé » conduit à une évaluation identique des engagements de retraite à la méthode en « droits acquis » dans un cas (théorique) particulier : lorsque le système de retraite est parfaitement contributif, que l'économie croît de manière régulière² et que les engagements sont actualisés au taux de rendement actuariel du système de retraite. Dans ce cas, les cotisations qu'il reste à verser par les actifs présents dans le système sont égales (en valeur actuelle probable) aux prestations qu'ils recevront au titre de ces droits résiduels à acquérir. Par conséquent, l'engagement supplémentaire au titre des droits qu'il reste à acquérir par les cotisants présents dans le système est nul.

Lorsque le taux d'actualisation s'écarte du taux de rendement actuariel du système de retraite, les deux méthodes donnent des résultats différents ; plus le taux d'actualisation est élevé, plus les engagements calculés en système fermé seront faibles, et plus sensibles au taux d'actualisation, que ceux calculés par la méthode des droits acquis.

Ces deux méthodes d'évaluation ont le mérite de la (relative) simplicité et de la (relative) économie en hypothèses. Elles indiquent le montant de provisionnement nécessaire pour faire face aux engagements promis aux assurés sociaux actuels. La question d'un provisionnement intégral d'un système de retraite géré en répartition reste cependant rhétorique. Par ailleurs, ces deux méthodes sont peu éclairantes pour comparer des engagements dans le temps ou entre pays. Enfin, elles sont peu robustes pour des évaluations de réformes car elles donnent un poids important aux générations à la retraite ou proches de la retraite, alors même que ce sont en général les générations les plus épargnées par des réformes.

b) Système ouvert

Les approches en « droits acquis » ou en « système fermé » renvoient à une logique d'évaluation des engagements d'un système de retraite dont on envisage la fermeture, immédiate ou progressive. Si ces approches ont pu être utiles au Chili pour transférer les engagements de l'ancien système géré en répartition dans le nouveau système en capitalisation au début des années 1980, leur utilité est limitée en France.

Prenant pour acquise la pérennité du système de retraite par répartition en France, d'autres indicateurs d'engagement peuvent être proposés qui s'appuient sur des projections de

² La croissance est dite régulière (ou d'état régulier ou d'état stationnaire) lorsque le salaire réel est égal à la productivité (marginale) du travail et que le rendement réel du capital est égal au taux de croissance réel de la production. Ce taux de croissance réel est lui-même égal à la somme du taux de croissance de la productivité du travail et du taux de croissance de la population active.

cotisations et de prestations sous des hypothèses réalistes de flux d'entrées et de sorties du système.

À législation inchangée, un ensemble d'hypothèses démographiques (flux de sortants et d'entrants dans le système) et macroéconomiques (croissance, taux de chômage, évolution des salaires, etc.) permet de projeter l'évolution future des prestations et des cotisations et ainsi une chronique de déficits futurs. Il s'agit alors de résumer cette information en un indicateur unique et on retient généralement trois manières de la synthétiser :

- la « dette implicite *ex ante* » mesure le montant qu'il faudrait placer aujourd'hui à un certain taux d'intérêt pour couvrir les besoins de financement futurs ; on peut aussi parler de somme des besoins de financement actualisés ;
- la « dette explicite *ex post* » montre l'évolution future de la dette publique à législation inchangée lorsque les besoins de financement projetés sont réalisés et financés par endettement ; c'est le niveau de dette qui serait atteint à un horizon donné en l'absence d'ajustement ;
- « l'écart de financement actualisé » ou « *tax gap* » traduit le montant en points de PIB du surcroît de recettes ou d'économies en dépenses qu'il faudrait effectuer durablement pour couvrir les besoins de financement futurs liés aux systèmes sociaux, à politique inchangée.

Encadré 2 : liens entre dette implicite *ex ante*, dette implicite *ex post* et *tax gap*

On se place à un instant initial $t=0$ et on évalue les engagements selon chacune des méthodes. On suppose que le taux d'intérêt (r) et le taux de croissance économique (g) sont constants sur l'ensemble de la période de projection. L'horizon de projection est T , éventuellement infini.

La « dette implicite *ex ante* » est égale à la somme actualisée des besoins de financement, c'est-à-dire la somme actualisée des différences entre prestations et cotisations.

La dette implicite *ex post* est égale à la somme capitalisée des besoins de financement. Elle est donc égale à la dette implicite *ex ante*, multipliée par un facteur de capitalisation (des charges d'intérêt) jusqu'à l'horizon T : $\text{dette } ex \text{ post} = \text{dette } ex \text{ ante} * (1+r)^T$;

Le *tax gap* est le taux de prélèvement additionnel sur le PIB, supposé constant sur l'horizon de projection, nécessaire pour couvrir l'ensemble des besoins de financement futurs. Il existe une relation entre dette implicite *ex ante* et *tax gap* : au moment de l'estimation, le *tax gap* est égal au ratio rapportant la dette implicite *ex ante* au PIB multiplié par l'écart entre taux d'intérêt et taux de croissance : $\text{tax gap} = (\text{dette } ex \text{ ante} / \text{PIB initial}) * (r-g)$.

Les trois indicateurs diffèrent uniquement dans la façon de résumer l'information donnée par cette chronique de besoins de financement futurs. Les problèmes d'estimation sont communs aux trois indicateurs qui dépendent de manière cruciale du choix de l'horizon de projection et du taux d'actualisation. Les ordres de grandeurs sont cependant différents : la dette *ex post* est nécessairement plus élevée que la dette *ex ante* (voir encadré). Cependant, le *tax gap* s'avère le moins sensible aux hypothèses relatives au taux d'actualisation : un taux d'intérêt plus élevé (à taux de croissance économique égal par ailleurs) majore la charge d'intérêt, mais minore la valeur actuelle des besoins de financement futurs.

1.2. Que valent les engagements du système de retraite français dans l'optique de la comptabilité publique ?

L'INSEE procède à l'estimation des engagements de retraite vis-à-vis des ménages, dans le cadre des informations que les pays membres de l'Union européenne doivent transmettre à la Commission européenne en application du règlement 549/2013 relatif au Système européen de comptes (dit « SEC 2010 »).

Comme le rappelle le **document n° 2**, le terme « engagements » est assez naturel lorsqu'il s'agit d'évaluer les encours gérés par les fonds de pension qui sont juridiquement la propriété des personnes couvertes par les fonds. Pour les régimes financés en répartition, la situation est différente puisque les assurés sociaux ne sont pas propriétaires des cotisations qu'ils ont versées. Par conséquent, dans le cadre central de la comptabilité nationale, aucun passif n'est inscrit au bilan des administrations publiques au titre des pensions de retraite à verser dans l'avenir. En particulier, les « engagements » de retraite des administrations publiques ne peuvent être assimilés à une forme de dette publique telle qu'elle est évaluée et notifiée chaque année à la Commission européenne dans le cadre de la procédure de déficit excessif.

Pour l'ensemble des régimes, les engagements sont évalués selon la méthode des « droits acquis ». Le taux d'actualisation retenu dans le scénario central est égal à 3 % en termes réels – un choix commun à l'ensemble des pays de l'Union européenne – avec deux variantes de taux d'actualisation, l'une à 2 % et l'autre 4 %.

À fin 2015, les engagements de l'ensemble des régimes obligatoires de retraite s'élevaient à 8 108 milliards d'euros (soit 3,7 années de PIB), sous l'hypothèse d'un taux d'actualisation égal à 3 % en termes réels ; pour un taux d'actualisation de 2 % en termes réels, plus prudent et plus proche des scénarios de progrès de productivité du COR, les engagements de l'ensemble des régimes s'élevaient à 9 804 milliards d'euros. Les engagements du régime de la fonction publique d'État en représentent environ 14 %.

1.3. Une mesure du tax gap et du pension gap dans les projections du COR de juin 2018

En cohérence avec la nature même du système de retraite géré en répartition, le COR a publié dans son rapport annuel de juin 2018 les indicateurs de *tax gap* et de *pension gap*. Ces indicateurs sont calculés sur les soldes financiers définis selon la convention COR (c'est-à-dire que les taux de cotisation et de subvention d'équilibre pour les régimes qui y ont recours sont figés à leur niveau de 2017). La convention PIB (stabilisant les contributions et subventions d'équilibre en proportion du PIB) ou la convention CCSS (dans laquelle les cotisations et subventions d'équilibre évoluent de manière à équilibrer chaque année le solde financier des régimes) fourniraient des estimations différentes, la convention PIB minorant le *tax gap* et la convention CCSS le majorant.

Dans le scénario de progrès de productivité tendanciel de 1 % (et sous l'hypothèse d'un taux de chômage de long terme de 7 %), l'équilibre financier du système de retraite sur les 25 prochaines années pourrait être assuré, soit en augmentant dès 2018 de 1,4 point le taux de cotisation, soit en abaissant de 4,7 % toutes les pensions de retraite. Dans le scénario 1,8 %, un *tax gap* de 0,2 point ou bien un *pension gap* de 0,8 % assurerait l'équilibre financier en moyenne sur la période.

Si l'horizon retenu était 2070, et sous la même hypothèse de taux de chômage tendanciel, les ajustements à opérer imposeraient un *tax gap* de 2,1 point et un *pension gap* de 6,8 % dans le scénario 1 %. En revanche, dans le scénario 1,8 %, le *tax gap* deviendrait, négatif, et le *pension gap* positif : les progrès de productivité seraient suffisants, soit pour réduire les prélèvements, soit pour augmenter les pensions, tout en maintenant un équilibre financier du système de retraite en moyenne sur la période 2018-2070.

1.4. Quelle est la sensibilité des engagements du système de retraite à l'augmentation de l'espérance de vie et aux autres évolutions démographiques ?

Le vieillissement de la population française depuis 1946 a un impact direct sur le rapport entre le nombre de cotisants et le nombre de retraités, modifiant toutes choses égales par ailleurs la situation financière des régimes. Ce vieillissement se fait « par le haut », c'est-à-dire par une croissance du nombre de plus de 60 ans, qui tient à deux facteurs : l'allongement de la durée de vie et l'arrivée aux âges élevés des générations nombreuses du *baby-boom*.

L'augmentation séculaire de l'espérance de vie se traduit par une détérioration structurelle du rapport entre cotisants et retraités et appelle à des modifications des paramètres du système de retraite en jouant sur les trois leviers traditionnels (taux de prélèvements, pension relative ou âge de la retraite) ou encore à l'adoption de modalités de calcul intégrant automatiquement l'allongement de l'espérance de vie afin de ne pas s'éloigner durablement de l'équilibre.

En revanche, un choc démographique transitoire tel que, par exemple l'excédent de naissances puis de retraités lié au *baby-boom*, peut éloigner transitoirement de l'équilibre sans que cela nécessite de recourir à des modifications pérennes des paramètres, soit en accumulant des réserves (en cas de choc positif), soit en émettant de la dette ou en ayant recours aux réserves accumulées antérieurement (en cas de choc négatif). À ce titre, un fonds de réserve peut être considéré comme un levier complémentaire du financement du système de retraite par répartition.

Dans le cadre des réflexions sur une réforme du système actuel, le **document n° 3** se propose de décomposer les évolutions de la situation financière du système de retraite imputables à la démographie, en distinguant les parts respectives de l'allongement de l'espérance de vie et du *baby-boom*.

Pour cela, la situation financière du système de retraite est simulée à l'aide de la maquette du secrétariat général du COR en neutralisant les évolutions démographiques à l'œuvre depuis 1946 liées à l'évolution de la fécondité (c'est-à-dire principalement les effets du *baby-boom*) et à celle de la mortalité depuis 2006 (date d'arrivée à l'âge de 60 ans des générations nombreuses nées à partir de 1946).

Il apparaît ainsi que la croissance des effectifs de retraités à l'horizon 2070 provient dans un premier temps de l'arrivée progressive des générations du *baby boom* à l'âge de la retraite puis, à partir des années 2050, les effets des gains d'espérance de vie postérieurs à 2006 deviennent prédominants.

Les ressources du système rapportées au PIB étant quasiment insensibles aux hypothèses d'allongement d'espérance de vie et au choc du *papy-boom*, l'impact du vieillissement sur les soldes financiers résulte principalement de l'évolution des dépenses. En 2017, la masse des dépenses observée est de 8,4 % plus élevée qu'en l'absence de vieillissement. Compte tenu

des progressions respectives des effectifs et de la pension moyenne, cette masse de dépenses augmenterait de 106,2 % jusqu'en 2070 dans le scénario 1,3 % de progrès de productivité tendancielle, et de 66 % dans la variante hors vieillissement. La croissance des dépenses proviendrait pour près de 34 points des gains d'espérance de vie et de près de 16 points du *papy boom*. Comme pour les effectifs de retraités, la contribution de l'espérance de vie devient majoritaire au cours des années 2050.

2. Le Fonds de réserve pour les retraites : quel rôle dans l'équilibre financier du système de retraite ?

Le **document n° 4** rappelle les missions du Fonds de réserve pour les retraites (FRR), créé par la loi de financement de la sécurité sociale pour 1999 pour contribuer à la pérennité du système de retraite français au cours des décennies suivantes. Instrument de solidarité entre les générations, le FRR était initialement destiné à prendre en charge à partir de 2020 une partie des dépenses du régime général et des régimes alignés, afin d'amortir pour ces régimes les surcoûts générés par les retraites des générations du *baby-boom*.

La loi de financement de la sécurité sociale pour 2011 a modifié la mission initiale du FRR et précisé l'horizon de décaissement de ses actifs. L'ensemble des recettes initialement dévolues au FRR ont été affectées à la Caisse d'amortissement de la dette sociale (CADES) et au Fonds de solidarité vieillesse (FSV). Depuis le 1^{er} janvier 2011 et jusqu'en 2024, le FRR verse donc chaque année 2,1 milliards d'euros à la CADES afin de participer au financement des déficits au titre des exercices 2011 à 2018 des organismes chargés d'assurer les prestations du régime de base de l'assurance vieillesse.

En outre, depuis la loi de financement de la sécurité sociale pour 2005, le FRR a pour mission de gérer à l'horizon 2020, et pour le compte de la CNAV, 40 % de la soulte versée par la caisse nationale des industries électriques et gazières (CNIEG) au régime général en contrepartie de son adossement. Ces sommes pourront être rétrocédées à la CNAV à compter de 2020, augmentées du rendement de leur placement mais diminuées des frais de gestion engagés par le FRR à ce titre.

La loi de réforme des retraites du 20 janvier 2014 a assigné une nouvelle mission au FRR qui peut, si le contexte économique le justifie, participer à la stabilisation conjoncturelle de l'assurance vieillesse. Le comité de suivi des retraites (CSR), chargé de veiller à la pérennité financière des régimes de retraites peut préconiser le recours aux réserves du FRR en vue de la correction des écarts de nature conjoncturelle par rapport à la trajectoire de redressement financier.

À fin 2016, la valeur de marché des actifs du FRR (y compris soulte IEG) était de 36 milliards d'euros. L'actif du FRR se décompose en deux catégories : les actifs de couverture et les actifs de performance. La poche de couverture qui contient des instruments de taux à risque de signature très limité (obligations de l'État français et obligations d'entreprises de qualité en euros ou en dollars) permet d'assurer le paiement des engagements annuels du FRR inscrits au passif, de manière très sécurisée. La poche de performance génère un rendement supplémentaire, grâce à des actifs dynamiques et diversifiés. Le FRR s'assure que, même en cas de stress extrême, le ratio de financement (ratio entre l'actif et le passif) reste supérieur à 100 % et le surplus (différence entre l'actif et le passif) supérieur à 0. La poche de performance est actuellement composée d'actions des pays développés et émergents,

d'obligations d'entreprises à haut rendement, d'obligations des pays émergents et d'actifs non cotés (capital investissement, dette privée, immobilier et infrastructures).

La performance globale moyenne annuelle s'est élevée à 4,2 % en termes réels depuis l'origine du FRR, et depuis fin 2010 (date de la mise en œuvre d'un nouveau modèle d'allocation d'actifs) à 5,4 %.

Au-delà de l'horizon 2024, la question de l'utilisation du FRR reste entière, même si le Comité de suivi des retraites est en mesure d'émettre, chaque année, des recommandations sur les transferts du FRR vers les régimes de retraite. Une fois préemptées les opérations prévues d'ici 2024, l'actif mobilisable du FRR devrait se monter à environ 15 milliards d'euros (€ 2018) en 2025. Le **document n° 5** propose trois scénarios possibles d'utilisation de cet actif à partir de cette date : utilisation de l'ensemble de l'actif centrée sur une période très courte pour couvrir l'intégralité des déficits éventuels, maintien du niveau de l'actif et emploi des seuls revenus des placements, ou financement d'une part constante des déficits sur la période 2025-2070.

Les simulations s'appuient sur les scénarios économiques du COR et supposent que les taux de rendements financiers sont égaux en projection aux taux de croissance économique et s'étagent donc de 1 % à 1,8 %. Ces hypothèses sont probablement conservatrices : elles reviennent à considérer que le rendement financier n'incorpore pas de « prime de risque » alors même qu'une partie des actifs du FRR sont placés dans des titres émis hors de la zone euro, sans lien avec la croissance économique française. Pour cette raison, une variante de rendement financier à 4 % est également présentée.

Dans la situation de référence dans laquelle le FRR continuerait d'accumuler des réserves sans décaissement, son actif serait compris entre 23,5 et 33,5 Md€ selon les scénarios économiques à l'horizon 2070 ; dans l'hypothèse d'un rendement financier égal à 4 %, l'actif net atteindrait 87,6 Md€.

Dans un premier temps, l'évolution du FRR est simulée en considérant que les décaissements visent à couvrir les éventuels déficits de l'ensemble du système de retraite ; dans un second temps, l'utilisation des réserves est restreinte au seul financement des déficits des régimes alignés, conformément à l'objectif assigné au FRR lors de sa création.

Dans l'hypothèse où les réserves seraient utilisées pour couvrir la totalité des éventuels déficits du système de retraite, pour le scénario à 1 %, l'utilisation hypothétique du FRR couvrirait moins de 6 mois de besoin de financement. Dans les scénarios de croissance les plus favorables, le solde du système de retraite devient positif dès 2047 (scénario 1,5 %), ou 2037 (scénario 1,8 %) et ne nécessite plus d'action de couverture ou de lissage par le FRR.

Dans l'hypothèse où seuls les produits financiers des placements du FFR sont utilisés pour financer les déficits éventuels du système de retraite, leur montant, compris entre 150 et 270 M€ selon les scénarios, serait trop faible pour modifier les soldes projetés de manière substantielle ; même dans une variante de rendement de 4 %, l'apport moyen des revenus financiers rapportés à la somme des déficits cumulés jusqu'en 2070 ne serait que de 3,7 %.

Sous l'hypothèse d'extinction du FRR à l'horizon 2070 et de résorption d'une fraction annuelle constante des déficits éventuels de l'ensemble du système de retraite, le profil d'évolution de l'actif du FRR serait très fortement décroissant jusqu'en 2040 environ pour les

scénarios économiques les plus favorables (puisqu'au-delà de cette date, le système de retraite est globalement excédentaire). En revanche, l'actif décroîtrait de manière plus régulière dans les scénarios moins favorables.

Lorsque l'utilisation du FRR est cantonnée aux seuls régimes alignés et du FSV, et sous l'hypothèse d'une couverture totale de leur déficit, le FRR pourrait combler entre 2 ans et moins de 4 mois de déficit selon les années et les scénarios ; seul le scénario à 1,8 % ne nécessiterait pas l'intervention du FRR. Les résultats des simulations sur le seul périmètre des régimes alignés dans les autres hypothèses d'utilisation du FFR sont quasiment identiques à ceux obtenus pour l'ensemble du système : l'apport du FRR serait marginal dans la couverture des besoins de financement.

Au total, le FRR apparaît sous dimensionné face aux déficits restant à couvrir, que ce soit pour l'ensemble des régimes, ou seulement pour les régimes alignés et le FSV.

3. Les « réserves » des régimes de retraite : quels objectifs de constitution, quels montants et quelles stratégies de placement ?

À la différence de certains régimes de base, des régimes de la fonction publique et des régimes spéciaux, les régimes obligatoires de retraite complémentaire ne sont pas équilibrés par des mécanismes particuliers et n'ont pas recours à l'endettement pour couvrir leurs déséquilibres éventuels. La question des réserves est cruciale pour ces régimes, même s'ils fonctionnent en répartition : ce sont elles qui permettent d'ajuster les décalages entre encaissements et décaissements à court terme ou de reporter dans le temps l'ajustement des paramètres d'équilibrage des régimes.

Le **document n° 6** recense les objectifs poursuivis par les régimes de retraite, complémentaires gérés en répartition, dans la constitution de réserves et évalue les montants accumulés.

En théorie, un régime fonctionnant en répartition « pure » ne nécessite pas d'accumuler des réserves : le réglage des paramètres du régime peut permettre d'ajuster le montant des cotisations aux engagements du régime, année par année.

En pratique, l'existence d'un décalage entre les encaissements et les décaissements à très court terme implique que les régimes constituent un fonds de roulement. À moyen terme, des chocs économiques conjoncturels justifient la constitution de réserves de précaution. À plus long terme, la constitution de réserves permet de répartir dans le temps l'ajustement des paramètres du régime afin de ne pas faire supporter le poids excessif, et ponctuel, de cet ajustement sur certaines générations.

À fin 2016, les réserves accumulées par l'ensemble des régimes complémentaires français de retraite obligatoire représentaient un montant de 118 milliards d'euros (5,3 % du PIB). Les principaux montants sont détenus par l'AGIRC-ARRCO (70,8 milliards d'euros dont 10,2 milliards d'euros de réserves de fonds de roulement), les régimes complémentaires de la CNAVPL (au total près de 21,8 milliards d'euros répartis entre les dix sections professionnelles), le régime complémentaire des indépendants (16,4 milliards d'euros) et l'IRCANTEC (7,5 milliards d'euros).

Ces fonds représentent près d'un an de prestations à l'AGIRC-ARRCO, 2 ans et 8 mois à l'IRCANTEC, 9 années au RCI et de 3 à 21 années selon les complémentaires des sections professionnelles des professions libérales.

Le **document n° 6** analyse également les règles gouvernant le pilotage des réserves et leur mise en œuvre effective par les régimes. Le **document n° 7** détaille les règles de pilotage et les choix d'allocation d'actifs propres à l'AGIRC-ARRCO et le **document n° 8** celles de l'IRCANTEC.

À l'AGIRC-ARRCO, la réserve de fonds de roulement et la réserve de financement obéissent à des règles de pilotage différentes. La réserve de fonds de roulement nécessite environ 2 mois de cotisations en régime de croisière qui représente le délai moyen entre encaissement des ressources et décaissement des prestations, depuis le passage d'un fonctionnement trimestriel à un fonctionnement mensuel en 2014. Par ailleurs, l'accord du 17 novembre 2017 prévoit une appréciation des équilibres à moyen et long terme sur une durée de 15 ans et un ratio de sécurité selon lequel le régime doit disposer, à tout moment, d'une réserve de financement équivalent à 6 mois de prestations. Ce seuil, relativement faible comparé à d'autres régimes (notamment l'IRCANTEC et le régime complémentaire des indépendants), est cohérent avec la taille nationale et interprofessionnelle du régime qui permet une mutualisation des risques démographiques et économiques sur une plus grande échelle. La gestion financière a permis à l'AGIRC-ARRCO d'afficher un rendement réel de 4,53 % sur 5 ans³.

À l'IRCANTEC, une contrainte de solvabilité (ou contrainte de précaution) impose au régime de disposer, sur un horizon de 20 ans, d'un montant de réserves équivalent au minimum à une année et demie de prestations. Une contrainte de pérennité impose que le versement des pensions doit être assuré, sur une durée de 30 ans, par les cotisations futures et les réserves du régime.

Enfin, le **document n° 6** analyse les différentes stratégies d'allocation d'actifs, sous contraintes prudentielles, mises en œuvre par les régimes complémentaires. Les contraintes prudentielles relatives à la politique de placement et de gestion des risques des régimes ont été redéfinies dans le décret n° 2017-887 du 9 mai 2017 relatif à l'organisation financière de certains régimes de sécurité sociale, ainsi que dans le décret n° 2017-1704 du 18 décembre 2017 relatif à l'IRCANTEC. Globalement, le nouveau dispositif prudentiel limite la prise de risque, en excluant les titres et les opérations les plus risquées (notamment les opérations de vente à découvert) et en obligeant les régimes à diversifier leurs risques en « transparence »⁴.

Si les régimes gérés en répartition n'ont pas vocation à constituer des réserves pérennes, les régimes gérés en capitalisation provisionnent, par leur nature même, leurs engagements. Le **document n° 9** décrit la politique de provisionnement du régime de retraite additionnelle de la fonction publique (RAFP). Il présente les conditions d'équilibrage du régime, les principes de tarification qui permettent cet équilibrage et les choix d'allocation d'actifs. À fin 2016, le RAFP disposait d'un actif évalué à 21,7 milliards d'euros, couvrant comptablement 107 % de ses provisions mathématiques.

³ Faute de méthode commune d'évaluation des performances financières des régimes, ce taux de rendement réel est donné à titre indicatif et ne saurait être comparé aux taux de rendement affichés par d'autres régimes.

⁴ Selon le principe de transparence, l'exposition à un risque donné s'apprécie en tenant compte non seulement de la détention directe du titre considéré, mais également de la détention de parts d'un organisme de placement collectif lui-même détenteur du titre considéré.

4. État des lieux de la dette sociale

Dans un système de retraite par répartition, la problématique du financement des droits est un enjeu majeur, garantissant la continuité du pacte social et donc la confiance dans le système. Afin d'assurer ce financement, certains régimes ou services de l'État sont amenés à s'endetter. Après avoir rappelé le contexte d'apparition des déficits à l'origine du creusement de la dette sociale, le **document n° 10** dresse un panorama des acteurs de cette dette sociale et des montants concernés.

La mise en commun des trésoreries des branches de la Sécurité sociale rend délicate l'évaluation de la dette propre au seul système de retraite. On estime à environ 38 % la part imputable à la branche retraite dans la dette portée par la caisse d'amortissement de la sécurité sociale (CADES). L'endettement de la CNAV et du FSV porté par la CADES peut être estimé à la fin 2016 à environ 52 milliards d'euros. Le financement des seuls intérêts liés aux 130 Md€ de dette de la sécurité sociale restant à amortir par la CADES a représenté une charge financière de 2,2 milliards d'euros pour la caisse en 2017.