



CONSEIL D'ORIENTATION
DES RETRAITES

Répartition, réserves et capitalisation : quels enjeux pour les retraites ?

Séance plénière du COR

18 décembre 2025

Secrétariat général du COR

Pourquoi ce dossier ?

Le système de retraite par répartition ne nécessite pas a priori l'accumulation d'actifs financiers.

Réglage des paramètres → équilibre financier du système.

Pourtant, certains régimes accumulent des réserves :

➤ Au 31/12/2024 : 213,8 Mds€, soit 7,3 % du PIB.

→ Pour quelles raisons les régimes constituent des réserves ?

→ Quel est le calibrage des réserves ?

→ Le système de retraite doit-il s'orienter vers davantage de capitalisation ?

Pourquoi constituer des réserves?

Nécessité de garantir le versement des pensions face à des aléas.

- **Trésorerie (court terme)** : absorber les décalages courts entre cotisations et prestations ; assurer la liquidité sans endettement. *Quelques semaines de prestations.*
- **Conjoncture (court et moyen terme)** : stabiliser les finances face aux chocs économiques (masse salariale, emploi, reports de cotisations). Crise sanitaire 2020 : utilisation très partielle des réserves. *Plusieurs mois de prestations.*
- **Démographie (long terme)** : lisser les déséquilibres structurels ; utiliser les excédents passés pour limiter les ajustements futurs. *Plusieurs mois ou années de prestations.*

Un enjeu d'équité entre générations

- **Réserves vs dette**

Réserves : effort immédiat des générations actuelles.

Dette : transfert d'une partie du financement aux générations futures.

- **Risque de dette implicite en cas d'absence de réserves et dans le cadre d'une démographie défavorable**

Hausse des cotisations, durée de carrière accrue ou baisse des pensions.

- **Risque inverse : suraccumulation de réserves**

Cotisations excessives → baisse du revenu disponible et frein économique.

Affaiblissement de la solidarité intergénérationnelle.

Une forte disparité entre régimes de retraite

- **Forte hétérogénéité entre régimes**
 - Certains régimes ne disposent pas de réserves (ex : Régime général, régime de base des salariés agricoles, régime intégré (base et complémentaire) des agents des collectivités locales).
 - D'autres : réserves importantes assurant le paiement durable des pensions. 90 % des réserves sont détenues par des régimes complémentaires.

Une forte disparité entre régimes de retraite

Tableau 1 - Montants des réserves financières (en valeur de marché) au sein du système de retraite par répartition au 31 décembre 2024

Réserves des régimes en répartition	En milliards d'euros	En mois de prestations
<i>CNAVPL</i>	3,4	17
<i>CNBF</i>	1,2	61
Sous total régimes de base	4,7	0
<i>CNRACL</i>	0,0	0
<i>CRPCEN</i>	2,2	27
<i>Banque de France</i>	13,7	289
Sous total régimes spéciaux	15,9	0
<i>AGIRC-ARRCO</i>	108,3	13
<i>IRCANTEC</i>	17,7	49
<i>RCI</i>	21,2	99
<i>CNAVPL complémentaire</i>	38,2	73
<i>CNBF complémentaire</i>	2,4	97
<i>CRPNPAC</i>	5,1	77
<i>MSA complémentaire*</i>	0,4	4
Sous total régimes complémentaires	193,2	0
Total des réserves	213,8	0

* Les réserves de la MSA complémentaire sont en valeur comptable.

Note : les réserves comprennent l'ensemble des fonds placés par l'ensemble des régimes, quelle que soit l'échéance des actifs admis en représentation ; elles agrègent les réserves de moyen et long terme au fonds de roulement. Pour l'Agirc-Arrco, les réserves techniques de financement représentent 86,5 Mds€, sur un total de réserves de 108,3 Mds€ fin 2024.

Source : données des régimes.

Une forte disparité entre régimes de retraite

- **Forte hétérogénéité entre régimes**
 - Certains régimes ne disposent pas de réserves (ex : Régime général, régime de base des salariés agricoles, régime intégré (base et complémentaire) des agents des collectivités locales).
 - D'autres : réserves importantes assurant le paiement durable des pensions. 90 % des réserves sont détenues par des régimes complémentaires.
- **Fonds de réserve de retraite (FRR) :**
 - ✓ Créé en 1999 pour constituer 150 Md€ de réserves afin de lisser le financement des retraites (2020–2040).
 - ✓ Réorienté en 2010 → décaissement anticipé pour financer la dette sociale via la Cades (effet de la crise de 2008).

Pilotage des réserves

- Certains régimes accumulent des réserves sans objectifs explicites.
- Des règles de pilotage qui diffèrent selon les régimes :
 - ✓ Ircantec : 18 mois de prestations à horizon de 20 ans (49 mois fin 2024)
 - ✓ Agirc-Arrco : seuil minimal 6 mois de prestations (13 mois fin 2024)
- Recommandations Cour des comptes (2022)
 - ✓ Harmoniser règles comptables pour mesurer performance et comparer les régimes.
 - ✓ Encourager stratégies cohérentes de constitution et d'utilisation des réserves.

Stratégie de gestion des réserves

- **Supports d'investissement**
 - ✓ Actions, obligations, immobilier, monétaire
 - ✓ Encadrement : $\geq 34\%$ en obligations, $\leq 20\%$ immobilier, actions jusqu'à 66 %
 - ✓ Exceptions : Agirc-Arrco, Ircantec, Erafp, MSA, Banque de France (réglementation propre)
- **Répartition actuelle**

Tous régimes : 33 % actifs risqués, 60 % actifs non risqués (au 30/06/2020)
- **Contribution à l'économie**
 - Actions et obligations → financent entreprises (capitaux propres, liquidités)
 - Obligations d'État → soutien à la soutenabilité financière

Répartition vs capitalisation



Ne pas confondre mode de financement et technique de calcul de droits.

- Le mode de financement du système de retraite :
 - ✓ répartition : les pensions des retraités d'aujourd'hui (et de demain) sont financées par les cotisations des actifs d'aujourd'hui (et de demain). *Obligatoire et collectif.*
 - ✓ capitalisation : les pensions de demain sont financées par les produits des cotisations d'aujourd'hui placées sur les marchés financiers. *Obligatoire ou facultatif, individuel ou collectif.*
- La technique de calcul des droits : annuités, points, comptes notionnels.

Répartition vs capitalisation : critères de comparaison

Les deux modes de financement peuvent être mis en regard à l'aune de :

- leur **capacité à fournir un revenu de remplacement suffisant**, question des **rendements** et celle de l'**équité** ;
- leur **capacité à résister à des chocs de toute nature**, financiers, économiques, démographiques, politiques, etc. ;
- les **effets de leur financement sur l'économie** ;
- l'**acceptabilité sociale** du niveau des cotisations des actifs et du niveau de vie des retraités.

Répartition vs capitalisation : critères de comparaison

	Répartition	Capitalisation
Rendement	≈ croissance économique.	dépend des marchés financiers (volatilité, frais de gestion).
Pérennité financière	équilibre constant entre cotisations et pensions.	accumulation d'actifs suffisants pour couvrir les engagements futurs.
Équité et solidarité	solidarité intergénérationnelle, redistributions entre catégories.	pas de solidarité naturelle, mécanismes possibles si régime collectif.
Risques	chocs démographiques, économiques, politiques.	volatilité financière, baisse possible du rendement du capital.
Impact économique	en mobilisant immédiatement les cotisations, laisse moins de place à l'épargne obligatoire	financement de l'économie productive via l'investissement de long terme.
Acceptabilité sociale	repose sur la capacité du système à garantir un niveau de cotisation soutenable pour les actifs et un niveau de vie satisfaisant pour les retraités.	

Un rendement réel des placements financiers supérieur à la croissance économique sur longue période

- Jordá et al. [2016] : $r - g = 2,68\%$ en moyenne pour un ensemble de seize pays sur la période 1950-2015.
 - Rendement réel des actions est supérieur au rendement réel des actifs sans risque (obligations et actifs monétaires).
-  ➤ Rendement des actions calculé bruts de frais qui peuvent être élevés.
➤ Rendements calculés sont des moyennes sur longue période, évolution favorable susceptible d'être anéantie par un krach boursier ou immobilier.

Répartition vs capitalisation : critères de comparaison

	Répartition	Capitalisation
Rendement	≈ croissance économique.	dépend des marchés financiers (volatilité, frais de gestion).
Pérennité financière	équilibre constant entre cotisations et pensions.	accumulation d'actifs suffisante pour couvrir les engagements futurs.
Équité et solidarité	solidarité intergénérationnelle, redistributions entre catégories.	pas de solidarité naturelle, mécanismes possibles si régime collectif.
Risques	chocs démographiques, économiques, politiques.	volatilité financière, baisse possible du rendement du capital.
Impact économique	en mobilisant immédiatement les cotisations, laisse moins de place à l'épargne obligatoire	financement de l'économie productive via l'investissement de long terme.
Acceptabilité sociale	repose sur la capacité du système à garantir un niveau de cotisation soutenable pour les actifs et un niveau de vie satisfaisant pour les retraités.	

De la répartition à la capitalisation : une transition difficile.

Le remplacement, même partiel, d'un régime par répartition par un régime par capitalisation implique de manière alternative ou concomitante :

- **une double cotisation pour les actifs → risque récessif**
- **une mise à contribution des retraités actuels, en sous-indexant par exemple de manière pérenne les pensions;**
- **une prise en charge par l'État, qui représente une charge supplémentaire pour les finances publiques.**

Des expériences étrangères témoignent de la difficulté de la transition répartition → capitalisation

➤ Présentation au COR de l'OCDE du 12/11/2025.

- ✓ **Chili** : substitution capitalisation à la répartition puis réintroduction d'une dose de répartition et hausse des taux de cotisation afin d'améliorer les pensions futures.
- ✓ **Suède** : modèle mixte en remplaçant partiellement la répartition par la capitalisation.
- ✓ Dans plusieurs **pays d'Europe centrale et orientale (Peco)**, transfert d'une partie des cotisations vers des fonds de capitalisation avant que des retours en arrière (Hongrie, Pologne, Bulgarie, Roumanie).



Merci de votre attention

Suivez l'actualité et les travaux du COR
sur www.cor-retraites.fr, twitter  @COR_Retraites
et LinkedIn  Conseil d'orientation des retraites-COR