



# 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
<b>Sous total régimes de base</b>	<b>4,7</b>	<b>0</b>
<i>CNRACL</i>	0,0	0
<i>CRPCEN</i>	2,2	27
<i>Banque de France</i>	13,7	289
<b>Sous total régimes spéciaux</b>	<b>15,9</b>	<b>0</b>
<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
<b>Sous total régimes complémentaires</b>	<b>193,2</b>	<b>0</b>
<b>Total des réserves</b>	<b>213,8</b>	<b>0</b>

\* 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
<b>Rendement</b>	≈ croissance économique.	dépend des marchés financiers (volatilité, frais de gestion).
<b>Pérennité financière</b>	équilibre constant entre cotisations et pensions.	accumulation d'actifs suffisants pour couvrir les engagements futurs.
<b>Équité et solidarité</b>	solidarité intergénérationnelle, redistributions entre catégories.	pas de solidarité naturelle, mécanismes possibles si régime collectif.
<b>Risques</b>	chocs démographiques, économiques, politiques.	volatilité financière, baisse possible du rendement du capital.
<b>Impact économique</b>	en mobilisant immédiatement les cotisations, laisse moins de place à l'épargne obligatoire	financement de l'économie productive via l'investissement de long terme.
<b>Acceptabilité sociale</b>	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
<b>Rendement</b>	≈ croissance économique.	dépend des marchés financiers (volatilité, frais de gestion).
<b>Pérennité financière</b>	équilibre constant entre cotisations et pensions.	accumulation d'actifs suffisante pour couvrir les engagements futurs.
<b>Équité et solidarité</b>	solidarité intergénérationnelle, redistributions entre catégories.	pas de solidarité naturelle, mécanismes possibles si régime collectif.
<b>Risques</b>	chocs démographiques, économiques, politiques.	volatilité financière, baisse possible du rendement du capital.
<b>Impact économique</b>	en mobilisant immédiatement les cotisations, laisse moins de place à l'épargne obligatoire	financement de l'économie productive via l'investissement de long terme.
<b>Acceptabilité sociale</b>	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](http://www.cor-retraites.fr), twitter  [@COR\\_Retraites](https://twitter.com/COR_Retraites)  
et LinkedIn  [Conseil d'orientation des retraites-COR](https://www.linkedin.com/company/conseil-dorientation-des-retraites-cor)