

CONSEIL D'ORIENTATION DES RETRAITES

Séance plénière du 18 décembre 2025 à 10h00

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

Document n° 1
<i>Document de travail, n'engage pas le Conseil</i>

Note de présentation générale

Secrétariat général du Conseil d'orientation des retraites

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

Note de présentation générale

Le présent dossier a pour objectif de dresser un état des lieux des réserves constituées par certains régimes de retraite obligatoires fonctionnant en répartition. Il examine également dans quelle mesure un recours accru à la capitalisation pourrait contribuer à faire face au vieillissement démographique, tout en maintenant des pensions suffisamment élevées pour assurer aux retraités un niveau de vie satisfaisant, objectif central de tout système de retraite.

Un régime en répartition n'a, en principe, pas vocation à accumuler des réserves : les cotisations des actifs financent chaque année les pensions des retraités. Pourtant, face à certains aléas démographiques ou économiques, plusieurs régimes ont choisi de constituer des réserves afin de lisser dans le temps les ajustements nécessaires du système de retraite. Au 31 décembre 2024, la valeur de marché de l'ensemble des actifs admis en représentation des réserves¹ constituées au sein des régimes de retraite par répartition représente ainsi 213,8 Mds€, soit 7,3 % du PIB. 90 % de ces réserves sont détenues par les régimes complémentaires, dont près de 51 % par l'Agirc-Arrco (1^{ère} partie). La deuxième partie du dossier analyse le calibrage de ces réserves et cherche à déterminer leur niveau « optimal ». Enfin, la troisième partie examine l'opportunité d'une évolution du système de retraite français vers une part accrue de capitalisation. Elle examine dans quelle mesure cette évolution du financement du système de retraite pourrait réellement contribuer à sa pérennité et à sa performance, au regard des effets sur l'équité entre assurés et sur l'exposition accrue aux risques financiers.

Quel que soit le mode de financement du système de retraite (*répartition versus capitalisation*), il est essentiel de rappeler que celui-ci ne doit pas être confondu avec les techniques de calcul des droits (annuités, points, comptes notionnels) qui peuvent s'appliquer dans les deux cas. Il en va de même des objectifs assignés au système, notamment en matière de solidarité intra et inter générationnelle.

1. État des lieux des réserves du système de retraite

Le choix de constituer des réserves dans un régime de retraite fonctionnant en répartition répond avant tout à la nécessité de garantir le versement des pensions face à des aléas de court, moyen ou long terme, qu'ils soient de trésorerie, économiques ou démographiques.

Dans un régime de retraite par répartition, les flux d'encaissement des cotisations des actifs et de décaissement des pensions ne coïncident pas toujours dans le temps. Il peut en résulter des désajustements temporaires de trésorerie, que la constitution de réserves permet de compenser. Dans cette optique, les réserves permettent de constituer un fonds de roulement, destinées à couvrir quelques semaines de prestations et à éviter le recours à l'endettement pour faire face à des besoins ponctuels de liquidité.

¹ Réserves techniques de financement à moyen et long termes et fonds de roulement

Au-delà de cet objectif de trésorerie, les régimes de retraite peuvent être affectés par les fluctuations du cycle économique. En effet, leurs recettes reposent principalement sur la masse salariale, elle-même sensible à la conjoncture. En période de ralentissement de l'activité, la progression des salaires et de l'emploi se contracte, tandis que les dépenses de pension demeurent, elles, stables. Cette asymétrie fragilise l'équilibre financier du régime. Constituer des réserves de précaution permet alors de couvrir les besoins de financement liés à une conjoncture défavorable, à des comportements de départ à la retraite non anticipés ou encore à des chocs démographiques. Dans cette configuration, le fonds est pérenne et les réserves accumulées représentent généralement quelques mois de prestations. La crise sanitaire de 2020 illustre cette fonction stabilisatrice, les reports de cotisations ayant réduit brutalement les recettes.

À plus long terme, le système de retraite par répartition est étroitement dépendant de la démographie, dont les évolutions conditionnent son équilibre financier. Les périodes de forte croissance démographique se traduisent d'abord par une augmentation du nombre de cotisants et donc des recettes, avant d'entraîner, quelques décennies plus tard, une hausse du nombre de retraités et des dépenses. Constituer des réserves dans les phases favorables permet de préparer les périodes de déséquilibre à venir et d'atténuer les ajustements futurs de cotisations ou de pensions. Ces réserves dites de lissage démographique ont, par nature, vocation à être utilisées lorsque la situation se dégrade.

Dans l'absolu, le recours à l'endettement permet également de répondre à ces besoins mais il n'implique pas les mêmes conséquences en termes d'équité entre les générations : les réserves sont financées immédiatement par les générations mises à contribution tandis que la dette repousse une partie du financement aux générations futures (**document n° 2**). Les réserves ne répondent pas seulement à des considérations financières ou démographiques, elles participent aussi d'un enjeu plus large : celui de la préservation du contrat entre générations. En effet, le choix du niveau de réserve influence directement la répartition de l'effort contributif dans le temps et la manière dont chaque génération participe au financement du système. C'est pourquoi la réflexion sur la constitution de réserves doit être indissociable d'une analyse en termes d'équité intergénérationnelle.

Si les paramètres démographiques deviennent défavorables (moins d'actifs, plus de retraités) alors, en l'absence de réserves, se crée une dette implicite qui devra être couverte par les jeunes générations qui verront leurs cotisations augmenter ou leur durée de cotisation s'allonger, à défaut de diminuer le niveau des pensions. La constitution de réserves bien calibrées doit ainsi permettre de lisser les efforts dans le temps, évitant un effet de génération trop marqué.

À l'inverse, une suraccumulation de réserves peut également rompre l'équilibre intergénérationnel et nuire à l'efficacité économique. Si les générations présentes cotisent au-delà du nécessaire pour constituer un excédent durable, leur revenu disponible diminue, ce qui pèse sur la consommation et, par ricochet, sur l'activité économique. De plus, si ces réserves excédentaires ne se traduisent pas in fine par une amélioration des pensions, la solidarité intergénérationnelle qui fonde le système est affaiblie.

La constitution de réserves doit donc obéir à un principe de juste mesure : suffisantes pour se donner une capacité d'amortir les chocs et de garantir la pérennité financière du régime, mais limitées pour ne pas faire peser un effort excessif sur les générations actuelles.

En constituant des réserves, les régimes de retraite investissent une partie de leurs actifs dans des actions et obligations d'entreprises, apportant ainsi des capitaux propres et des liquidités aux entreprises. Ils achètent également des obligations d'État, participant ainsi au financement des dépenses publiques et à la soutenabilité financière du pays.

Enfin, il convient de noter que les régimes accumulent des réserves, dans un objectif de trésorerie et de lissage, sans que toutefois les différentes affectations soient toujours clairement identifiées par chacun des régimes.

2. Le calibrage des réserves

Le système de retraite présente de fortes disparités entre régimes : certains sont déficitaires et ne disposent d'aucune réserve alors que d'autres caisses de retraite disposent de réserves financières permettant de garantir sur longue période le paiement des pensions.

La crise sanitaire et ses conséquences économiques ont eu un impact limité sur le montant de ces réserves (**document n° 4**). Plusieurs régimes ont puisé dans leurs réserves, révélant leur rôle stabilisateur vis-à-vis des chocs économiques. Il n'en reste pas moins que les principaux régimes de base, comme ceux des salariés du secteur privé ou des professions agricoles, ainsi que le régime intégré (base et complémentaire) des agents des collectivités locales, ne disposent pas de réserves et doivent faire face aux mêmes difficultés que les régimes qui en détiennent².

Dans un tel contexte, la question de l'utilisation du Fonds de réserve pour les retraites est posée (**document n° 5**). Dans sa conception initiale, le Fonds de Réserve pour les Retraites (FRR), créé en 1999 en France, était un fonds de lissage. Le FRR était destiné à percevoir une dotation initiale, composée des sommes issues de la privatisation d'entreprises, et des ressources régulières (recettes fiscales et excédents de la Cnav et du FSV), placées sur les marchés financiers en vue d'atteindre un total de 150 milliards d'euros de réserves à l'horizon 2020. Ces provisions devaient alors permettre de préserver l'équilibre financier du régime général et des régimes alignés entre 2020 et 2040, à un moment où les générations nombreuses issues du *baby boom* arrivaient à l'âge de la retraite. L'objectif initial du FRR a toutefois été modifié en 2010 en raison de la forte hausse du besoin de financement du régime général suite à la crise économique de 2008. Cela a conduit au décaissement anticipé des actifs du FRR en vue d'assurer le remboursement, *via* la Caisse d'amortissement de la dette sociale (Cades), de la dette née de l'accumulation des déficits de la branche vieillesse du régime général.

² Ceci peut notamment s'expliquer historiquement par le fait que la compensation existante dans les régimes de base rendait moins nécessaire la constitution de réserves pour faire face aux aléas démographiques.

Si la définition d'objectifs explicites de réserves et de seuils minimaux se justifie pour faire face aux aléas, il apparaît, à l'inverse, tout aussi pertinent de s'interroger sur la fixation de plafonds. En effet, le maintien de niveaux de réserves très supérieurs aux besoins de précaution immédiats peut soulever des enjeux d'équité intergénérationnelle, en conduisant les générations présentes à financer de manière qui peut être jugée disproportionnée les pensions futures au détriment de leur revenu disponible.

Dans le cadre des travaux du COR, des projections financières sont réalisées annuellement par les régimes de retraite les plus importants en termes de masses financières. Ainsi, l'Agirc-Arrco produit régulièrement de telles projections. Si le pilotage du régime s'effectue en général à l'horizon de 15 ans, le COR éclaire quant à lui la situation du système de retraites sur une perspective plus longue, jusqu'en 2070. Pour autant, par défaut, les mêmes hypothèses d'indexation sont conventionnellement utilisées pour les deux exercices³ ce qui peut conduire à des résultats qui peuvent être considérées comme peu réalistes à long terme. En effet, avec de telles hypothèses, les réserves Agirc-Arrco représenteraient plus de 5 années d'allocations à l'horizon 2070. Dans la fiche annexée au rapport du COR de 2024 et présentant les projections détaillées du régime, il est ainsi rappelé que ces hypothèses, impliquant le maintien sur longue période de la sous-indexation des pensions, « conduisent mécaniquement à une très forte augmentation des réserves à l'horizon 2070 » et que « les partenaires sociaux qui pilotent l'Agirc-Arrco sur un horizon de 15 ans glissants n'auraient, de fait, aucune raison d'accumuler de telles réserves au prix d'une sous-indexation durable de la valeur de service du point ». Dans son 12^{ème} avis publié en juillet 2025, le Comité de suivi des retraites (CSR) fait écho à ce rappel.

Le **document n° 3** présente ainsi les résultats de quelques simulations réalisées par la direction technique de l'Agirc-Arrco à l'horizon 2070 faisant varier successivement les hypothèses d'indexation de la valeur de service du point, de sa valeur d'achat et le taux d'appel des cotisations (non générateur de droit).

Ce document illustre la forte sensibilité des réserves du régime aux principaux paramètres de pilotage - en particulier l'indexation de la valeur de service, et dans une moindre mesure celle la valeur d'achat et du niveau des taux de cotisations - ainsi qu'aux conditions économiques et démographiques. Ces résultats conduisent à s'interroger sur les hypothèses relatives au régime complémentaire à retenir dans le cadre des projections de l'Agirc-Arrco et sur le niveau des réserves du régime à long terme.

3. Est-ce que le système de retraite doit s'orienter vers davantage de capitalisation ?

3.1. Une analyse comparée : répartition vs capitalisation

En France, le système de retraite obligatoire repose très largement sur la répartition. Seuls le régime de retraite additionnelle de la fonction publique (RAFP) et le régime complémentaire obligatoire des pharmaciens libéraux, pour l'un de ses volets, sont financés par capitalisation

³ Ces hypothèses sont communiquées par l'Agirc-Arrco au SG-COR.

collective obligatoire. Des dispositifs facultatifs en capitalisation existent également, notamment sous forme de produits individuels.

Dans un système par répartition, les cotisations des actifs financent directement les pensions des retraités. Ce modèle, collectif et obligatoire, repose sur une solidarité intergénérationnelle : chaque génération paie pour la précédente. Son équilibre dépend du ratio actifs/retraités, du niveau des cotisations et du montant des pensions. Certains régimes se dotent de réserves pour absorber les aléas économiques, lisser les chocs démographiques ou couvrir des besoins temporaires de trésorerie, comme cela avait été prévu avec la création du Fonds de réserve pour les retraites. À l'inverse, un système par capitalisation épargne et investit les cotisations sur les marchés financiers. Les assurés accumulent un capital ensuite converti en rente ou en capital

Les deux systèmes peuvent être comparés selon plusieurs dimensions (**document n°6**). Sur le plan du rendement, la répartition offre un rendement en moyenne égal à la croissance de l'économie, tandis que la capitalisation dépend du rendement des marchés financiers, plus volatile et soumis à des frais de gestion. Concernant la pérennité financière, la répartition doit en permanence équilibrer cotisations et pensions, alors que la capitalisation repose sur la capacité du régime à accumuler suffisamment d'actifs pour couvrir ses engagements futurs.

Les enjeux d'équité et de solidarité diffèrent également. La répartition repose sur la solidarité intergénérationnelle et permet de nombreuses redistributions entre catégories de population. La capitalisation, elle, ne comporte pas naturellement de solidarité entre générations, même si des mécanismes redistributifs peuvent y être intégrés lorsqu'elle est collective.

Les deux modèles sont par ailleurs exposés à des risques différents : la répartition est sensible aux chocs démographiques, économiques et politiques, tandis que la capitalisation est vulnérable à la volatilité financière et à la baisse potentielle du rendement du capital liée au vieillissement de la population.

Enfin, l'impact sur l'économie n'est pas le même. La capitalisation peut contribuer au financement de l'économie productive en orientant l'épargne vers des investissements à long terme, même si cet objectif peut entrer en tension avec la recherche de performance financière. La répartition, en mobilisant immédiatement les cotisations pour payer les pensions, laisse moins de place à l'épargne obligatoire, mais les retraités conservent malgré tout une capacité d'épargne non négligeable.

Dans les deux cas, l'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. La confiance des assurés dans la stabilité des règles ou dans la performance des marchés financiers constitue un facteur déterminant pour la pérennité de chacun des modèles.

3.2. Les difficultés d'une transition vers la capitalisation

Le **document n° 6** examine, à partir d'exemples internationaux, les différentes trajectoires suivies par des pays engagés dans une transition entre répartition et capitalisation. Certains,

comme le Chili, qui avaient entièrement substitué la capitalisation à la répartition, ont finalement réintroduit une dose de répartition et relevé les taux de cotisation afin d'améliorer les pensions futures. D'autres, comme la Suède, ont opté pour un modèle mixte en remplaçant partiellement la répartition par la capitalisation. Dans plusieurs pays d'Europe centrale et orientale (Peco), une partie des cotisations a été transférée vers des fonds de capitalisation avant que des retours en arrière — parfois substantiels — ne soient opérés (Hongrie, Pologne, Bulgarie, Roumanie).

En France, la capitalisation était fortement mise en avant à la fin des années 1990. Ses promoteurs soulignaient alors son rendement potentiellement plus élevé, sa contribution à l'épargne longue, sa capacité de résistance aux chocs démographiques, ainsi qu'une conception plus individualisée du risque vieillesse, en contraste avec la logique solidaire de la répartition (**document n° 8**). Si ces arguments ont depuis été nuancés, ils n'excluent pas que la capitalisation puisse, à terme, occuper une place plus importante dans le système de retraite. En outre, la capitalisation comme la répartition peuvent combiner des doses ajustables de contributivité et de redistributivité.

Le débat reste d'actualité. Le recours accru à la capitalisation est régulièrement présenté comme une réponse aux limites perçues du système actuel. Certains voient en effet dans ce dernier une double injustice. D'une part, il serait favorable aux retraités actuels et ferait peser les ajustements nécessaires sur les générations d'actifs et de retraités futurs. D'autre part, s'il faut avoir plus recours à l'épargne individuelle pour compenser les baisses anticipées des taux de remplacement, les travailleurs les plus modestes, dépourvus d'épargne seraient de fait, privés de l'accès à des rendements du capital qui sur longue période croissent plus vite que les salaires.

Pour autant, la transition d'un système fondé sur la répartition vers un système en capitalisation se heurte à une contrainte majeure : la double contribution des actifs, qui devraient simultanément financer leur propre retraite par l'épargne et continuer de financer celle de leurs aînés via la répartition. La transition doit donc être calibrée de façon à limiter les effets négatifs sur les retraités, les actifs et les finances publiques (**document n° 6**). 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 afin de garantir le financement des retraites actuellement versées dans le régime par répartition tout en prévoyant l'acquisition de nouveaux droits dans le régime par capitalisation. Cette double cotisation, si elle ne se substitue pas à de l'épargne existante, comporte un risque récessif ; tout comme l'éventuel élargissement de la base des cotisations des entreprises qui peut être retenu pour soutenir la capitalisation ;
- une mise à contribution des retraités actuels, en sous-indexant par exemple de manière pérenne les pensions, qui présente également des risques récessifs pour l'économie ;
- une prise en charge par l'État, qui représente une charge supplémentaire pour les finances publiques.

Le **document n° 9** présente à cet égard une simulation détaillée de la montée en puissance d'un fonds de capitalisation collectif et obligatoire permettant à long terme de couvrir financièrement un tiers des dépenses de retraite du secteur privé. La longue et délicate période de transition d'un système à un autre est étudiée : les pensions devraient baisser pour compenser les cotisations affectées à la montée en charge du fonds mais cela permettrait, d'après son auteur, une baisse sensible à l'horizon de quelques années des cotisations de retraite qui sont aujourd'hui les plus élevées de l'OCDE. D'après ce dernier, cette transition serait inséparable, par ailleurs d'un redressement général des finances publiques car un tel système ne saurait être financé par un surcroît d'endettement public.

L'instauration d'un complément de retraite par capitalisation visant à atténuer une solidarité intergénérationnelle actuellement excessive pourrait également être envisagée. Dans les règles actuelles du système par répartition, la pension moyenne relative au revenu d'activité moyen, ainsi que le niveau de vie moyen des retraités relatif à celui de l'ensemble de la population, devraient continuellement baisser sur les prochaines décennies. Ainsi, à règles du système de retraite inchangées, il est demandé aux actifs qui contribuent actuellement au financement des retraites, et en particulier aux actifs jeunes, de financer par leur contribution un niveau de vie relatif moyen des retraités auquel ils ne pourront pas prétendre eux-mêmes. Il s'agit là d'une solidarité intergénérationnelle qui peut être considérée comme excessive. L'évolution dans le temps du niveau de vie relatif des retraités pourrait être atténuée par la mise en place d'un système par capitalisation, qui serait alimenté par un prélèvement sur les retraites et qui assurerait un rendement croissant dont bénéficieraient les futurs retraités. Ce système serait, par sa nature, obligatoire et collectif. Pour autant, la désindexation transitoire mais longue des retraites durant la période de transition ne pourrait nourrir à la fois la constitution de ce capital et contribuer à réduire le déficit spontané du système.

3.3. Le rendement de la capitalisation : théorie et limites pratiques

L'évaluation du rendement de la capitalisation est relativement simple en théorie, mais se révèle plus complexe en pratique (**document n°7**). En théorie, le rendement pour un cotisant correspond au rendement obtenu sur l'ensemble des placements réalisés à partir des cotisations versées tout au long de sa carrière. En pratique, ce rendement est souvent assimilé au rendement moyen observé sur certains placements financiers. Par exemple sur 40 ans, sur la base d'un indice boursier tel que le CAC 40 certains affirment alors « Si on avait introduit la capitalisation en 1982, les retraités toucheraient 300 euros de plus que la pension offerte par l'actuel système en ayant cotisé deux fois moins »⁴.

Un tel raisonnement est toutefois trompeur. Aucun fonds de pension, et *a fortiori* aucun épargnant individuel, n'investit l'intégralité de ses actifs en actions. La diversification constitue une nécessité pour maîtriser les risques financiers. Par ailleurs, au moment du départ à la retraite, le capital accumulé doit être progressivement transformé en flux de pension. Cette phase de décumulation impose de détenir des actifs suffisamment liquides, dont la valeur de

⁴ Cf. Lavigne A.(2025), document n°7 du dossier.

revente n'est pas excessivement volatile. Les rendements bruts affichés par les indices boursiers ne reflètent donc ni les arbitrages réels de portefeuille ni les contraintes opérationnelles des régimes de retraite en capitalisation.

À l'inverse, le rendement implicite d'un système en répartition dépend du nombre de travailleurs employés et de leur productivité. La capitalisation devient plus rentable que la répartition lorsque le taux de rendement du capital est supérieur au taux de croissance cumulé de la population et de la productivité, ce qui correspond, en première approximation, au taux de croissance économique. Toutefois, pour un individu, ce n'est pas le rendement moyen sur longue période qui compte, mais le montant de la rente viagère qu'il percevra chaque mois une fois retraité. Le fait que, sur très longue période, le rendement du capital excède souvent la croissance économique ne constitue pas en soi un argument suffisant en faveur de la capitalisation. L'assuré demeure en effet exposé aux fluctuations des marchés, aux frais d'intermédiation parfois élevés et au risque de voir son épargne diminuer fortement en cas de crise. Financer la retraite par capitalisation revient ainsi à substituer au risque démographique et économique inhérent à la répartition un risque financier plus directement supporté par l'individu.

Dans son 12^{ème} avis publié en 2025, le comité de suivi des retraites relève ainsi que « le recours accru à la capitalisation ne peut pas constituer à court terme une réponse au déséquilibre de notre système par répartition, et peut même avoir pour effet de détourner des ressources du financement des régimes ». Il souligne que « Recherche de rendement, préservation de la volatilité, financement de l'économie nationale, investissements souverains constituent autant d'objectifs qui ne sont pas forcément conciliaires avec un seul outil dont l'objectif principal reste de verser des retraites aux anciens actifs. »