

CONSEIL D'ORIENTATION DES RETRAITES

Séance plénière du 18 décembre 2025 à 10h00

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

<b>Document n° 2</b>
<i>Document de travail, n'engage pas le Conseil</i>

## **Constituer des réserves dans un système de retraite par répartition**

*Secrétariat général du Conseil d'orientation des retraites*



## **Constituer des réserves dans un système de retraite par répartition**

Le système français de retraite repose principalement sur le principe de la répartition : les cotisations prélevées sur les revenus des actifs servent à financer les pensions versées aux retraités. Ce mécanisme, fondé sur la solidarité intergénérationnelle, ne nécessite en théorie aucune accumulation d'actifs financiers, puisque l'équilibre du régime dépend du réglage des paramètres qui vise à égaliser les cotisations et les prestations, année après année. Toutefois, face aux besoins temporaires de liquidité, aux aléas conjoncturels et aux déséquilibres démographiques, plusieurs régimes ont choisi de constituer des réserves destinées à lisser les ajustements à opérer.

La présente note revient sur les motifs qui justifient la constitution de réserves dans un système de retraite par répartition, en distinguant les logiques de trésorerie, de précaution face aux aléas conjoncturels et de lissage démographique, tout en insistant sur les enjeux intergénérationnels associés à leur utilisation. Elle dresse ensuite un état des lieux des réserves détenues fin 2024 par les principaux régimes français et les stratégies de gestion financière mises en œuvre.

### **1. Les motifs conduisant à la constitution de réserves**

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 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 le financement aux générations futures.

#### **1.1 À court et moyen terme, une contrainte de liquidités et un enjeu de lissage conjoncturel**

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 jouent un rôle de 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.

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 temporaires. Dans cette configuration, le fonds est pérenne et les réserves accumulées représentent généralement quelques mois de prestations.

La crise sanitaire de 2020 illustre particulièrement l'utilité de telles réserves. Les reports de cotisations sociales accordés aux entreprises durant la pandémie ont réduit les recettes des régimes de retraite, sans pour autant diminuer leurs dépenses. Les réserves ont alors joué un rôle d'amortisseur, permettant d'assurer la continuité des paiements. Toutefois, dans de telles situations, la qualité des supports d'investissement et la stratégie de placement des actifs deviennent déterminantes. Ce point est approfondi dans la seconde partie de cette note.

## **1.2 À long terme, un objectif de lissage de l'impact de chocs démographiques**

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 donc, par nature, vocation à être utilisées lorsque la situation se dégrade.

Dans sa conception initiale, le Fonds de réserve pour les retraites, créé en 1999 en France (FRR) était un fonds de lissage. À l'origine, 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. L'objectif initial du FRR a 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. Aux termes de la loi du 7 août 2020, le FRR effectuera les transferts prévus à la Cades « dans la limite des réserves du fonds et de la durée nécessaire à l'apurement de la dette afférente aux déficits » de la branche vieillesse du régime général et du FSV. Le FRR ne détient plus, aujourd'hui, de réserves destinées à financer des pensions de retraite dans le futur. L'actif résiduel médian pouvant osciller dans des proportions significatives d'ici 2033, le FRR estime ne disposer, pour l'heure, d'aucune marge de manœuvre pour soutenir l'effort de couverture de la « bosse démographique »<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Cf. Rapport d'information du Sénat n° 747 (2020-2021) sur les réserves des régimes de retraite, déposé le 7 juillet 2021.

### **1.3 Constituer des réserves plutôt que recourir à l'endettement : un choix d'équité intergénérationnelle**

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.

## **2. Les réserves dans le système de retraite français**

Les régimes accumulent des réserves, dans un triple objectif de trésorerie et de lissage, sans que toutefois les différentes affectations soient toujours clairement identifiées pour tous les régimes.

### **2.1 La situation patrimoniale du système de retraite fin 2024**

Au 31 décembre 2024, la valeur de marché de l'ensemble des actifs admis en représentation des réserves<sup>2</sup> constituées au sein des régimes de retraite par répartition représente 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. Les réserves de l'Agirc-Arrco sont ainsi les plus importantes en termes d'encours gérés. La valeur de marché des actifs admis en représentation des réserves de financement de moyen et long terme du régime s'est ainsi élevée à 86,5 Mds€ fin 2024, soit près de 11 mois de prestations. Avec prise en compte du fonds de roulement du régime, le total des réserves s'établissait à 108,3 Mds€ courants (soit un montant proche de 13 mois de prestations).

---

<sup>2</sup> Réserves techniques de financement à moyen et long termes et fonds de roulement

Les principaux montants sont ensuite détenus par les régimes complémentaires de la CNAVPL (au total 38,2 milliards d’euros répartis entre les dix sections professionnelles, soit près de 73 mois de prestations), le régime complémentaire des indépendants (21,2 milliards d’euros, soit 99 mois de prestations) et l’Ircantec (17,7 milliards d’euros représentant près de 49 mois de prestations). Par ailleurs, même si le régime spécial des agents titulaires de la Banque de France est entièrement provisionné afin de faire face à la baisse importante de ses effectifs cotisants, ce régime continue à fonctionner en répartition (les cotisations de l’année continuant à financer, au moins pour une faible partie, les prestations de l’année). Ses réserves, qui s’élevaient à 13,7 milliards d’euros au 31 décembre 2024 sont donc comptabilisées avec les autres régimes fonctionnant en répartition même si elles représentent près de 289 mois de prestations.

**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.

À l’inverse, certains régimes de retraite ne disposent d’aucune réserve financière. C’est notamment le cas de la Caisse nationale d’assurance vieillesse (Cnav), dont les besoins de financement – ainsi que ceux du Fonds de solidarité vieillesse (FSV) – ont été repris par la Caisse d’amortissement de la dette sociale (Cades) en application de la loi de financement de la sécurité sociale pour 2011. La même situation prévaut pour plusieurs régimes bénéficiant d’une garantie de ressources publiques qui assure leur équilibre financier, tels que les régimes spéciaux de la SNCF et de la RATP. Le régime des pensions civiles et militaires de l’État ne dispose pas davantage de réserves. Retracer en comptabilité budgétaire au sein du compte

d'affectation spéciale « Pensions », il est tenu par la loi de couvrir en permanence l'intégralité de ses dépenses par des recettes identifiées. Il dispose à ce titre d'un indicateur comptable, le « solde cumulé », qui doit rester positif à tout moment – et qui s'élevait à 4,3 milliards d'euros fin 2024. Ce solde, de nature strictement comptable, ne constitue pas une réserve financière et n'est donc pas intégré dans l'évaluation des réserves totales du système. Enfin, la Caisse nationale de retraites des agents des collectivités locales (CNRACL) ne détient plus de réserves depuis 2020. Sa dette a, elle aussi, été transférée à la Cades, dans le cadre du dispositif de reprise des déficits des régimes publics.

Le Fonds de réserve pour les retraites (FRR) dispose d'un actif de 20,4 Mds€ au 31 décembre 2024 (soit 0,7 % du PIB). Il a participé au financement de la Cades à hauteur de 2,1 Mds€ par an depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2011 et a ainsi financé partiellement l'amortissement de la dette de la Cnav et du FSV. Le FRR a versé 30 Md€ au total à la Cades entre 2011 et 2024, un montant correspondant à l'ensemble des dotations qu'il a reçues. Depuis 2018, aucune nouvelle reprise de dette de la CNAV ou du FSV n'a été opérée par la CADES. Celle-ci continue néanmoins de rembourser les dettes reprises avant 2018. La loi du 7 août 2020 (liée à la crise sanitaire et à la création de la Caisse nationale de solidarité pour l'autonomie) a prolongé la durée de vie de la CADES jusqu'en 2033 (au lieu de 2024 auparavant). A compter de 2025 jusque 2033, le versement prévu est de 1,45 Md€.

En agrégeant les réserves constituées au sein des régimes en répartition et celles du FRR, les réserves totales du système de retraite en répartition s'élèvent à un peu plus de 234,2 Mds€, soit 8,0 % du PIB en 2024.

## **2.2 Des réserves dont les objectifs ne sont pas toujours clairement identifiés**

En France, les régimes en répartition qui accumulent des réserves le font le plus souvent sans en définir les objectifs, et parfois sans les intégrer dans le pilotage général du régime. Plusieurs profils se distinguent, selon que les réserves résultent de l'accumulation d'excédents sans avoir explicitement de fonction définie ou qu'elles constituent un instrument de pilotage des régimes<sup>3</sup>.

Certaines caisses ont constitué des réserves du fait d'une démographie favorable, sans que ces réserves participent explicitement du pilotage du régime, ni que leur gestion suive une véritable stratégie. C'est le cas de la CNAVPL qui gère le régime de base des professions libérales (hors avocats), de la Carpimko (régime complémentaire de la caisse des auxiliaires médicaux), de la CNBF (caisse nationale des barreaux français) dont le nombre de cotisants a augmenté au cours des dernières années et qui disposent de réserves importantes. Ces réserves peuvent toutefois être considérées comme des réserves de lissage, puisqu'elles résultent de l'excédent temporaire des cotisations des affiliés découlant d'une démographie favorable. L'objectif de lissage est toutefois implicite, ces régimes n'ayant pas défini de stratégie d'utilisation de leurs réserves.

---

<sup>3</sup> Cf. rapport annuel Cour des comptes 2022.

Dans certains régimes, les réserves constituent des réserves de précaution dont l'objectif est d'assurer la stabilité financière du régime face à des aléas ou déséquilibres temporaires (crise économique, baisse des cotisations, etc.). C'est le cas du régime complémentaire du personnel navigant professionnel de l'aéronautique civile qui a été parmi les premiers à constituer des réserves et à en organiser la gestion financière, avec la création d'une commission des placements dès 1953. Le résultat net de ce régime demeure positif en dépit d'un déficit technique grâce aux produits financiers générés par la gestion de ses réserves. Le conseil d'administration examine chaque année le taux de couverture des prestations par les cotisations futures sur 30 ans et doit augmenter le taux d'appel si les réserves représentent moins de cinq années de prestations à cet horizon. Plusieurs régimes complémentaires gérés par des caisses de professions libérales ont également mis en place un pilotage fondé sur une approche dite de « répartition provisionnée » afin de constituer des réserves (principe de provisionnement) en vue de limiter les évolutions à la hausse ou à la baisse des cotisations ou des prestations sur le long terme.

La constitution de réserves est plus récente dans les régimes interprofessionnels. Leur taille (nombre de cotisants et de pensionnés) étant par définition plus importante que celle des régimes professionnels, ils sont moins exposés à des variations importantes de leur effectif cotisant, susceptibles d'affecter leur pérennité.

Pour l'Ircantec, par exemple, les règles prudentielles ont comme objectif de disposer, à l'échéance de 20 ans, d'un montant de réserves équivalent à une année et demi de prestations et d'assurer ses engagements à l'horizon de 30 ans. Les réserves du régime font l'objet de placements, selon une allocation d'actifs définie par période de quatre années, en lien avec les paramètres techniques de la même période.

Le pilotage du RCI, qui s'est substitué en 2013 aux deux régimes complémentaires des artisans et des commerçants, s'appuie également sur deux règles de gestion. D'une part, le délai prévisionnel d'épuisement des réserves doit être au moins égal à l'espérance de vie résiduelle de la génération atteignant l'âge légal de la retraite (soit 2049 pour la génération née en 1958 et ayant 62 ans en 2020). D'autre part, le taux de couverture des engagements liés aux cotisations annuelles par ces mêmes cotisations doit permettre de s'assurer que le régime ne crée pas de droits qu'il ne pourrait honorer plus tard. Selon des travaux réalisés fin 2020, un solde technique négatif est attendu dès 2025, les réserves étant épuisées à partir de 2063 dans l'hypothèse la plus prudente.

Pour l'Agirc-Arrco, l'accord national interprofessionnel de 2015 oblige à respecter un seuil minimal de réserves représentant six mois de prestations à l'horizon de 15 ans. Ce seuil minimal est largement dépassé puisque fin 2024, le montant des réserves de l'Agirc-Arrco s'élevait à 13 mois de prestations. Il en va de même à l'Ircantec où les réserves atteignaient, fin 2024, 49 mois de prestations pour un seuil minimum fixé à 18 mois. Pour la CNBF, les réserves représentaient 61 mois de prestations fin 2024 et 99 mois de prestations pour le RCI.

Dans son rapport de 2022, la Cour des comptes recommandait de définir un cadre de référence harmonisé pour les règles comptables applicables aux réserves des régimes de retraite. Une telle



harmonisation permettrait d'améliorer la mesure de la performance et la transparence des frais de gestion, tout en facilitant la comparaison entre régimes. La Cour préconisait également un assouplissement du cadre réglementaire, afin d'inciter les régimes à élaborer des stratégies de constitution et d'utilisation des réserves cohérentes avec leurs horizons de pilotage et leurs spécificités 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 d'envisager 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 excessive les pensions futures au détriment de leur revenu disponible (cf. partie 3).

## **2.3 La gestion des réserves**

Les réserves des régimes de retraite sont investies sur différents supports, (actions, obligations, immobilier ou monétaire), dans des proportions encadrées par le code de la sécurité sociale (à l'exception de l'Agirc-Arrco, de l'Ircantec, de l'Erafp, de la MSA et de la Banque de France qui disposent d'une réglementation propre). Ainsi, au moins 34 % des réserves doivent être investies en obligations et la part des investissements immobiliers ne peuvent pas dépasser 20 %. En l'absence de limite sur la détention d'actions, les caisses peuvent donc investir jusqu'à 66 % de leurs réserves sous forme d'actions. Au 30 juin 2020, les régimes vieillesse dans leur ensemble avaient investi leurs réserves à hauteur de 33 % dans des actifs risqués (actions et non coté) et à près de 60 % dans des actifs non risqués (obligations ou monétaire)<sup>4</sup>.

L'Agirc-Arrco investit ces réserves sur les marchés financiers, sous des contraintes de prudence. En 2024, la répartition typique du portefeuille était d'environ 70 % en obligations (titres de dette) et 30 % en actions. Environ 90 % des placements sont localisés dans la zone euro, dont une part significative en France.

## **2.4 Une contribution au financement de l'économie**

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 sociétés. Ils achètent également des obligations d'État, participant ainsi au financement des dépenses publiques et à la soutenabilité financière du pays.

Sur longue période, le rendement réel des placements financiers est supérieur au taux de croissance de l'économie dans les principaux pays industrialisés. Dans une vaste fresque historique, Jordá et *al.* (2017) ont ainsi calculé que l'écart entre le taux de rendement de quatre grandes catégories d'actifs : immobilier résidentiel, actions, obligations d'État, dépôts bancaires et le taux de croissance économique s'élevait à 2,68 % en moyenne pour un ensemble de seize pays sur la période 1950-2015. Cette étude confirme par ailleurs un résultat observé par de nombreuses contributions antérieures : en moyenne, le rendement réel des actions est supérieur

---

<sup>4</sup> Cf. Fiche éclairage « Impact de la crise sanitaire sur les réserves des caisses de retraite », CCSS, septembre 2020.

au rendement réel des actifs sans risque (obligations et actifs monétaires). Ces observations se confirment pour la France sur la période 1950-2015 (cf. tableau).

**Tableau 1 – Taux de rendement réels annuels moyens  
des actifs sans risque et risqués en France**

	Après 1950					Après 1980				
	Bons du Trésor	Obligations	Actions	Immobilier	Taux de croissance annuel moyen PIB volume	Bons du Trésor	Obligations	Actions	Immobilier	Taux de croissance annuel moyen PIB volume
Taux de rendement réels annuels moyens	0,96%	2,97%	6,01%	9,68%	3,2%	2,24%	6,96%	9,61%	5,78%	1,9%

Source : Jordà, O. et al (2019) “The Rate of Return on Everything, 1870–2015”, *The Quarterly Journal of Economics*, 134(3), 1225-1298, calculs COR pour le PIB d’après données Insee.

Il est important de noter toutefois que les rendements des actions tels qu'ils peuvent être calculés à partir des cotes officielles sont bruts de frais, or ceux-ci peuvent s'avérer élevés surtout en cas de faible concurrence entre les intermédiaires. En outre, les rendements calculés sont des moyennes sur longue période. Les placements en actions ou immobilier demeurent risqués et toute espérance de rendement annuel moyen favorable sur une période de temps longue est susceptible d’être anéantie par un krach boursier ou immobilier.<sup>5</sup>

Ainsi, la crise de 2020 a montré que la mobilisation de réserves de moyen-long terme dans l’urgence, dans un contexte de marché dégradé, n’était pas optimale. En effet, la cession d’actifs en période de crise économique en vue de garantir l’équilibre d’un régime de retraite peut se traduire par une perte d’opportunité importante quant à la valorisation financière desdits actifs, dans la mesure où les chocs économiques affectent les marchés financiers. La crise sanitaire a eu pour effet une baisse de 11 milliards d’euros des réserves financières au 30 juin 2020<sup>6</sup>. Le recul du niveau des réserves provenait de la dépréciation des actifs financiers détenus par les caisses (6 milliards d’euros), au financement de mesures exceptionnelles de soutien aux cotisants de certaines caisses de non-salariés (1 milliard) et à la dégradation de l’équilibre technique des régimes vieillesse et invalidité en lien avec les mesures de report de cotisations ou de réduction de l’activité (4 milliards).

Les réserves peuvent donc jouer un rôle de stabilisateur financier, en lissant les chocs démographiques et en répartissant l’effort plus équitablement dans le temps. Cela permet d’éviter que les jeunes générations soient seules à supporter les déséquilibres dans le futur. Néanmoins, le niveau des réserves doit être justement calibré, leur utilisation strictement encadrée et leur gestion transparente afin de respecter l’équité entre générations et l’efficacité économique à court et long terme.

<sup>5</sup> Lavigne A., « Financer les retraites par capitalisation : pourquoi pas, mais avec quel capital ? » (document 7 du dossier)

<sup>6</sup> Impact de la crise financière sur les réserves des caisses de retraite, Les comptes de la Sécurité sociale, septembre 2020.