

CONSEIL D'ORIENTATION DES RETRAITES

Séance plénière du 18 décembre 2025 à 10h00

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

Document n° 4
<i>Document de travail, n'engage pas le Conseil</i>

Impact de la crise sanitaire sur les réserves des caisses de retraite

Les comptes de la Sécurité sociale – septembre 2020

3.2 Impact de la crise sanitaire sur les réserves des caisses de retraite

Certaines 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, malgré, dans certains régimes de travailleurs indépendants, une utilisation dérogatoire des réserves pour financer des mesures exceptionnelles de soutien aux cotisants.

Les régimes de retraite disposent dans leur ensemble de 189 Md€ de réserves financières gérées de façon diversifiée

Les réserves détenues par les caisses de retraite répondent à plusieurs objectifs

Les caisses gestionnaires de l'ensemble des régimes de retraite (de base, complémentaires, additionnels et intégrés) disposent de réserves financières, dont le montant total s'élève à 189 Md€ (cf. encadré 1) à fin juin 2020 (hors Fonds de réserve des retraites)¹. Ces réserves concernent principalement l'assurance vieillesse (188 Md€) et, dans une moindre mesure, des régimes invalidité-décès (2 Md€).

Le choix de constituer des réserves pour des régimes de retraite en répartition répond en premier lieu à la nécessité de garantir sur le long terme le paiement des pensions des retraités et futurs retraités. Dans une moindre mesure, les réserves financières peuvent servir un objectif de trésorerie : pour les organismes de sécurité sociale ne disposant ni d'une possibilité d'emprunt auprès de l'ACOSS, ni d'une garantie publique de leurs dettes, il est moins coûteux et plus certain de disposer de liquidités en réserve, que de devoir solliciter le marché privé de la dette. Ainsi, les réserves des régimes de retraite sont bien supérieures à la couverture des besoins de trésorerie, et leur constitution résulte de différentes configurations.

A l'exception des régimes de base des professions libérales et des avocats, les régimes ayant constitué des réserves financières sont des régimes complémentaires d'assurance vieillesse (et certains régimes spéciaux), dont la gestion plus autonome, sur une base professionnelle ou paritaire, les place en dehors des mécanismes publics de garantie de dette. Suivant la même logique de gestion et de financement autonomes, les régimes invalidité-décès des professions libérales et des avocats ont également constitué des réserves financières.

En cas de choc démographique positif (lié par exemple à la meilleure attractivité d'une profession), ou lors de la phase de maturation qui suit la création d'un régime de retraite par répartition, le respect du principe de neutralité actuarielle conduit à constituer des réserves en accumulant les excédents techniques. Le produit du placement de ces réserves peut alors servir à majorer le rendement du régime de façon pérenne pour l'ensemble des générations, y compris celles adhérent au régime une fois le choc positif passé. Toutefois, les pratiques des caisses

Encadré 1 • Ecarts de mesures du niveau des réserves

Il existe plusieurs façons de mesurer le niveau des réserves financières des caisses de retraite. Notamment, le Conseil d'orientation des retraites (COR) a calculé dans son rapport de novembre 2019 un niveau agrégé des réserves des régimes de retraites de 136,9 Md€ à fin 2017, soit un écart de 53 Md€ par rapport au montant calculé ici à fin juin 2020.

Cet écart s'explique avant tout par un périmètre plus restreint retenu par le COR : les réserves des régimes intégralement provisionnés comme celui de la retraite additionnelle de la fonction publique (RAFP ; 35 Md€), le régime en capitalisation des pharmaciens (7 Md€) et la réserve spéciale de la Banque de France (4 Md€), ne sont pas incluses dans les 136,9 Md€. Par ailleurs, les réserves des régimes de prestations complémentaires de vieillesse des professionnels de santé libéraux (2 Md€), des régimes invalidité-décès des professionnels libéraux (qui ne sont pas des régimes d'assurance vieillesse, même si elles sont gérées par des caisses de retraite) et les réserves de petits régimes comme celui couvrant l'allocation viagère des gérants de débits de tabac (RAVGDT ; 0,5 Md€) et ceux des artistes auteurs gérés par l'IRCEC (0,7 Md€) n'ont pas non plus été comptabilisées par le COR.

Ensuite, le chiffre calculé par le COR en 2019 établit le total des réserves au 31 décembre 2017, en valeur d'acquisition. La méthode de valorisation en valeur d'acquisition est une méthode comptable qui conduit à valoriser les actifs selon leur prix d'acquisition, diminué de son éventuelle moins-value. Ainsi, les plus-values réalisées ne sont pas comptabilisées.

Tableau 1 • Répartition des réserves détenues par les caisses de retraite par type de régime

	Montants au 30 juin 2020 (Md€)
Vieillesse	188
dont régimes de base	18
dont régimes complémentaires	168
dont régimes PCV*	2
RID**	2
Ensemble	189

Source : Données des régimes.

Notes : * les régimes de prestations complémentaires de vieillesse représentent un troisième étage de régime de retraite obligatoire, dont les cotisations sont partiellement prises en charge par l'assurance maladie pour les professionnels de santé exerçant dans un cadre conventionnel ; ** Les régimes d'invalidité-décès sont des régimes obligatoires permettant l'attribution de pension d'invalidité en cas d'invalidité totale et définitive de l'affilié rendant impossible l'exercice de la profession.

¹ Le montant du Fonds de réserves des retraites est de 29,5 milliards d'euros au 30 juin 2020.

sont hétérogènes dans l'affectation des excédents entre la mise en réserve et l'amélioration du rendement.

En anticipation d'un choc négatif, certaines caisses peuvent avoir constitué des réserves en prévision d'une baisse anticipée des recettes (résultant d'une baisse du nombre de cotisants ou des rémunérations par exemple). Enfin, dans le cas d'une gestion prudente, certaines caisses pourraient se fixer des paramètres (taux de conversion ou taux de revalorisation) inférieurs à leur valeur d'équilibre, permettant de dégager des excédents et d'accumuler des réserves, sans qu'une hausse des dépenses ne soit envisagée à moyen terme.

Tableau 2 • Montant des réserves en Md€ et en années de prestations au 30 juin 2020

	Montant (Md€)	Part dans le total	Années de prestations
AGIRC-ARRCO	60,3	31,8%	0,8
ERAFFP	34,8	18,4%	n.p
Professions libérales (retraite)	31,8	16,8%	5,4
RCI	16,7	8,8%	8,5
Banque de France	14,7	7,7%	n.p
IRCANTEC	12,3	6,5%	3,6
CAVP (régime en capitalisation)	7,2	3,8%	n.p
CRPN	5,3	2,8%	8,6
CNBF	2,1	1,1%	5,4
Professions libérales (RID)	1,7	0,9%	n.p
CRPCEN	1,1	0,6%	1,2
Artistes auteurs	0,7	0,4%	14,3
RAVGDT	0,5	0,3%	6,4
MSA	0,1	0,1%	0,2
Total	189,4	100%	

Source : Données des régimes.

Note : n.p non pertinent

Deux indicateurs sont nécessaires pour apprécier la situation relative aux réserves dont dispose chaque régime.

Un premier indicateur consiste à rapporter le montant des réserves au montant annuel des prestations servies par le régime. La moitié des régimes de retraite disposent de réserves égales à moins de 7 années de prestations. Si cet indicateur permet de tenir compte de la taille des populations retraitées couvertes par chaque régime, il n'est pas suffisant pour apprécier la garantie sur le versement des pensions à long terme que permettent d'offrir les réserves. En effet, un régime en cours de constitution de réserves peut disposer de montants de réserves relativement faibles, sans que cela ne mette cause sa capacité à payer les pensions sur le long terme.

Un second indicateur consiste à calculer un horizon d'extinction des réserves, c'est-à-dire la date à laquelle le régime aura liquidé l'ensemble de ses réserves et sera donc obligé de financer son déficit soit par une hausse des cotisations, soit par une baisse des prestations. Cet indicateur nécessite de projeter une évolution démographique et économique des populations cotisantes et retraitées. Selon les projections réalisées par les régimes en 2018 et 2019, soit avant la crise sanitaire, l'ensemble des régimes de retraite calculait un horizon d'extinction des réserves supérieur à 2050, à l'exception de certains régimes de professions libérales et du régime des navigateurs aériens.

Notamment, depuis l'accord national interprofessionnel de 2019 qui modifie les règles d'indexation des valeurs d'achat et de service du point, l'horizon d'extinction des réserves de l'AGIRC-ARRCO dépasse 2070 (avec une hypothèse de croissance réelle des salaires de 1,3% par an), offrant ainsi des garanties importantes sur le versement des pensions futures, alors que les réserves de ce régime ne représentent qu'une année de prestations servies.

L'importance des réserves détenues par les caisses de retraite est très variable

Les 5 régimes de retraite les plus importants détiennent 73% du total des réserves. Cette concentration s'explique à la fois par :

- 1) la grande différence de taille des caisses détentrices de réserves. Par exemple, l'AGIRC-ARRCO gère la retraite de 19 millions de cotisants et 13 millions de retraités, contre 4 500 cotisants et 2 900 retraités pour la CAVOM (retraite des officiers ministériels). Les besoins de financement et de mise en réserve ne sont donc pas de même ordre.
- 2) la différence de situation démographique des régimes. Certains régimes bénéficiant d'une démographie favorable (le régime des avocats ou des auxiliaires médicaux par exemple) sont actuellement en phase de constitution de réserves, tandis que d'autres dont la démographie décline (le régime des médecins libéraux ou celui des pharmaciens) sont en phase de consommation de leurs réserves.
- 3) le mode de gestion provisionné ou non choisi par certains régimes. Ainsi, les régimes qui ont choisi une gestion intégralement provisionnée disposent d'un niveau de réserves supérieur aux besoins de paiement des prestations qu'ils ont à servir : le mode de gestion intégralement provisionnée conduit à ce que chaque droit créé soit immédiatement couvert par une provision. Les cotisations prélevées chaque année sont donc mises en réserve. La phase de maturation du régime conduit donc à accumuler des réserves importantes égales aux droits créés année après année.

Les réserves financières sont investies de façon diversifiée

Les réserves financières des régimes d'assurance vieillesse et invalidité-décès 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 et de l'ERAFFP qui disposent d'une réglementation propre). Ainsi, au moins 34% des réserves doivent être investies en obligations et la part des investissements immobiliers ne peut 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.

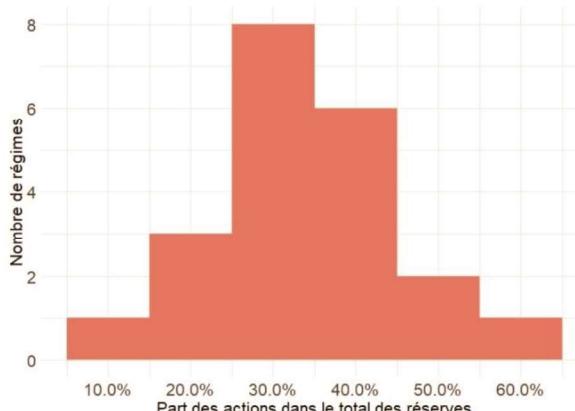
Toutefois, en fonction de l'arbitrage rendement/risque propre à chaque régime, leur allocation d'actifs est plus ou moins tournée vers des supports risqués. Au 30 juin 2020, les régimes vieillesse dans leur ensemble avaient investi leurs réserves à hauteur de 33% dans des actifs risqués (actions ou non coté) et à près de 60% dans des actifs non risqués (obligations ou monétaire).

Tableau 3 • Répartition des réserves par support d'investissement (juin 2020)

juin 2020		
	Montant (Md€)	%
Obligations	102	54%
Actions	58	31%
Immobilier	14	8%
Monétaire	8	4%
Non coté	3	2%
Autres	3	2%
Total	189	100%

Source : Données des régimes.

Graphique 1 • Histogramme du taux de détention des réserves sous forme d'actions



Source : Données des régimes.

La crise sanitaire a eu pour effet une baisse des réserves financières de 11 Md€ au 30 juin 2020

La crise sanitaire a conduit à diminuer de près de 11 Md€ le niveau des réserves détenues par les caisses de retraite, soit une diminution de 6%, celui-ci passant de près de 201 Md€ au 31 décembre 2019 à 189 Md€ au 30 juin 2020.

Tableau 4 • Décomposition de la diminution du niveau des réserves à l'issue de la crise sanitaire

	Montant (Md€)	Pourcentage
Réserves au 31 décembre 2019	201	100%
Réserves au 30 juin 2020	189	94%
Spontané	- 6	-3%
Mesures d'urgence	- 1	-1%
Deficit technique	- 4	-2%
Total	- 11	-6%

Source : Données des régimes.

Cette baisse du niveau des réserves est due à la dépréciation des actifs financiers détenus par les caisses (baisse spontanée, pour 6 Md€), au financement de mesures exceptionnelles de soutien aux cotisants de certaines caisses de non-salariés (pour 1 Md€) et à la dégradation de l'équilibre technique des régimes vieillesse et invalidité, en lien avec les mesures de report de cotisation ou avec la réduction de l'activité (pour 4 Md€).

La crise sanitaire s'est traduite par une diminution spontanée des réserves des caisses de retraite de près de 6 Md€

La crise financière de février-mars 2020, résultant du déclenchement de la crise sanitaire, a engendré une forte dépréciation des marchés actions sur l'ensemble des places financières de la planète (de près de -40% pour le CAC40 entre février et mars). Dans une moindre mesure, la remontée des taux constatés sur la même période a pu

Cela s'est traduit par une baisse spontanée de la valeur de marché des réserves des caisses de retraite de 6 Md€, soit 3% de leur valeur au 31 décembre 2019.

Le caractère limité de cette variation spontanée par rapport aux mouvements ayant affecté les places financières en 2020 s'explique par plusieurs raisons. D'abord, après une baisse brutale des cours de l'ordre de - 40% entre février et mars, ceux-ci sont remontés pendant le printemps, effaçant ainsi environ la moitié des pertes. Ensuite, la diversification de l'actif a permis de limiter l'impact de la baisse des cours sur le niveau des réserves, celles-ci n'étant investies qu'à hauteur de 31% en actions. Enfin, les stratégies d'investissement mises en œuvre par les caisses ont pu limiter les pertes : certaines caisses avaient investi dans des produits de couverture pour se prémunir d'une chute brutale des cours, d'autres avaient préventivement vendu une partie de leurs actions en fin d'année 2019, dans un contexte de maximum historique des marchés financiers et d'autres encore ont pu procéder à des réallocations d'actifs à partir du mois de mars, permettant de tirer profit de la remontée des cours.

Les réserves ont également été mobilisées pour financer les déficits techniques des régimes vieillesse et invalidité décès à hauteur de 4 Md€

La crise sanitaire, le confinement et les mesures de chômage partiel ont réduit l'assiette de cotisation des caisses de retraite dans des proportions variables. Confrontées à la nécessité de continuer à financer les pensions, les caisses ont donc dû puiser dans leurs réserves pour compenser la diminution des cotisations encaissées. Du fait de la dégradation des conditions de marché, ce sont les actifs les plus liquides qui ont été cédés dans un premier temps, conduisant ainsi les réserves détenues sous forme d'actifs monétaires et de liquidités à diminuer de près de 50%, soit 7 Md€.

conduire à une diminution de la valeur de marché de certaines obligations détenues par les caisses.

Les réserves des caisses de retraite ont contribué au financement de mesures de soutien aux cotisants à hauteur de 1,2 Md€

La crise sanitaire et le confinement se sont traduits par une baisse significative de l'activité des travailleurs indépendants. Si le Gouvernement a mis en place un fonds de solidarité pour venir en aide aux travailleurs indépendants ainsi qu'un fonds spécifique à destination des professionnels de santé libéraux affectés par la crise, les instances gestionnaires des caisses de retraite des travailleurs indépendants et des professions libérales ont souhaité compléter ces dispositifs d'aide en finançant des aides exceptionnelles à destination des cotisants, à l'aide des réserves des régimes de retraite complémentaires ou d'invalidité-décès qu'elles gèrent. L'article 10 de la loi d'urgence du 17 juin 2020 (cf. encadré n° 2) a autorisé les caisses de retraite des travailleurs indépendants et libéraux à utiliser leurs réserves de façon dérogatoire et exceptionnelle en 2020 pour financer des mesures d'aide dans le cadre de la crise sanitaire.

Tableau 5 • Montants des mesures exceptionnelles de soutien en faveur des travailleurs indépendants

	Réserves vieillesse (Md€)	Réserves des Régimes Invalidité Décès (Md€)	Ensemble (Md€)	Exécuté au 30 juin 2020 (Md€)
RCI	1 017	-	1 017	926
CIPAV		190	190	-
CARCSDF-CD	32	135	167	164
CARCSDF-SF	6	1	7	7
CARPIMKO	160		160	-
CARMF		140	140	60
CNBF	30	30	60	6
Total (Md€)	1 245	496	1 741	1 163

Source : Données des régimes.

Encadré 2 • L'utilisation exceptionnelle et dérogatoire des réserves dans le cadre de la crise sanitaire

L'article 10 de la loi n° 2020-734 du 17 juin 2020 relative à diverses dispositions liées à la crise sanitaire, à d'autres mesures urgentes ainsi qu'au retrait du Royaume-Uni de l'Union européenne (« loi d'urgence ») a autorisé à titre exceptionnel les caisses de retraite des travailleurs indépendants et libéraux à financer en 2020 une aide destinée à leurs cotisants, à l'aide des réserves financières de leurs régimes complémentaires de vieillesse ou d'invalidité-décès. Les aides autorisées par la loi peuvent prendre la forme de versements directs aux cotisants ou de prise en charge des cotisations recouvrées par la caisse et peuvent être automatiques ou conditionnées à une demande de l'assuré.

Cette utilisation exceptionnelle des réserves est limitée à 1 Md€ par organisme et est soumise à quatre conditions cumulatives visant à préserver l'équilibre financier des régimes complémentaires de vieillesse et d'invalidité-décès à court, moyen et long termes :

- 1° Le prélèvement sur les réserves d'un régime d'invalidité-décès ne doit pas aboutir à ce que celles-ci soient inférieure à 1,5 fois le montant des prestations versées en 2019 ;
- 2° Le prélèvement sur les réserves d'un régime complémentaire de vieillesse ne doit pas aboutir à ce que l'horizon d'extinction des réserves soit inférieur à 30 ans ;
- 3° La décision d'affectation des réserves ne doit pas conduire à céder des actifs financiers ou immobiliers dans des conditions de marché défavorables ;
- 4° La décision d'affectation des réserves doit permettre de maintenir un fonds de roulement égal à 3 mois de prestations.

Le montant des mesures décidées s'élève ainsi à plus de 1,7 Md€. A l'exception du Conseil de la protection sociale des travailleurs indépendants (CPSTI) qui a choisi de mobiliser près de 1 Md€ des réserves du régime complémentaire vieillesse des travailleurs indépendants (RCI) et de la CARPIMKO (caisse de retraite des auxiliaires médicaux), les caisses de retraites des professions libérales ont principalement mobilisé les réserves de leurs régimes d'invalidité-décès pour financer ces mesures de soutien.

Au 30 juin 2020, seulement 1,2 Md€ avaient été effectivement décaissés, ce qui devrait conduire à dégrader le niveau des réserves des caisses de retraite de 0,5 Md€ supplémentaires au cours du second semestre 2020.

Conformément aux dispositions de la loi d'urgence du 17 juin 2020, ces mesures de soutien sont financées par des cessions d'actifs relativement liquides, c'est-à-dire pouvant être vendus sans perte nominale.

Ainsi, la crise sanitaire, en plus de réduire le niveau des réserves, a également eu pour effet de modifier la composition de l'actif des caisses de retraite : la part des actifs monétaires (les plus liquides) s'est considérablement réduite (-7 Md€), tandis que la part des actions a diminué dans des proportions plus réduites (-5 Md€). La part des obligations est restée stable à 102 Md€.

Tableau 6 • Evolution de l'allocation des réserves entre décembre 2019 et juin 2020

	décembre 2019		juin 2020		Evolution
	Montant (Md€)	%	Montant (Md€)	%	
Obligations	102	51%	102	54%	1%
Actions	63	31%	58	31%	-7%
Immobilier	14	7%	14	8%	6%
Monétaire	15	7%	8	4%	-46%
Non coté	3	2%	3	2%	1%
Autres	5	2%	3	2%	-34%
Total	201	100%	189	100%	-6%

Source : Données des régimes