

CONSEIL D'ORIENTATION DES RETRAITES

Séance plénière du 18 décembre 2025 à 10h00

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

Le dossier en bref

Préparé par le secrétariat général du Conseil, sous la direction du président du COR

Pourquoi ce sujet ? 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, les actifs admis en représentation des réserves constituées au sein des régimes de retraite par répartition représentent ainsi 213,8 Mds€ (valeur de marché), soit 7,3 % du PIB. Le dossier analyse le calibrage de ces réserves et les stratégies de gestion opérées par les régimes. Il examine également l'opportunité d'une évolution du système de retraite français vers une part accrue de capitalisation.

1. État des lieux et calibrage des réserves du système de retraite

- **Pour quels motifs certains régimes constituent-ils des 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 différents aléas. Ainsi, 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. Les réserves permettent également de couvrir les besoins de financement liés à une conjoncture défavorable ou bien à des comportements de départ à la retraite non anticipés. À cet égard, plusieurs régimes ont puisé dans leurs réserves pendant la crise sanitaire, révélant leur rôle stabilisateur vis-à-vis des chocs économiques (**document n° 4**). À plus long terme, le système de retraite par répartition est étroitement dépendant de la démographie, dont les évolutions conditionnent en partie son équilibre financier. Constituer des réserves dans les phases favorables permet de lisser les besoins d'ajustements futurs de cotisations ou de pensions (**document n° 2**).
- **Quel est le niveau optimal des réserves ?** Dans l'absolu, le recours à l'endettement permet également de répondre à des besoins de financement 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. 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. C'est pourquoi la réflexion sur la constitution de réserves est indissociable d'une analyse en termes d'équité intergénérationnelle. Des simulations réalisées par la direction technique de l'Agirc-Arrco illustrent ainsi la forte sensibilité des réserves du régime aux principaux paramètres de pilotage (**document n° 3**).
- **Tous les régimes disposent-ils de réserves ?** Le système de retraite présente de fortes disparités entre régimes : certains régimes disposent de réserves financières leur permettant de garantir, au moins en partie le paiement des pensions dans le futur. 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 pourtant faire face aux mêmes difficultés que les régimes qui en détiennent (**document n° 5**).

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

- **Répartition vs capitalisation : quelles différences de 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 qui ne peut se résumer aux rendements moyens de certains actifs financiers. En effet, aucun fonds de pension ni épargnant n'investit uniquement en actions : la diversification est indispensable pour maîtriser les risques. À la retraite, le capital doit être transformé en flux de pension, nécessitant des actifs liquides et peu volatils. Les indices boursiers ne reflètent donc ni les arbitrages réels ni les contraintes des régimes en capitalisation. Par ailleurs, même si le rendement du capital dépasse souvent la croissance à long terme, l'assuré reste exposé aux fluctuations de marché, aux frais d'intermédiation et au risque de fortes pertes en cas de crise (**documents n° 7 et 8**).
- **Les deux systèmes de financement sont-ils exposés aux mêmes risques ?** 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. 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 (**document n° 6**).
- **En quoi les enjeux d'équité et de solidarité sont-ils différents ?** La répartition repose sur la solidarité intergénérationnelle à la différence de la capitalisation qui naturellement ne repose pas sur un tel principe. Du point de vue intragénérationnel, la répartition permet de nombreuses redistributions entre catégories de population. En capitalisation, des mécanismes redistributifs peuvent être intégrés lorsqu'elle est collective.
- **Et quels sont leurs impacts sur l'économie ?** 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 a priori moins de place à l'épargne financière.
- **Et quels enjeux en termes d'acceptabilité sociale ?** 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 (**document n° 6**).
- **Quelles seraient les difficultés de transition vers un système par capitalisation ?** Le remplacement, même partiel, d'un régime par répartition par un régime par capitalisation est complexe à envisager et implique de manière alternative ou concomitante : 1/ 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 ; 2/ 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 ; 3/ une prise en charge par l'État, qui représente une charge supplémentaire pour les finances publiques (**documents n° 6 et 9**).