

CONSEIL D'ORIENTATION DES RETRAITES

Séance plénière du 12 novembre 2025 à 10h00

Partie 1- Audition du Président du CSR

Partie 2 - Comparaison internationale des réserves et des fonds de pension

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

Note de présentation générale

À la demande des organisations syndicales, la séance du 18 septembre dernier, initialement consacrée à l'audition de M. Franck Von Lennep, Président du Comité de suivi des retraites (CSR), a été reportée et reprogrammée au 12 novembre 2025. Cette audition est complétée par une présentation de l'OCDE portant sur une comparaison internationale des réserves des systèmes de retraite en répartition et des fonds de pension. Cette présentation constitue une introduction à la séance plénière du 18 décembre prochain, qui sera consacrée aux réserves et à la capitalisation.

Partie 1 - Audition de M. Franck Von Lennep, Président du Comité de suivi des retraites¹

Dans le cadre de la procédure de pilotage du système de retraite instaurée par la loi du 20 janvier 2014, le COR auditionne chaque année le Président du CSR à la fois sur le dernier avis rendu par le Comité, et éventuellement sur les thèmes d'étude qu'il pourrait être utile d'approfondir dans le cadre du programme de travail à venir du COR².

L'avis du CSR a été publié le 10 juillet dernier. Il s'agit du premier avis du CSR récemment renouvelé et présidé par M. Franck Von Lennep.

Le **document n° 2** correspond au douzième avis annuel du CSR depuis juillet 2014, remis officiellement au Premier ministre le 10 juillet 2025 à la suite du rapport annuel du COR adopté le 12 juin 2025³. Le Comité revient en préalable sur le contexte de l'élaboration de cet avis et les travaux de la Délégation Paritaire Permanente (DPP). Malgré l'impossibilité d'arriver à un accord entre les partenaires sociaux, le Premier ministre a indiqué que des mesures issues de ces discussions pourraient être reprises par le Gouvernement dans le cadre des lois financières de l'automne. Ces mesures n'ayant pas été annoncées au moment de la rédaction de cet avis, l'analyse du CSR n'en fait pas état.

En amont de l'examen de la situation financière du système de retraite, le CSR souligne les progrès réalisés en termes de lisibilité permis par le choix du COR de mettre en avant un scénario de référence basé sur une seule convention pour le calcul des ressources et du solde du

¹ Monsieur Franck Von Lennep a été nommé Président du Comité de suivi des retraites en Conseil des ministres le 28 avril 2025. Il remplace Monsieur Didier Blanchet qui a occupé ce poste de 2019 à 2024. Le 27 mai 2025, Madame Marie Chanchole, Madame Alexandra Roulet, Monsieur Jean-Luc Matt et Monsieur Louis-Paul Pelé ont été nommés membres du CSR.

² L'audition renvoie ainsi au I de l'article L. 114-4 du code de la Sécurité sociale qui énonce : « *le Conseil d'orientation des retraites, les administrations de l'Etat, les établissements publics de l'Etat, le fonds mentionné à l'article L. 4162-17 du code du travail [le fonds chargé du financement des droits liés au compte personnel de prévention de la pénibilité] et les organismes chargés de la gestion d'un régime de retraite légalement obligatoire ou du régime d'assurance chômage sont tenus de communiquer au Comité les éléments d'information et les études dont ils disposent et qui sont nécessaires au Comité pour l'exercice de ses missions. Le Comité de suivi des retraites fait connaître ses besoins afin qu'ils soient pris en compte dans les programmes de travaux statistiques et d'études de ces administrations, organismes et établissements.* »

³ Douzième rapport annuel du COR, [Évolutions et perspectives retraites en France](#), juin 2025.

système de retraite dans ses projections. D'autres conventions sont retenues dans des analyses de sensibilités.

Au vu des déficits annoncés à l'horizon 2030 et après avoir examiné les principaux leviers permettant de ramener le système à l'équilibre en 2030, **le CSR recommande une sous-indexation des pensions des régimes de base de l'ordre d'au moins 1,9 % en cumul sur les cinq prochaines années.** Au-delà de 2030, d'autres mesures devront être décidées. Des propositions seront formulées par le CSR dans son prochain avis en 2026.

Missions et fonctionnement du Comité de suivi des retraites

Le rapport annuel du COR, ainsi que ses autres travaux, et en particulier ceux de projections sur la situation financière des régimes de retraite, alimentent la réflexion du CSR, créé par l'article 4 de la loi du 20 janvier 2014, qui est chargé de remettre, au plus tard le 15 juillet, un avis annuel et public dont le contenu est fixé au II de l'article L. 114-4 du code de la Sécurité sociale. Par ce biais, le CSR :

« 1° [Indique] s'il considère que le système de retraite s'éloigne, de façon significative, des objectifs définis au II de l'article L. 111-2-1. Il prend en compte les indicateurs de suivi mentionnés au 4° de l'article L. 114-2 et examine la situation du système de retraite au regard, en particulier, de la prise en considération de la pénibilité au travail, de la situation comparée des droits à pension dans les différents régimes de retraite et des dispositifs de départ en retraite anticipée ;

2° [Analyse] la situation comparée des femmes et des hommes au regard de l'assurance vieillesse, en tenant compte des différences de montants de pension, de la durée d'assurance respective et de l'impact des avantages familiaux de vieillesse sur les écarts de pensions ;

3° [Analyse] l'évolution du pouvoir d'achat des retraités, avec une attention prioritaire à ceux dont les revenus sont inférieurs au seuil de pauvreté. ».

Lorsqu'il considère que le système de retraite s'éloigne, de façon significative, de ses objectifs, le CSR énonce des recommandations, rendues publiques, qu'il « adresse au Parlement, au Gouvernement, aux caisses nationales des régimes obligatoires de base d'assurance vieillesse, aux services de l'État chargés de la liquidation des pensions et aux régimes de retraite complémentaire légalement obligatoires » et dont il contrôle la prise en compte : en effet, il « remet, au plus tard un an après avoir adressé [ces] recommandations (...), un avis public relatif à leur suivi ». Le Gouvernement, après consultation des organisations représentatives des employeurs et des salariés, doit présenter au Parlement les suites qu'il entend donner aux recommandations.

a) Des hypothèses économiques réalistes et des hypothèses démographiques adaptées

Le CSR salue le choix de l'hypothèse de productivité à 0,7 % comme scénario de référence qu'il estime « réaliste » et « en cohérence avec les niveaux constatés depuis 2000, systématiquement inférieurs à 1 % ». Cela est également le cas concernant le choix de l'hypothèse de chômage à 7 % « en cohérence avec les données observées » et « qui n'appelle pas de développement spécifique de la part du CSR ».

Les hypothèses démographiques n'ont pas été modifiées par le COR dans son exercice 2025 pour assurer une stabilité du cadre d'analyse à la suite de la mission flash de la Cour des Comptes de février 2025. Le CSR « *ne remet pas en question cet arbitrage conservatoire* » malgré des écarts avec les derniers résultats observés. Le CSR note que la décision du COR de modifier conjointement ces hypothèses, en attendant d'avoir davantage de recul, « *constitue une approche appropriée* ». Il ajoute cependant que le rapport de 2026 ne pourra pas s'appuyer sur le nouveau jeu d'hypothèses démographiques de l'Insee qui ne sera connu qu'à la fin de l'année 2026. Le CSR invite donc le COR et l'Insee à rechercher une bonne articulation de leurs travaux pour éviter des changements trop fréquents dans le choix de ces hypothèses qui « *pourrait nuire à la lisibilité et à l'appropriation de ses travaux dans le débat public* ».

b) Un solde en déficit croissant jusqu'en 2070

La trajectoire de dépenses en part de PIB est différente de celle du rapport 2024 en raison des révisions des deux cibles macroéconomiques de long terme dans le scénario de référence (productivité et taux de chômage). Les dépenses apparaissent quasi stables sur toute la période de projection. De manière plus précise, cette « *stabilité de la dépense de retraite dans le PIB est la résultante d'une progression de la dépense des retraites du secteur privé (base et complémentaire) et de la diminution de la part des dépenses de retraites publiques dans le PIB (de 2,2 % en 2025 à 1,3 % en 2070 pour les retraites des fonctionnaires d'État). Cette diminution s'explique en grande partie par une modération salariale constatée par le passé, mais aussi par son prolongement en projection jusqu'en 2037, date à partir de laquelle la rémunération totale des fonctionnaires évolue comme celle des autres actifs* ». Ces hypothèses conventionnelles sur l'évolution de la rémunération dans le secteur public, établies par la Direction du Budget, conduisent en effet à une forte baisse d'ici 2037 de la rémunération relative des fonctionnaires par rapport aux salariés du secteur privé, et de la part du traitement indiciaire dans leur rémunération totale. Les conséquences sur l'attractivité des métiers de la fonction publique et sur la baisse des taux de remplacement des fonctionnaires mériteraient d'être approfondies. En l'absence de telles analyses, le CSR estime que les dépenses de retraite de la fonction publique pourraient donc être sous-estimées. Le CSR juge également que les hypothèses conventionnelles⁴ concernant les revalorisations futures des valeurs d'achat et de service du point de l'Agirc-Arrco sont peu crédibles au regard de l'accumulation de réserves par le régime projetée à l'horizon 2070. Une hypothèse de sensibilité concernant l'évolution des paramètres de ce régime serait à ses yeux la bienvenue⁵. Le niveau des dépenses de ce régime apparaît donc à ce stade comme « *peu réaliste et sous-estimé dans les projections du COR* ». Au total, « *le CSR estime donc que les hypothèses de projection de certains régimes font apparaître un aléa haussier sur l'évolution des dépenses projetées des retraites* ».

Les ressources devraient quant à elles baisser d'ici 2070, passant de 13,9 % du PIB à 12,8 %. Cela serait « *en grande partie à cause de la baisse du poids des régimes spéciaux dans le PIB*,

⁴ Selon ces hypothèses, la valeur d'achat du point augmenterait comme le salaire moyen du secteur privé jusqu'en 2037 et sa valeur de service comme les prix hors tabac diminués de 0,4 point jusqu'en 2027 puis comme le salaire moyen moins 1,16 point jusqu'en 2037. Après 2037, les deux valeurs évolueraient de concert (salaire - 1,16).

⁵ La séance d'octobre du COR prévoit l'examen d'une variante d'indexation des paramètres de l'Agirc-Arrco permettant de maintenir les réserves aux alentours de 6 mois de prestations.

et d'une moindre contribution des transferts publics ». Le Comité revient sur les débats autour d'un supposé « *déficit caché* » et souhaite « *des améliorations de présentation, à la fois des comptes de l'État et des soldes des différents régimes de retraite* ». À ce titre, il renvoie vers les derniers travaux de l'IPP⁶ au sujet de la convention de comptabilisation des recettes du régime de retraite des fonctionnaires. Il souhaite « *compléter les informations sur son financement en distinguant ce qui relève de la partie contributive et de la subvention d'équilibre* ».

Le déficit du système de retraite dans les prochaines années résulte ainsi d'une quasi stabilité de la part des dépenses dans le PIB et d'une baisse des recettes rapportées au PIB en lien avec les « *conventions comptables propres au régime de la fonction publique d'État* ». Cela révèle des dynamiques d'évolution différentes entre les régimes : la dégradation du solde du système de retraite, qui s'établirait à -0,2 point de PIB en 2030 (soit 6,6 Mds d'euros) et atteindrait -1,4 point de PIB en 2070, est essentiellement portée par celle du solde du régime général. Le solde projeté sur 25 ans indique un déficit de « *0,5 point de PIB par an en moyenne* ». En raisonnant toutes choses égales par ailleurs, la dette sociale liée à la retraite constituée entre 2025 et 2050 « *représenterait 12,5 point de PIB* ». Face à cette situation financière dégradée, « *la soutenabilité financière du régime général devra donc constituer dans l'avenir la priorité du pilotage du système de retraite* ».

c) Niveau et durée des pensions

Le CSR a également pour mission d'analyser des indicateurs dans le but de remplir trois objectifs :

- « *Versement de pensions en rapport avec les revenus d'activité*⁷ ;
- *Traitement équitable des assurés au regard de la durée de la retraite et du montant de pension*⁸ ;
- *Solidarité intra et intergénérationnelle*⁹. »

Selon le Comité, la principale limite concernant la lecture de ces indicateurs réside dans l'absence de cibles ou de fourchettes¹⁰. Cela ne permet pas d'apprécier « *l'atteinte ou la non-atteinte des objectifs fixés* » et il est donc délicat d'énoncer des recommandations concernant ces indicateurs. Le Comité peut se forger un avis sur le niveau d'une cible à atteindre mais il est impératif que ce niveau soit ensuite débattu politiquement pour qu'il soit pleinement légitime. En raison de la nomination tardive des nouveaux membres du CSR, ce travail n'a pu être engagé pour le présent avis. Cependant, les membres du CSR souhaitent s'y consacrer dans les prochains mois et proposer des indicateurs rénovés dans l'avis de 2026. Ces indicateurs rénovés devraient alors être pris en compte pour les rapports annuels du COR.

⁶ [Retraites des fonctionnaires d'État : faut-il changer la convention comptable? | Institut des Politiques Publiques – IPP](#)

⁷ Indicateurs : taux de remplacement d'un salarié non-cadre du secteur privé, projeté sur 10 ans ; taux de remplacement d'un salarié ayant effectué toute sa carrière au Smic.

⁸ Indicateurs : durée moyenne de versement de la pension, projetée sur 25 ans ; taux de remplacement pour un agent sédentaire de catégorie B, projeté sur 10 ans.

⁹ Indicateurs : rapport entre les premiers déciles de pension et la pension moyenne – ensemble, hommes, femmes.

¹⁰ Une exception concerne cependant l'indicateur de taux de remplacement pour un salarié non-cadre.

Des commentaires synthétiques sur l'objectif de traitement équitable des assurés au regard de la durée de la retraite et du montant de pension sont néanmoins présents dans cet avis. Il en ressort que l'analyse par cas-type présente des « *difficultés accentuées d'interprétation concernant la fonction publique, pour laquelle on peut observer selon les professions, et donc au sein même des catégories statutaires, de fortes variations de la structure de rémunération* ». À cet égard, le Comité soulève le caractère conventionnel des hypothèses de variation de la composition de la rémunération des fonctionnaires (parts respectives du traitement indiciaire et des primes) et en discutera dans son prochain avis. Pour le cas-type de fonctionnaire sédentaire de catégorie B, le CSR relève une « *incohérence* » du fait de l'absence de plancher concernant le taux de remplacement comparable à celui fixé pour le cas-type du salarié non-cadre. Enfin, il regrette que l'hypothèse alternative du COR sur le maintien de la part des primes ne soit pas complétée par des analyses de sensibilité concernant les projections financières sur les dépenses de retraite de la fonction publique.

d) Les effets de bouclage macroéconomique

Dans son rapport 2025, le COR est revenu sur les effets d'un ajustement des paramètres du système de retraite sur le reste de l'économie. Ces travaux seront approfondis pour le rapport de 2026. Le CSR considère cette approche souhaitable, encourage ces réflexions mais attire l'attention sur deux éléments. Premièrement, la difficulté de l'estimation d'un bouclage macroéconomique oblige à systématiquement distinguer les effets de court terme et ceux de long terme. Deuxièmement, l'atteinte d'objectifs de croissance ou d'emplois ne sont pas substituables aux autres objectifs d'équité ou de solidarité, même si le taux d'emploi des seniors, qui influe sur la croissance, constitue une dimension majeure du pilotage des retraites. À cet égard, le CSR salue la hausse du taux d'emploi des seniors depuis 2000, notamment grâce aux réformes de retraite ayant conduit à un relèvement progressif de l'âge d'ouverture des droits à retraite¹¹.

e) La capitalisation ne peut pas constituer à court terme une réponse au déséquilibre de notre système par répartition

Une éventuelle transition d'un système en répartition vers un système en capitalisation étant très présente dans le débat autour des retraites, le CSR a souhaité y revenir brièvement. Il rappelle que des dispositifs facultatifs de capitalisation existent déjà et liste les avantages d'une telle transition. Bien que le CSR « *n'a pas à trancher entre avantages et inconvénients d'un recours accru à des formes de capitalisation* », il conclut que « *la capitalisation ne règle pas en lui-même la question de l'équilibre du système par répartition* » et peut même avoir pour effet « *de détourner des ressources du financement des régimes* ».

¹¹ Ainsi que le passage de 65 à 67 ans de l'âge de l'annulation de la décote.

f) Une sous-indexation des pensions des régimes de base pour retrouver l'équilibre en 2030

Au vu des constats énoncés précédemment, le CSR termine son avis par une analyse de plusieurs pistes pour ramener le système à l'équilibre en 2030. Le taux global de cotisation des salariés du secteur privé (Cnav et Agirc-Arrco) étant déjà de 28 %, **le CSR ne peut recommander une hausse des cotisations à ces régimes en raison du décret n°2014-654 du 20 juin 2014 fixant la limite de ce taux global à 28 %.**

Puisque les réformes ont un impact positif sur le taux d'emploi des seniors et à plus ou moins long terme sur le taux d'emploi global et ainsi la croissance et les finances publiques, **il recommande *a minima* de ne pas retenir de mesures d'âge qui entraîneraient une diminution de l'âge moyen de départ à la retraite. Les « ajustements apportés aux paramètres actuels ne devraient pas conduire à diminuer le taux d'emploi des personnes de plus de 60 ans, et que des ajustements éventuels ayant des effets à la baisse sur cette cible devraient être compensés par des ajustements en sens inverse ».**

Le Comité note que le niveau de vie des retraités est quasiment équivalent à celui de l'ensemble de la population (à 97 % en 2022) et qu'il était légèrement supérieur durant la décennie 2010. Il juge ce niveau élevé en comparaison européenne, et ajoute que l'épargne des retraités a augmenté depuis 2019. Le Comité remarque également que les retraités sont plus souvent « *propriétaires de leur logement que les actifs ou que l'ensemble de la population et ont ainsi moins souvent à payer un loyer* » et qu'ils sont « *sous-représentés parmi les personnes les plus modestes* ». Le CSR considère donc que « *des marges de manœuvre existent pour mobiliser le levier de la sous-indexation dans les régimes de base afin d'assurer le retour à l'équilibre du système de retraite d'ici 2030* ». **Pour neutraliser le déficit de 6,6 Mds€ en 2030, il faudrait sous-indexer les pensions des régimes de base d'un montant cumulé de 1,9 point. Toutefois, pour tenir compte d'un effet retour sur l'impôt sur le revenu et la CSG, le CSR recommande une sous-indexation cumulée un peu plus élevée** (de moindres pensions conduisent en effet à de moindres prélèvements), même s'il signale l'effet légèrement récessif que pourrait avoir cette sous-indexation. Le CSR regrette à cet égard l'absence de fixation dans la loi d' « *un indicateur chiffré définissant la notion de niveau de vie suffisant* » et souligne la nécessité d'un débat sur l'acceptabilité d'une cible de niveau de vie relatif des retraités. Le Comité « *appelle néanmoins à donner de la visibilité aux retraités et aux cotisants sur les futures indexations et sur la cible du niveau de vie relatif des retraités par rapport à la population générale* ». Il suggère qu'un niveau de vie relatif autour de 90 % à moyen terme pourrait sembler acceptable.

Partie 2 - Comparaison internationale des réserves et des fonds de pension

De nombreux pays ont fait le choix de constituer des réserves financières afin de renforcer la soutenabilité de leurs régimes de retraite en répartition. Ces réserves peuvent être intégrées directement au sein des régimes de retraite ou confiées à des entités publiques dédiées. Leurs objectifs varient selon les pays : elles peuvent servir de réserve de liquidité, de réserve

temporaire pour amortir les évolutions démographiques, ou encore d'instrument de stabilisation conjoncturelle face aux aléas économiques affectant les systèmes de retraite.

Lorsqu'elles ont pour fonction de fournir une réserve de liquidité, ces ressources permettent de lisser les fluctuations de trésorerie des régimes, notamment lorsque les cotisations et les prestations sont encaissées à des moments différents du mois. C'est le cas, par exemple, en Allemagne, en Suisse et en France, au sein du régime Agirc-Arrco.

Les réserves peuvent également être mobilisées temporairement pour anticiper les chocs démographiques, comme en Australie. Dans cette configuration, elles servent de mécanisme de préfinancement : les fonds accumulés sont destinés à être progressivement décaissés lorsque la croissance des dépenses de retraite excède celle des recettes, en raison de la dégradation du ratio démographique. Ces actifs sont donc appelés à s'épuiser après la transition démographique.

Dans d'autres pays, les fonds de réserve ont une vocation permanente, à l'image de ceux du Canada¹² ou de la Finlande. Ils jouent alors un rôle de stabilisateur économique, en soutenant ponctuellement le régime de retraite face aux chocs conjoncturels. Leur taille doit être suffisante pour garantir une capacité d'intervention durable en cas de besoin.

La constitution de ces réserves repose le plus souvent sur les excédents de recettes par rapport aux dépenses, comme c'est le cas pour l'Agirc-Arrco, ainsi que pour les fonds allemand, japonais, espagnol, américain, britannique et suédois¹³. Cette méthode de financement demeure la plus répandue, mais il en existe d'autres. Ainsi, les fonds australien et polonais tirent une partie de leurs ressources des recettes de privatisations d'entreprises publiques. Certains fonds bénéficient également de taxes spécifiques qui leur sont directement affectées. Le National Insurance Fund (NIF) du Royaume-Uni a, par exemple, reçu une subvention exceptionnelle du Trésor en 2016. En Espagne et en Suède (pour le fonds AP6), d'autres mécanismes de financement ont été mis en place : en 2017, un prêt sans intérêt¹⁴ a été accordé au fonds espagnol pour éviter son épuisement, tandis que l'AP6 a bénéficié d'une part des actifs issus de fonds dissous des salariés¹⁵. Enfin, les fonds de réserves bénéficient en règle générale des gains financiers liés à leurs placements.

En 2023, les pays de l'OCDE disposaient de 6 600 milliards de dollars de réserve. Leur poids relatif dans l'économie varie considérablement selon les pays, en fonction notamment de leurs objectifs. Ainsi, les réserves représentent 46 % du PIB en Corée du Sud, 38 % au Japon et 31 % en Suède, contre seulement 0,4 % en Espagne, 7 % en France et 10 % aux États-Unis.

¹² Les deux régimes publics au Canada (Canada Pension Plan -CPP-) et Québec (Québec Pension Plan -QPP-) bénéficient de ce type de réserves.

¹³ Uniquement les fonds AP1-AP4.

¹⁴ D'un montant de 10 Md€.

¹⁵ Ces fonds, appelés *löntagarfonders*, ont été mis en place en Suède en 1984, puis fermés en 1991. Une partie des bénéfices des entreprises alimentait les fonds et étaient gérés par les syndicats. À leurs fermetures, les actifs ont été transférés vers des fonds publics de recherche, mais aussi vers des fonds de pension nationaux.

Depuis le début des années 2000, le niveau global des réserves a fortement augmenté. Les actifs des fonds canadiens (CPP et QPP) et japonais devraient continuer à croître jusqu'à la fin du siècle, tandis que ceux des États-Unis et du Royaume-Uni devraient s'épuiser d'ici 2033.

Ces réserves demeurent toutefois très inférieures aux encours des fonds de pension privés des pays de l'OCDE, dont le montant total atteignait 56 500 milliards d'euros en 2023, soit près de neuf fois plus que celui des réserves publiques. Le poids économique de ces fonds de pension varie fortement selon les pays, en fonction de la place qu'occupent les dépenses privées de retraite dans le financement global des retraites. Ainsi, en 2023, les actifs des fonds de pension privés représentaient 198 % du PIB au Danemark, 147 % aux Pays-Bas et 142 % aux États-Unis, contre seulement 12 % en France, 11 % en Italie et en Espagne, et 7 % en Allemagne. Par ailleurs, les taux de couverture de ces fonds (c'est-à-dire le rapport entre leurs actifs et leurs engagements) se sont progressivement dégradés au fil du temps. Cette évolution a conduit de nombreux gestionnaires à abandonner les régimes à prestations définies (où la pension est garantie) au profit de régimes à cotisations définies, dans lesquels le risque est transféré vers les assurés¹⁶. **(documents n° 3 et 4).**

¹⁶ Dans les régimes à prestations définies, le salarié recevra une pension de retraite selon une formule déterminée à la signature du contrat, le risque est donc supporté par l'employeur qui sponsorise le plan de retraite. Cette formule dépend généralement du salaire et du nombre d'années travaillées. Dans les régimes à cotisations définies, la pension de retraite dépend des sommes versées par le salarié et/ou l'employeur, mais aussi des performances du fonds. Le risque est ainsi supporté par le salarié.