

CONSEIL D'ORIENTATION DES RETRAITES

Séance plénière du 18 décembre 2025 à 10h00

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

Document n° 3
<i>Document de travail, n'engage pas le Conseil</i>

**Simulations de différentes modalités d'indexation de la valeur du point
Agirc-Arrco : quels effets sur le niveau des réserves à long terme ?**

Direction technique de l'Agirc-Arrco

**Simulations de différentes modalités d'indexation
de la valeur du point Agirc-Arrco :
quels effets sur le niveau des réserves à long terme ?**

Direction technique de l'Agirc-Arrco

Cette note propose notamment une série de variantes en projection pour l'indexation de la valeur de service du point Agirc-Arrco.

- *L'hypothèse d'indexation habituellement retenue en cible pour le pilotage interne du régime à 15 ans (soit l'évolution du salaire moyen moins un coefficient de soutenabilité de 1,16 %) semble moins adaptée à un horizon de projection plus lointain, tel que celui retenu dans les exercices du COR (2070). Cette sous-indexation prolongée conduirait en effet mécaniquement à une accumulation massive de réserves (plusieurs années d'allocations) à cet horizon. Or les partenaires sociaux qui pilotent le régime Agirc-Arrco n'auraient aucune raison d'accumuler de telles réserves au prix d'une sous-indexation marquée des retraites complémentaires.*
- *A l'inverse, une indexation de la valeur de service du point Agirc-Arrco sur l'inflation ne serait pas soutenable sur l'horizon de projection du COR.*
- *C'est pourquoi un coefficient de soutenabilité reste nécessaire, défini par rapport à l'inflation ou bien à l'évolution du salaire moyen.*

Les projections présentées dans cette note restent illustratives et n'engagent bien sûr en aucune manière le pilotage à venir du régime par les partenaires sociaux.

1. Hypothèses d'indexation de la valeur de service du point et horizons de projections

L'Agirc-Arrco est le régime de retraite complémentaire des salariés du privé, national et interprofessionnel. Il s'agit d'un régime par répartition, contributif, à points et à cotisations définies. Son pilotage est assuré paritairement par les partenaires sociaux. Toutefois, du point de vue de la comptabilité nationale, en tant que régime obligatoire, l'Agirc-Arrco est intégré dans le périmètre des administrations de sécurité sociale et se trouve à ce titre inclus dans les finances publiques.

Plus de 27 millions de salariés cotisent à l'Agirc-Arrco pour constituer leurs droits futurs et près de 2 millions d'entreprises adhèrent au régime. 14 millions de retraités perçoivent, chaque mois, une retraite complémentaire Agirc-Arrco. Si l'on ajoute les 18 millions de personnes qui ne sont pas encore retraitées mais qui ont cotisé par le passé au régime, l'Agirc-Arrco couvre près de 59 millions de personnes en 2023, pour lesquelles il porte environ 3 500 milliards d'euros de droits futurs¹.

Le régime est particulièrement attentif à sa soutenabilité pluriannuelle, afin d'assurer le paiement des retraites complémentaires sans jamais recourir à la dette, gage du consentement à la cotisation dans un régime par répartition. Tant pour les besoins de son pilotage interne que pour ceux du Conseil d'orientation des retraites (COR), l'Agirc-Arrco produit régulièrement des 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 des pensions de retraite complémentaire sont utilisées pour les deux exercices. Ces hypothèses diffèrent par ailleurs de celles retenues pour le régime général dans les projections du COR : les retraites de base sont en effet supposées indexées directement sur les prix à la consommation hors tabac.

Les modalités d'indexation de la valeur du point Agirc-Arrco (qu'il s'agisse de sa valeur d'achat ou de service) sont quant à elles négociées entre les partenaires sociaux tous les 4 ans et inscrites dans un Accord national interprofessionnel (ANI). L'ANI de 2023 prévoit ainsi qu'à court terme (jusqu'en 2026), en scénario central, la valeur de service du point évolue chaque année comme les prix à la consommation hors tabac prévus pour l'année en cours moins un facteur de soutenabilité de 0,4 point (avec une marge de manœuvre de +/- 0,4 point à la main du Conseil d'administration du régime). Au-delà de 2026, en projection sur 15 ans, le point suit l'évolution projetée du salaire moyen des ressortissants du régime (SMPT), corrigée d'un facteur de soutenabilité (1,16 %). Ces paramètres ont été calculés par l'Agirc-Arrco, au moment de la négociation des ANI, afin d'assurer la soutenabilité financière du régime et notamment la règle d'or suivie par les partenaires sociaux en matière de réserves (encadré 1).

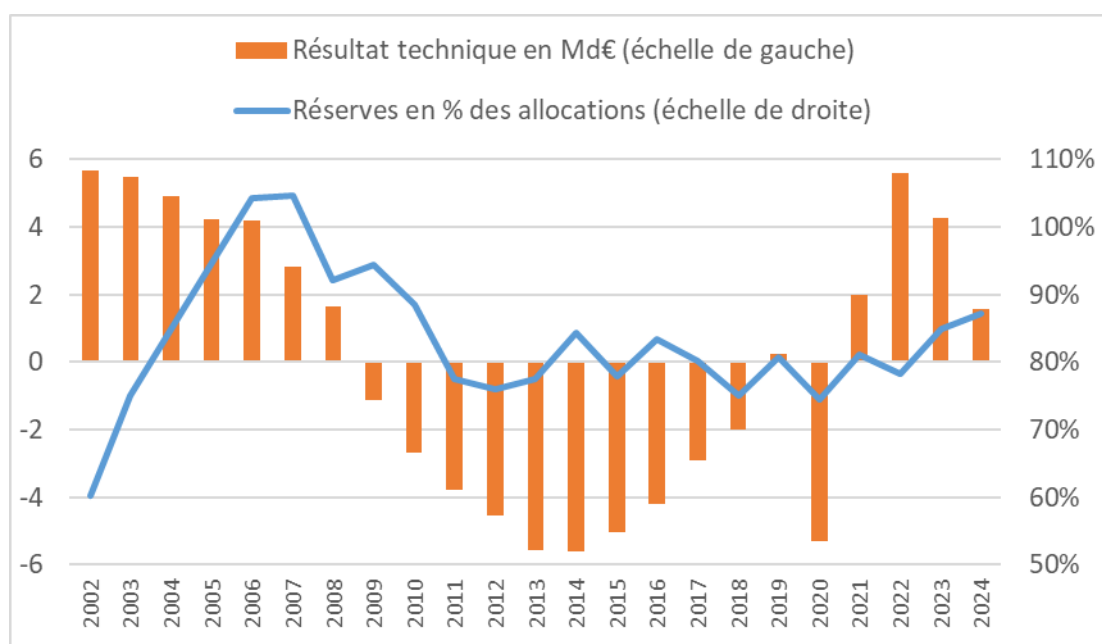
L'utilisation des mêmes hypothèses d'indexation des pensions pour des horizons de projections très différents (pilotage du régime à 15 ans, projections du COR à 45 ans) peut conduire à des résultats peu réalistes à long terme. Dans la fiche annexée au rapport du COR de 2024 et présentant les projections 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 ».

¹ Il s'agit de l'estimation des droits futurs portés par le régime Agirc-Arrco à l'horizon des 40 prochaines années, sous l'hypothèse d'un taux d'actualisation nul (en termes réels).

Dans son 12^e avis publié en juillet 2025, le Comité de suivi des retraites (CSR) fait écho à ce rappel, en précisant que l'hypothèse d'indexation sur le salaire moyen moins 1,16 %, « qui se traduisait dans le rapport 2024 du COR par une sous-indexation pérenne des pensions de -0,16 % dans le scénario de référence avec une productivité de 1%, se traduit dans le rapport 2025 par une sous-indexation pérenne de long terme de -0,46 % avec une productivité de 0,7 %. Il semble peu réaliste de retenir une hypothèse sous-indexant les pensions pendant 45 ans qui se traduirait, pour le régime, par l'accumulation de réserves massives. » Ces réserves représenteraient en effet plus de 5 années d'allocations, ce qui de toute évidence, comme l'indique également le CSR, changerait la nature du régime.

Du reste, les données historiques du régime (figure1) montrent que le niveau des réserves, rapporté aux allocations annuelles, n'a jamais atteint un tel niveau. Ce niveau a pu, par le passé, être un peu au-dessus de l'année d'allocations, mais pour diminuer ensuite du fait des crises (crise financière de 2008-2009, crise économique de la zone euro au milieu des années 2010, crise sanitaire en 2020). Le résultat technique a ainsi connu des variations assez importantes par le passé avec des déficits et des excédents pouvant atteindre un peu plus de 5 milliards d'euros. Juste avant la crise financière de 2008, les réserves ont pu dépasser une année d'allocations, à une époque où les conditions démographiques et économiques (notamment l'évolution tendancielle de la productivité) étaient plus favorables qu'aujourd'hui.

Figure 1 - Résultat technique et réserves (en valeur de marché)



Note : Les réserves présentées sur cet historique sont limitées au portefeuille des placements et n'incluent pas les immobilisations.

Source : Agirc-Arrco

Cette note présente donc les résultats de quelques projections réalisées à l'horizon 2070 à l'aide du modèle de microsimulation de l'Agirc-Arrco et faisant varier notamment les hypothèses d'indexation de la valeur de service du point, ainsi que, dans une moindre mesure, celles relatives à la valeur d'achat. Les principales hypothèses sont détaillées dans l'encadré 2.

Elle 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.

Encadré 1 : le rôle et la gestion des réserves à l’Agirc-Arrco

La mission première du régime en répartition Agirc-Arrco est de garantir le paiement des retraites sans jamais recourir à la dette, afin de ne pas peser sur les générations futures. Dans ce cadre, les réserves jouent un rôle stratégique pour garantir la soutenabilité et la pérennité du régime. Elles offrent aux partenaires sociaux, gestionnaires du régime, des marges de manœuvre permettant d’ajuster progressivement les paramètres, en tenant compte d’une part de la volatilité des recettes et d’autre part de la progression régulière des dépenses et ainsi de préserver l’équilibre pluriannuel des retraites complémentaires. Cette fonction est d’autant plus essentielle dans le contexte actuel de tensions démographiques et d’incertitudes économiques et politiques.

Un amortisseur face aux aléas économiques et démographiques

Le pilotage du régime Agirc-Arrco repose sur une vision à moyen et long terme fondée sur des hypothèses démographiques et économiques prudentes (encadré 2). En complément de ces hypothèses, l’existence de réserves dans la durée constitue un outil de régulation permettant aux représentants des salariés et des entreprises de s’assurer que le régime est capable d’amortir les aléas de l’économie et de la démographie, sans compromettre l’équité intergénérationnelle. Leur niveau actuel, de l’ordre de 85 milliards d’euros (hors fonds de roulement) au 31 décembre 2024, représente environ 2 % des droits futurs à verser sur les 40 prochaines années.

A la suite des crises économiques de 2008, 2011 et 2020, le régime a ainsi dû utiliser plus de 40 milliards d’euros de réserves pour garantir le paiement des retraites entre 2009 et 2020. Il doit également faire face au vieillissement de la population, à la baisse du nombre d’actifs par rapport aux retraités et aux conséquences de la baisse de la natalité depuis 2010.

Dans ce contexte, les réserves jouent un rôle essentiel : elles permettent de compenser temporairement les déséquilibres et de maintenir une trajectoire stable, évitant ainsi des mesures brutales, comme une baisse des pensions ou une hausse soudaine des cotisations.

Une règle d’or, facteur de confiance et de responsabilité

Depuis la création du régime, les réserves ont été constituées pendant les périodes de croissance par les excédents de cotisations et les revenus issus de leur placement.

Pour garantir la solidité du pilotage dans la durée, les partenaires sociaux s’appuient sur une règle d’or qui stipule que le régime doit disposer à tout moment, sur la base d’hypothèses de projections économiques et démographiques raisonnables, **de l’équivalent d’au moins 6 mois de pension en réserve sur une période glissante de quinze ans**. Cette exigence a démontré toute sa pertinence lors de la crise sanitaire et économique de 2020-2021. Alors qu’une grande partie de l’économie était à l’arrêt, que la masse salariale chutait du fait de la mise au chômage partiel de près de 9 millions de salariés, le régime a pu continuer à verser les retraites, sans interruption. Près de 5 milliards d’euros ont été rapidement mobilisés pour assurer le paiement des pensions de retraite complémentaire en temps et en heure, dans un moment où la confiance des assurés était plus que jamais indispensable.

Dans un régime de retraite en répartition comme l’Agirc-Arrco, l’existence et le niveau des réserves confortent la crédibilité du régime auprès des assurés et des entreprises. Elles rassurent sur la

capacité du régime à tenir ses engagements, même en période d'incertitude. En outre, comme le résultat annuel, les réserves figurent dans les comptes publics de la France, contribuant ainsi au bien commun de notre pays.

Une gestion responsable des réserves

Propriété des ressortissants du régime car issues de leurs cotisations, la gestion des réserves s'inscrit dans une logique patrimoniale de long terme. Elle doit garantir un bon équilibre entre performance financière et maîtrise des risques visant à préserver durablement la valeur réelle et relative des placements tout en assurant la liquidité nécessaire pour que le régime ait la capacité de mobiliser rapidement les fonds nécessaires au paiement des retraites même en période de tension ou d'aléas économiques.

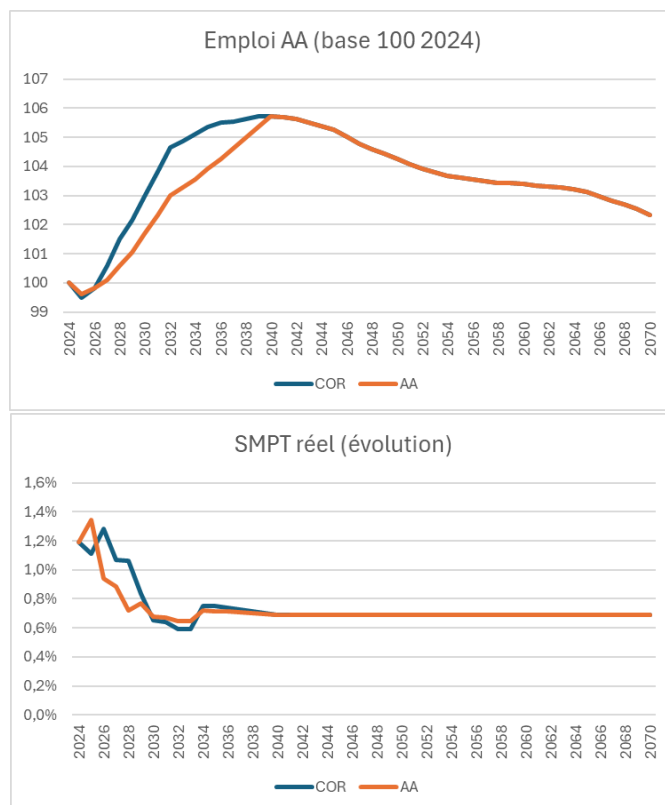
Compte tenu de la maturité des droits futurs à honorer, les réserves sont placées à moyen terme, à hauteur de 70% en obligations d'Etats et d'entreprises et 30% en actions, et près de 90% auprès d'émetteurs européens. Parmi ces émetteurs, la plupart sont des acteurs globaux dont les activités vont au-delà du continent. Les réserves ainsi placées contribuent au financement et à la souveraineté économique de l'Europe, éléments essentiels pour garantir la solidité de la retraite en répartition dans la durée.

Dans cet esprit de responsabilité, la gestion des réserves s'appuie sur une politique d'investissement socialement responsable, avec des placements diversifiés et prudents, intégrant systématiquement les critères ESG (environnement, social, gouvernance). Cela signifie que le régime investit en tenant compte de l'impact sur le climat, les droits de l'homme et la gouvernance des entreprises, afin de sécuriser les retraites tout en contribuant à une économie plus durable.

Encadré 2 : les hypothèses économiques et démographiques

L'ensemble des projections présentées ici s'appuient, à court terme, sur le scénario macroéconomique habituellement retenu pour le pilotage du régime, intermédiaire entre les prévisions des pouvoirs publics français et celles de la Commission européenne pour la France. Plus précisément, il s'agit des prévisions connues à la mi-2025, et ce même si elles ont pu légèrement évoluer depuis. Les hypothèses d'inflation sont celles retenues par l'Insee pour l'année en cours puis par le gouvernement pour les années suivantes.

A long terme, les projections reprennent les hypothèses économiques retenues par le COR pour ses différents scénarios. Nous reprenons en particulier une hypothèse de croissance annuelle de la productivité allant de 0,4 % à 0,7 % et de taux de chômage de 7 % à 10 %. Plus particulièrement, dans le scénario central, le niveau d'emploi converge en 2040 avec celui retenu par le COR dans son rapport annuel de juin 2025. Concernant le salaire moyen par tête (SMPT) réel, les évolutions sont très proches à partir de 2030 mais convergent réellement en 2040. Les écarts cumulés sur la période se maintiennent néanmoins jusqu'en 2070, aboutissant à un écart sur la masse salariale de 0,7% chaque année entre 2040 et 2070.



Cependant, à partir de 2027, l'écart entre l'hypothèse retenue par le COR et celle retenue par l'Agirc-Arrco (AA) présentée ici se répercute à la fois sur les ressources et sur les charges, car les modalités d'indexation des valeurs de service et d'achat du point font toutes deux référence à l'évolution du SMPT. Cet écart n'affecte donc pas le résultat technique du régime, ni le niveau de ses réserves. Seul subsiste l'écart cumulé sur les années 2025 et 2026 (années pour lesquelles la valeur de service AA n'est pas indexée en référence au SMPT) qui s'élève à 0,1%, engendrant donc chaque année un écart d'environ 0,1 Md€ (en euros constants de 2025) sur le résultat technique.

S'agissant du rendement financier des réserves, il est habituellement fixé de manière conventionnelle à 1% net d'inflation et de frais de gestion dans les hypothèses AA alors qu'il est variable dans les hypothèses COR (supérieur jusqu'en 2032 puis inférieur ensuite, aboutissant à une moyenne de 0,8% sur la période 2025-2070.)

Le scénario économique AA est donc différent de celui du COR, mais les principaux résultats présentés dans cette note restent valables sous les hypothèses du COR (cf. annexe). Les autres scénarios économiques présentés dans cette note considèrent comme hypothèses, soit la chronique de taux de chômage du COR de 10%, soit une évolution du SMPT réel de 0,5% par an dès 2027 puis de 0,4% à partir de 2040.

S'agissant des hypothèses démographiques, les hypothèses retenues par l'AA sont celles proposées par le COR, reprenant les scénarios centraux publiés par l'Insee en 2021 pour la fécondité, le solde migratoire et l'espérance de vie.

2. Simulations de différentes modalités d'indexation de la valeur de service du point Agirc-Arrco et impact sur les réserves à long terme

La valeur du point assure la conversion des droits acquis en pension, au moment de la liquidation. Elle joue un double rôle : d'une part, elle fixe le niveau de revalorisation annuelle des pensions des retraités ; d'autre part, elle détermine, avec la valeur d'achat, le rendement servi aux assurés par le régime. Ce paramètre est donc central dans le pilotage du régime.

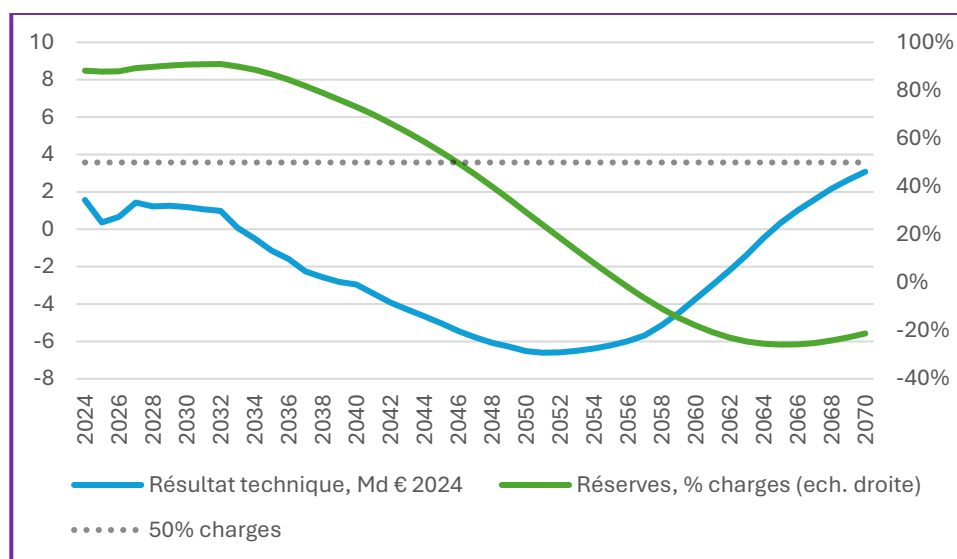
L'ANI du 5 octobre 2023 en définit les modalités d'indexation à court terme (inflation moins 0,4% avec une marge de manœuvre de +/-0,4 point) et dans les projections à 15 ans (évolution du salaire moyen -1,16%) devant assurer la soutenabilité financière du régime. Formellement, si les partenaires sociaux définissent les orientations du régime sur les années couvertes par l'accord à l'aune de la projection sur 15 ans, seules les quatre premières années les engagent dès lors qu'ils renégocient à cet horizon, la période de 11 ans qui suit ne les obligeant pas. Ainsi, dans l'accord du 5 octobre 2023, les partenaires sociaux, au vu de la situation du régime et des projections dont ils disposaient au moment de la négociation, ont prévu une revalorisation des retraites plus proche de l'inflation que ce à quoi aurait conduit une application automatique du « SMPT-1,16 », formule qui avait déjà été retenue dans le cadre de l'ANI 2019-2022.

Avec une hypothèse de croissance annuelle de la productivité passée de 1,0 % (en termes réels) à 0,7% par an, cette dernière modalité, si elle devait être appliquée jusqu'en 2070, conduirait à une sous-indexation durable de la valeur du point par rapport à l'inflation (inflation – 0,46%) ayant pour conséquence un niveau de réserves mécaniquement très élevé. Or les partenaires sociaux adaptent, au fil des ANI, le pilotage du régime au contexte macroéconomique, démographique et financier. Ils n'auraient donc pas de raison d'accumuler des montants aussi élevés de réserves au prix d'une sous-indexation durable du point. C'est pourquoi, il est proposé d'évaluer ici la trajectoire financière du régime en testant des modalités alternatives d'indexation de la valeur du point, plus avantageuses pour les retraités, comme celles adoptées par d'autres régimes dans leurs projections financières. Une première variante fondée sur une indexation de la valeur du point sur l'inflation (à l'image des hypothèses retenues par le régime général) est examinée. Ensuite, plusieurs scénarios d'indexation, exprimés en référence aux salaires ou à l'inflation mais assortis d'un coefficient de soutenabilité, sont simulés pour illustrer la sensibilité des résultats financiers du régime à l'évolution de la valeur du point.

a. Une indexation sur l'inflation ne serait pas soutenable financièrement à long terme

Une indexation de la valeur du point sur l'inflation – similaire à celle utilisée par le régime général pour ses projections – ne paraît pas soutenable financièrement à long terme (figure 2). Le résultat technique deviendrait en effet déficitaire à compter de 2034, obligeant le régime à puiser dans ses réserves pour se financer. La règle d'or du régime ne serait plus respectée à compter de 2046, et les réserves seraient épuisées à partir de 2056.

Figure 2 - Résultat technique et réserves, indexation sur inflation dès 2025



Note de lecture : avec une indexation de la valeur du point sur l'inflation à partir de 2025, le résultat technique serait déficitaire (-5,0 milliards d'euros) en 2045, et les réserves atteindraient 54% des allocations cette année-là.

Source : calculs Agirc-Arrco

b. Des perspectives financières à long terme très sensibles aux modalités d'indexation

Ce premier constat invite à examiner les modalités d'indexation en conservant, comme dans l'ANI de 2023, un coefficient de soutenabilité. Celui-ci prévoit une indexation sur l'inflation - 0,4% jusqu'en 2026, puis sur le SMPT - 1,16% au-delà. Plusieurs scénarios, allant d'une décote de 0,7 % à 1,2 % par rapport au SMPT à partir de 2027, sont analysés ci-dessous. La figure 3 présente ainsi les résultats des projections des réserves (en pourcentage des allocations annuelles versées, métrique habituellement retenue par le régime) pour ces différents scénarios. La figure 4 présente quant à elle des projections similaires, mais où l'indexation de la valeur de service est définie en référence à l'évolution prévue des prix. Dès lors que les cibles de long terme d'évolutions annuelles des prix et des salaires sont stables, les projections en référence aux salaires ou aux prix donnent des résultats équivalents. En revanche, en cas de fluctuations conjoncturelles, il peut être préférable d'indexer en référence aux salaires (avec un coefficient de soutenabilité) afin d'amortir les effets des chocs macroéconomiques sur la situation financière du régime (cf. Blanchet et al., 2025).

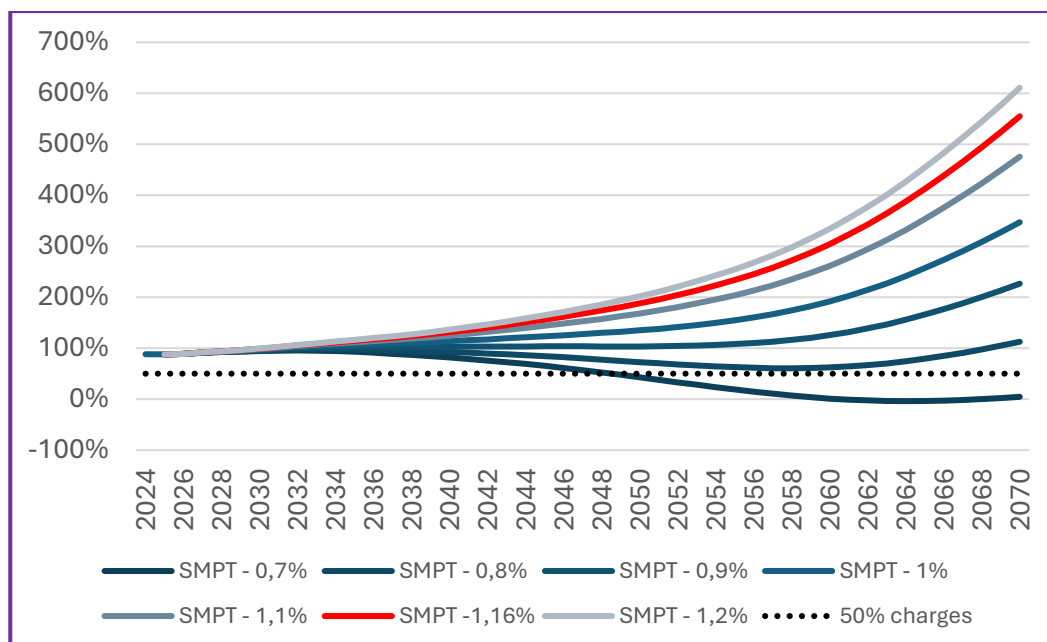
Les perspectives financières à long terme du régime s'avèrent particulièrement sensibles aux règles de revalorisation de la valeur du point. Un écart annuel de revalorisation de 0,1 point engendre des différences significatives dans les réserves projetées : 7 points d'allocations annuelles en 2037, 20 points en 2045 et jusqu'à 123 points en moyenne en 2070. Cette sensibilité croissante au fil du temps s'explique par deux mécanismes principaux.

D'une part, les écarts de revalorisation entre les scénarios s'accumulent avec le temps. Par exemple, un écart annuel de 0,1 point conduit, après 10 ans, à une divergence de 1 % de la valeur du point. À titre d'illustration, appliqué aux charges actuelles (de l'ordre de 100 milliards d'euros par an), cet écart représenterait un impact d'environ 1 milliard d'euros sur le résultat technique du régime.

D'autre part, l'indexation de la valeur du point influence non seulement la revalorisation des droits déjà liquidés, mais aussi le rendement des droits futurs. Son effet est donc à la fois immédiat sur les charges et différé sur le rendement futur du régime. Ce dernier dépend toutefois de l'indexation de la valeur d'achat. Dans l'hypothèse d'une indexation de celle-ci en référence aux salaires, comme c'est

le cas actuellement, une sous-indexation durable de la valeur du point par rapport à la croissance salariale entraînerait mécaniquement une baisse du rendement.

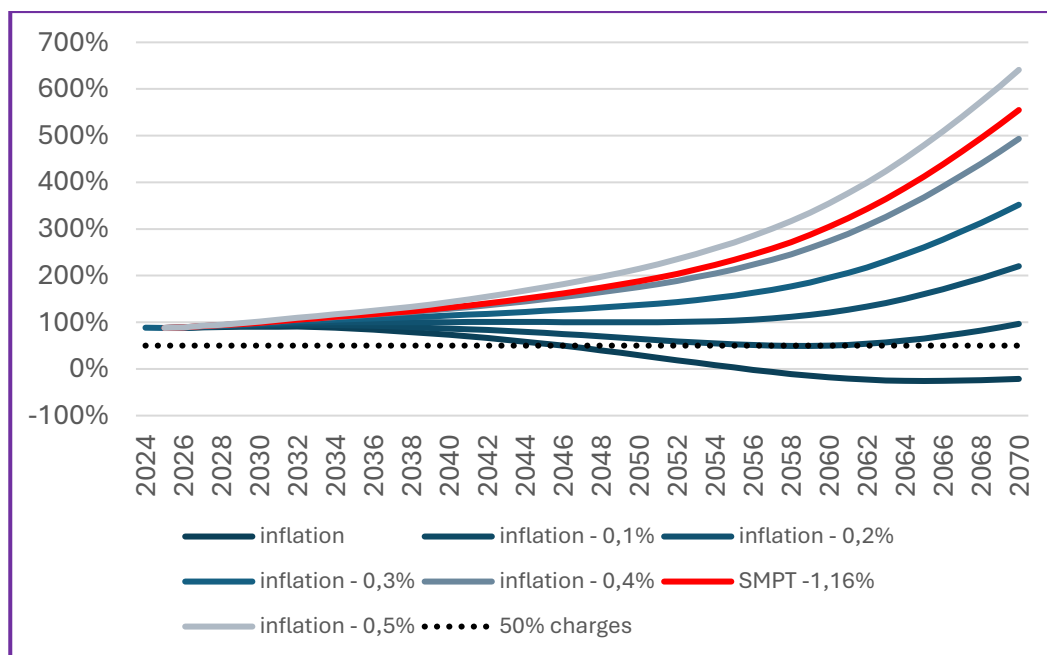
Figure 3 - Réserves projetées en fonction des hypothèses d'indexation du point 2025-2070 (indexation en référence à l'évolution du salaire moyen), en % des charges annuelles



Note de lecture : indexer la valeur du point sur le SMPT -0,8% à partir de 2027 conduirait à des réserves égales à 113% des charges de l'Agirc-Arrco en 2070

Source : calculs Agirc-Arrco

Figure 4 - Réserves projetées en fonction des hypothèses d'indexation du point 2025-2070 (indexation en référence à l'évolution des prix), en % des charges annuelles



Note de lecture : indexer la valeur du point sur l'inflation -0,1% à partir de 2025 conduirait à des réserves égales à 97% des charges de l'Agirc-Arrco en 2070

Source : calculs Agirc-Arrco

En définitive, avec les hypothèses actuelles, une sous-indexation modérée de la valeur du point, de de l'ordre de -0,1 à -0,2 point par an par rapport à l'inflation (soit SMPT -0,8 ou -0,9) à partir de 2027, permettrait de maintenir les réserves au-dessus du seuil de la règle d'or, mais le résultat technique du régime connaîtrait alors de nombreuses années de fort déficit. Par ailleurs, l'hypothèse de croissance annuelle de la productivité retenue dans ces simulations (+0,7% en termes réels) est plus élevée que la moyenne des 15 dernières années. Askenazy et al. (2024) rappellent ainsi que la productivité apparente du travail en France, mesurée comme le rapport du PIB à l'emploi exprimé en personnes physiques, ne progressait que de +0,5 à +0,6 % en moyenne par an entre 2011 et 2019 (hors période de crise majeure), avant de reculer de 3,5 % entre 2019 et 2023. En cas de crise en particulier, la soutenabilité financière du régime pourrait être vulnérable. C'est pourquoi un jeu de simulations reprenant la fourchette basse du COR (soit +0,4 % par an et un scénario de chômage à 10%) est également présenté dans cette note.

3. Sensibilité des projections à l'indexation de la valeur d'achat

La valeur d'achat du point Agirc-Arrco, qui détermine le volume de points acquis en contrepartie des cotisations versées, est habituellement indexée sur le salaire moyen par tête (SMPT) dans les projections internes du régime. Cette règle a pour objectif d'assurer une certaine équité contributive entre les générations : une indexation sur le SMPT garantit en effet qu'un salaire moyen donne droit au même nombre de points, quelle que soit la période ou la génération concernée.

D'un point de vue théorique, il y a peu d'arguments en faveur d'une indexation de la valeur d'achat sur une autre référence que le SMPT. Toute autre règle d'indexation rend en effet inéquitable la valeur relative des cotisations versées à chaque période. Par exemple, une sous-indexation de la valeur d'achat par rapport au SMPT avantagerait les salaires perçus en fin de carrière, qui rapporteraient alors plus de points que s'ils avaient été perçus en début de carrière.

On pourrait néanmoins avancer qu'une sous-indexation de la valeur d'achat permettrait de préserver le rendement des futurs retraités, notamment dans un contexte où la valeur du point elle-même est sous-indexée. Le rendement instantané du régime dépend en effet du rapport entre ces deux paramètres.

Pour illustrer les conséquences financières d'une telle sous-indexation, deux scénarios sont analysés ici, à titre illustratif (cf. figures 5 et 6) :

- **Scénario 1** : une indexation de la valeur d'achat sur le SMPT jusqu'en 2037, suivie d'une indexation sur le SMPT minoré d'un facteur de -1,16 % à partir de 2037 (hypothèse conventionnellement retenue pour les projections produites dans le cadre du rapport annuel du COR).
- **Scénario 2** : une indexation de la valeur de service du point et de la valeur d'achat sur le SMPT minoré de -1,16 % dès 2027.

L'impact financier sur l'équilibre du régime et sur les réserves serait très progressif. Avant 2050, les effets resteraient limités, même si la sous-indexation était appliquée dès 2027. Après 2050, les effets deviendraient progressivement plus significatifs, sous l'effet de l'augmentation du volume de droits liquidés. Cette montée en charge progressive s'explique par le décalage naturel entre l'acquisition des points et leur liquidation : par exemple, les points acquis en 2027 ne seraient entièrement liquidés qu'aux alentours de 2080, une fois que les salariés les plus jeunes en 2027 auront liquidé leurs droits.

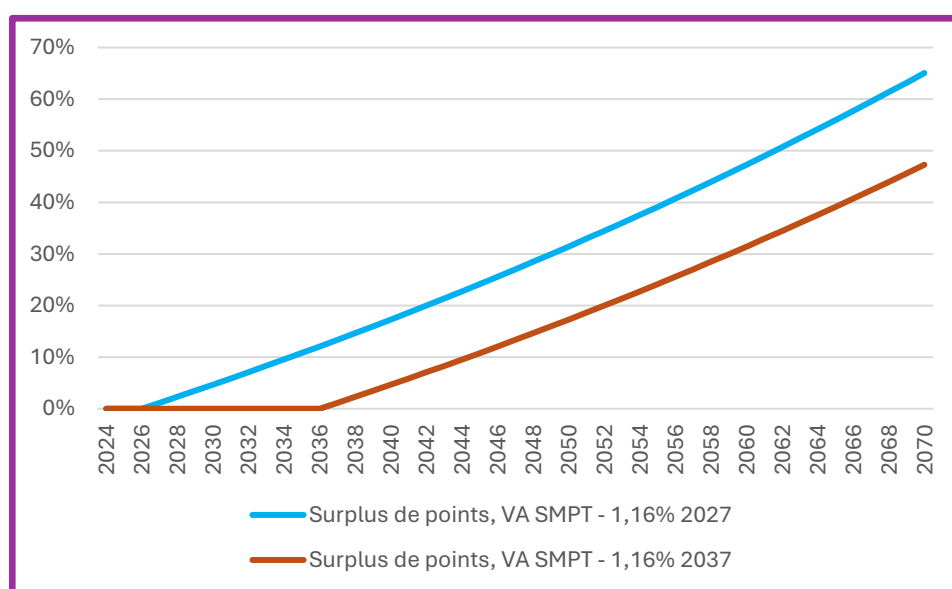
Les résultats projetés jusqu'en 2070 (figure 6) ne reflètent qu'une partie des effets de la sous-indexation puisque seuls environ un tiers des points supplémentaires distribués ont été liquidés à cette date. Ce volume de droits supplémentaires continuerait de croître par la suite, le surplus de points étant de plus en plus important compte tenu de la divergence de la valeur d'achat par rapport aux salaires. Pour en mesurer pleinement l'impact sur les réserves, il faudrait ainsi pouvoir prolonger l'horizon des projections.

Ce décalage temporel plaide peu en faveur d'un pilotage par la valeur d'achat, les effets se manifestant bien au-delà de l'horizon habituel de pilotage à 15 ans du régime. Par ailleurs, l'incertitude sur la situation économique et démographique en 2070 – et a fortiori au-delà – est majeure. Moduler aujourd'hui les règles d'attribution des droits sur la base de projections incertaines comporte un risque important. En cas de choc imprévu, un ajustement par la valeur de service du point s'imposerait. Celui-ci serait d'autant plus brutal qu'il devrait compenser les mesures prises sur la valeur d'achat. Cette dernière ne permet pas d'agir immédiatement sur l'équilibre financier du régime.

Enfin, une indexation de la valeur d'achat sur la valeur de service ne suffirait de toute façon pas à garantir un rendement stable par rapport aux générations actuelles. En effet, si le rapport entre la valeur de service et la valeur d'achat détermine le rendement offert par un euro de cotisation au moment de son acquisition, celui-ci évolue ensuite uniquement en fonction des modalités d'indexation retenues pour la valeur de service du point. C'est pour cette raison qu'une indexation identique de la valeur d'achat et de la valeur de service sur le SMPT ou sur l'inflation n'aboutira pas au même niveau de pension, bien que leur rendement instantané soit le même.

Par ailleurs, le pilotage pluriannuel d'un régime de retraite en répartition sans recourir à la dette implique d'ajuster le rendement en fonction du ratio entre les effectifs de cotisant et ceux de retraités. Ce rapport reflète en particulier l'allongement de l'espérance de vie, et donc de la durée de versement des pensions de retraite.

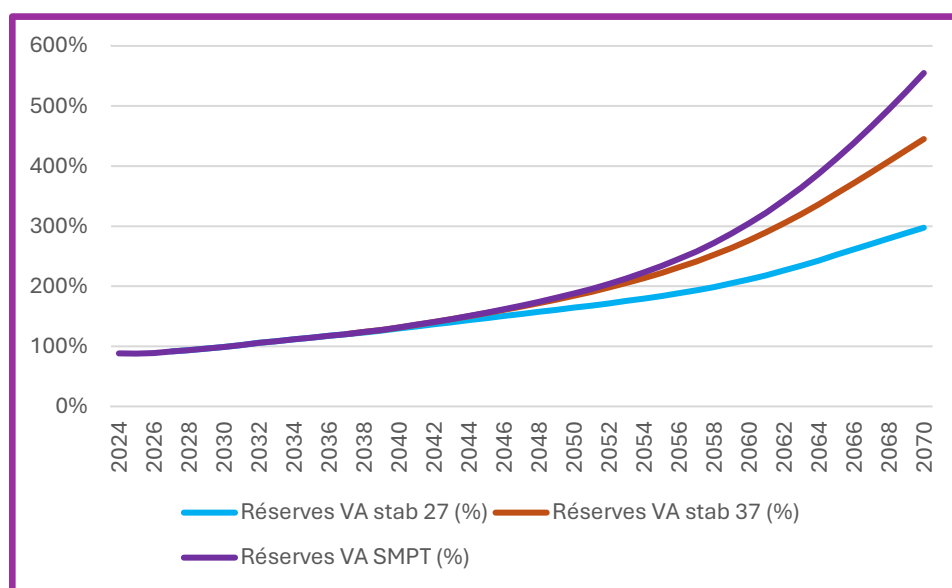
Figure 5 - Surplus de points acquis par euro cotisé, par rapport à une indexation de la VA sur le SMPT (var2)



Note de lecture : indexer la valeur d'achat sur le SMPT -1,16% à compter de 2037 augmenterait le nombre de points achetés par euro cotisé de 47% en 2070 par rapport à une indexation sur le SMPT.

Source : calculs Agirc-Arrco

Figure 6 - Impact de différentes indexations de la valeur d'achat sur les réserves projetées, (en % des charges)



Note de lecture : stabiliser le rendement instantané du régime à partir de 2037 en indexant la valeur d'achat sur la variation du SMPT – 1,16% déboucherait sur des réserves égales à 445% des charges en 2070, au lieu de 555% dans la simulation de référence.

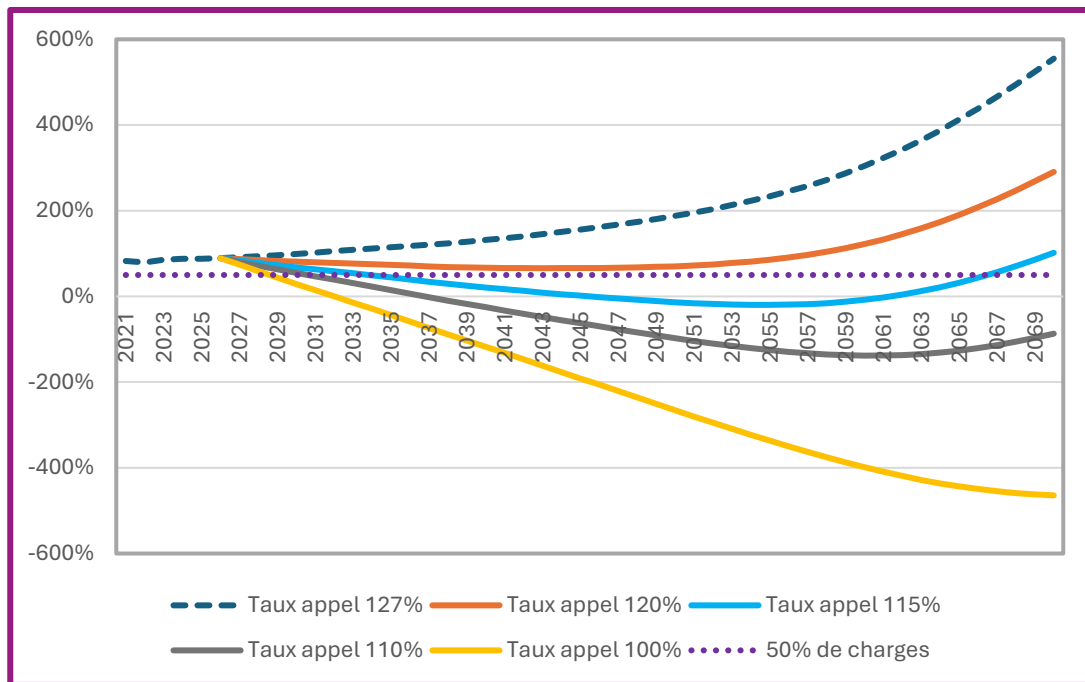
Source : calculs Agirc-Arrco

4. Impact d'une variation du taux d'appel

A la demande du secrétariat général du COR, nous avons évalué dans cette partie les conséquences sur les réserves d'une variation des cotisations non génératrices de droits. Celles-ci sont constituées par le taux d'appel de 127% appliqué au taux de calcul des points (6,2% sur la tranche 1), ainsi que par la contribution d'équilibre générale (CEG) et la contribution d'équilibre technique (CET). **Ces cotisations représentent environ 34 % des ressources du régime (dont 17% pour le taux d'appel).** Si elles ne sont pas directement génératrices de points, ces cotisations contribuent néanmoins à garantir l'équilibre du régime et en particulier le financement des prestations de solidarité. Ces prestations recouvrent les réversions, les majorations familiales, les droits chômage (pour la partie non financée par l'Unédic et le FSV) et maladie inscrits sans contrepartie de cotisations et les dispositifs majorant la durée d'assurance et induisant une avancée des départs en retraite. **L'ensemble de ces prestations ont été évaluées à environ 30 % des allocations du régime en 2022** (El Kadiri, Felder Zentz et Mahouin, 2024).

Sont évalués quatre scénarios : un taux d'appel à 120%, 115%, 110% ou 100% (i.e., supprimé), dès 2027. La figure 7 montre quel serait l'impact sur les réserves d'une réduction simple du taux d'appel à cette date, se traduisant par une baisse des cotisations. En raison de l'existence des CET/CEG (non soumises au taux d'appel), cela représente une réduction permanente des cotisations de respectivement 4%, 7%, 11% et 17% à partir de 2027. Il est ici fait l'hypothèse que cette baisse n'affecte pas les autres variables économiques, notamment l'emploi ou le salaire moyen.

Figure 7 - Impact sur les réserves d'une baisse du taux d'appel (% charges), sous l'hypothèse d'une valeur de service du point indexée sur SMPT-1,16



Note de lecture : porter le taux d'appel à 120% à partir de 2027, et baisser les cotisations en conséquence, déboucherait sur des réserves égales à 295% des charges en 2070. Simulation réalisée sous l'hypothèse d'une sous-indexation de la valeur du point (SMPT-1,16%) sur toute la durée de la projection.

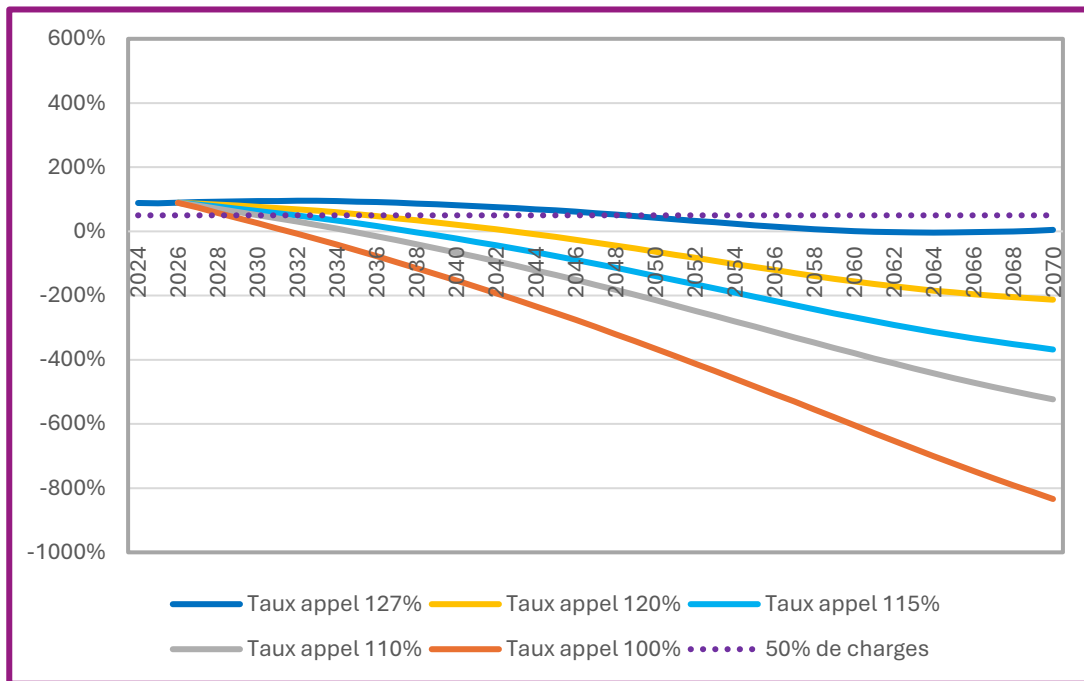
Source : calculs Agirc-Arrco

La figure 7 souligne que le taux d'appel est indispensable à l'équilibre financier de court terme du régime. Elle pourrait laisser toutefois penser qu'il y aurait une marge financière pour réduire le taux d'appel, par exemple, à 120%, réduisant les ressources du régime de 4%. Il faut néanmoins souligner que cette simulation suppose une forte sous-indexation de la valeur du point à long terme, suivant le SMPT – 1,16% à partir de 2027, ce qui n'est pas réaliste, comme exposé plus haut.

En indexant la valeur du point sur le salaire moyen moins 0,7% à partir de 2027, soit proche de l'inflation comme le régime général, les réserves se vident en 2061 avec le taux d'appel actuel (figure 8). Une sous-indexation modérée du point, sur le salaire moyen moins 0,9%, soit proche de l'inflation -0,2%, permettrait de respecter la « règle d'or » à horizon 2070 en gardant le taux d'appel à 127%, mais le baisser à 120% viderait les réserves dès 2049 (figure 9).

Garantir une évolution de la valeur de service au moins légèrement inférieure à l'inflation, tout en maintenant les dispositifs de solidarité, semble donc difficilement compatible avec une révision à la baisse des cotisations n'ouvrant pas directement des droits.

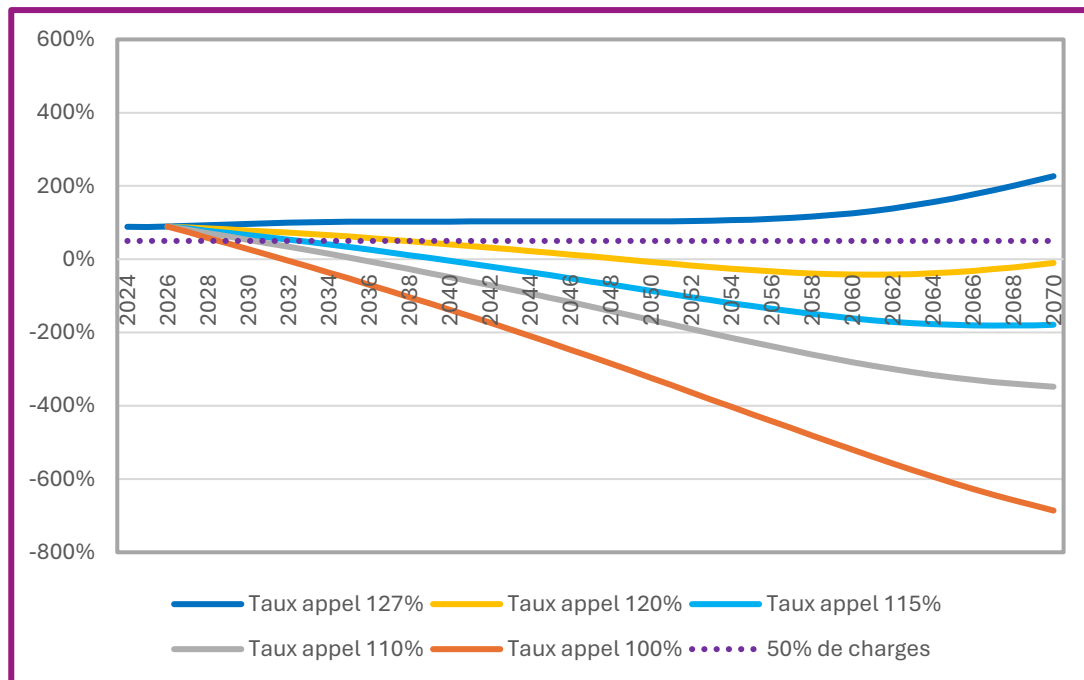
Figure 8 - Impact sur les réserves d'une baisse du taux d'appel, valeur de service indexée sur SMPT - 0,7% (% charges)



Note de lecture : porter le taux d'appel à 120% à partir de 2027, et baisser les cotisations en conséquence, déboucherait sur des « réserves » négatives, égales à -213% des charges en 2070 en indexant la valeur du point sur l'inflation -0,4% jusqu'en 2026, puis sur SMPT -0,7% à partir de 2027.

Source : calculs Agirc-Arrco

Figure 9 - Impact sur les réserves d'une baisse du taux d'appel, valeur de service indexée sur SMPT - 0,9% (% charges)



Note de lecture : porter le taux d'appel à 120% à partir de 2027, et baisser les cotisations en conséquence, déboucherait sur des « réserves » négatives, égales à -10% des charges en 2070 en indexant la valeur du point sur l'inflation -0,4% jusqu'en 2026, puis sur SMPT -0,9% à partir de 2027.

Source : calculs Agirc-Arrco

5. Sensibilité des résultats aux hypothèses économiques et démographiques

Les projections présentées ci-dessus examinent les conséquences sur les réserves du régime de différentes mesures concernant des variables sur lesquelles ses administrateurs ont la main, notamment la fixation de la valeur de service du point. Elles sont réalisées avec un même scénario macroéconomique, qui est la variante centrale adoptée par l'Agirc-Arrco pour ses projections, laquelle suppose notamment, à long terme, une croissance annuelle réelle du SMPT de 0,7% et un taux de chômage à long terme de 7%.

Cette section étudie la robustesse du régime à des chocs ou des perspectives économiques moins favorables, avec plusieurs variantes d'indexations de la valeur de service du point. Elle étudie l'effet sur les réserves d'une productivité moins dynamique (+0,4% de hausse réelle du SMPT par an) puis d'un taux de chômage plus élevé (scénario de chômage à 10% proposé par le COR).

a. Sensibilité des projections à une croissance moins forte de la productivité.

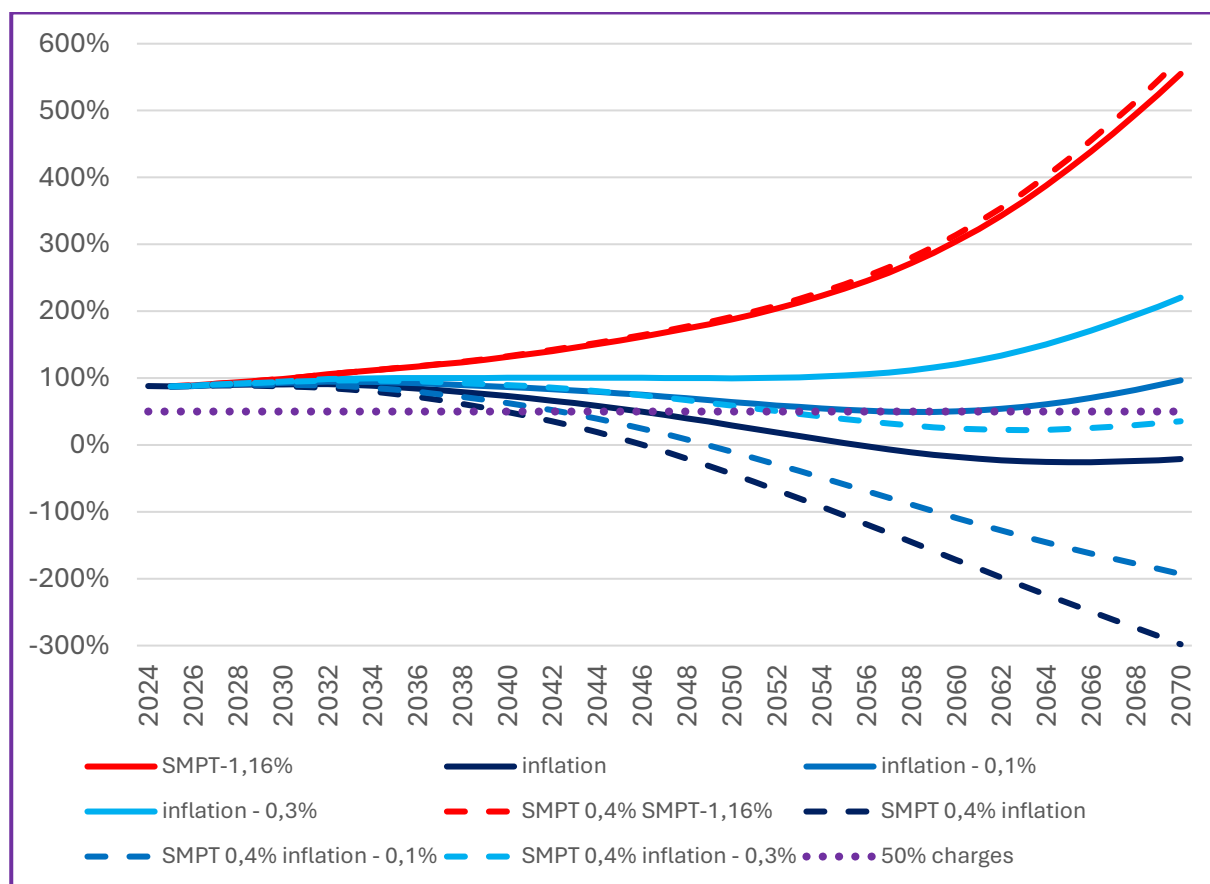
Bien que cette cible ait récemment été revue à la baisse dans les projections du COR, l'hypothèse d'évolution de la productivité de +0,7% par an en termes réels peut encore sembler volontariste étant donné les évolutions constatées au cours des dernières années. Les projections ci-dessous reposent donc, à titre illustratif, sur une hypothèse de croissance annuelle de la productivité et donc de SMPT de 0,4 % par an en termes réels. Comme le montre la figure 10, lorsque l'indexation de la valeur de point se fait par rapport à l'inflation, cette hypothèse conduit à une réduction systématique des réserves par rapport à une hypothèse de 0,7%/an. Ainsi, une indexation sur l'inflation dès 2025, sans coefficient de soutenabilité, épuiserait les réserves du régime dès 2047 (contre 2056 avec un salaire croissant de 0,7% par an). Une sous-indexation annuelle comprise entre 0,3 et 0,4 point par rapport à l'inflation (contre 0,1 %) s'avèrerait indispensable pour respecter tout au long de la projection, la règle d'or du régime.

Ces trajectoires d'indexation — à l'exception de celle basée sur le salaire moyen par tête (SMPT - 1,16 %) — sont définies en référence à l'inflation. Pourtant, ces trajectoires pourraient tout aussi bien s'exprimer en référence au SMPT. Par exemple, indexer la valeur du point sur l'inflation diminuée de 0,2 % équivaut à l'indexer sur le SMPT minoré d'un coefficient de soutenabilité de 0,9 point, dans un scénario où la productivité progresse de 0,7 % en termes réels.

Le choix entre ces deux ancrages n'est cependant pas neutre dès lors que les évolutions peuvent fluctuer et s'écarter des cibles retenues :

- **En référence au SMPT**, la valeur du point s'ajuste mécaniquement aux fluctuations de la productivité, « insensibilisant » en quelque sorte la trajectoire financière du régime. Les retraités bénéficient ou subissent comme les actifs les ralentissements et les accélérations de la productivité. Cela est mis en évidence dans la figure 10, qui montre qu'une croissance plus faible du salaire moyen par tête ne diminue pas les réserves projetées en pourcentage des charges lorsque le point est indexé en référence au SMPT.
- **En référence à l'inflation**, le régime devient contracyclique : les pensions des retraités augmentent relativement aux salaires des actifs en cas de ralentissement de la productivité (et inversement). Les retraités sont alors relativement préservés des variations de productivité, mais le régime en assume le risque financier.

Figure 10 - Réserves projetées en fonction de l'indexation du point 2025-2070, en % des charges (sous l'hypothèse d'évolution du SMPT à 0,4%/an en cible en termes réels)



Note de lecture : avec un SMPT augmentant de 0,4% en termes réels par an, indexer la valeur du point sur l'inflation à partir de 2025 conduirait à des réserves égales à -298% des charges de l'Agirc-Arrco en 2070, soit un très fort endettement. Les projections en traits pleins sont réalisées sous l'hypothèse d'une productivité augmentant de 0,7% par an en termes réels et celles en traits pointillés sous l'hypothèse d'une croissance annuelle de la productivité de 0,4% par an.

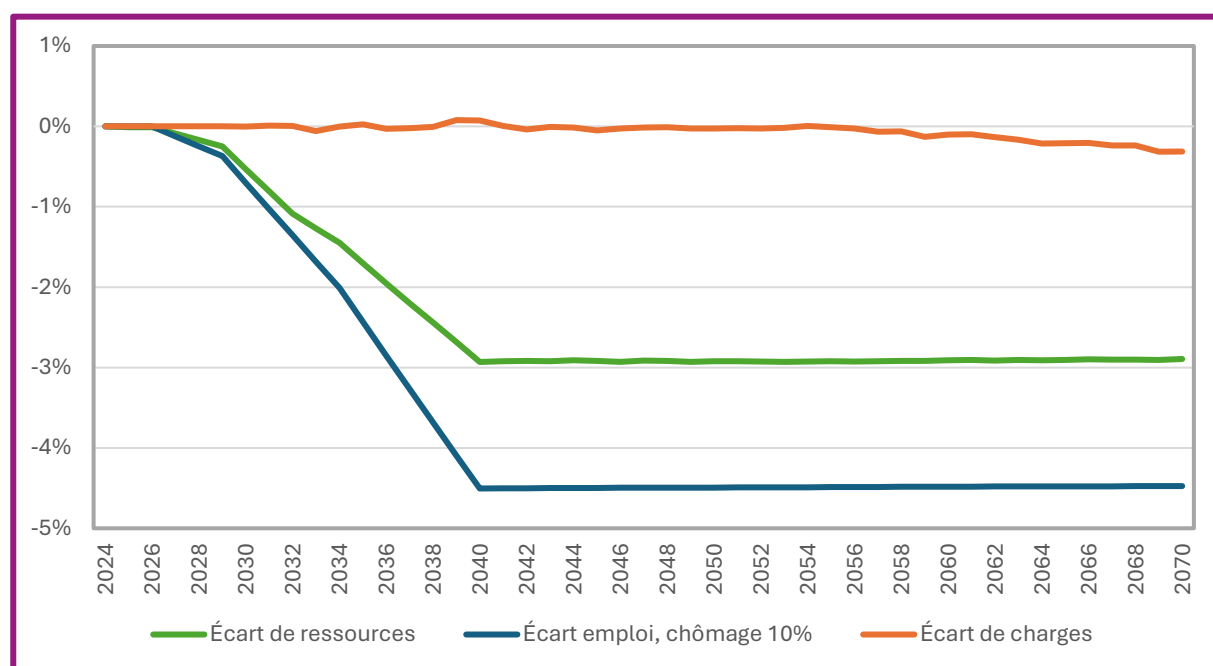
Source : calculs Agirc-Arrco

Dans un tel scénario, le respect de la règle d'or du régime sur longue période impliquerait une sous-indexation durable de la valeur de service, d'environ 0,4 point par rapport à l'inflation.

b. Sensibilité des projections à un taux de chômage plus élevé

Les projections précédentes suivent la cible de chômage de long terme du COR de 7% à partir de 2040. Afin d'évaluer la sensibilité des projections au taux de chômage adopté, les projections ci-dessous testent le haut de la fourchette des hypothèses du COR, soit un taux de chômage de 10 %.

Figure 11 - Écart d'emploi et de ressources entre les scénarios COR de chômage à 7% et à 10%



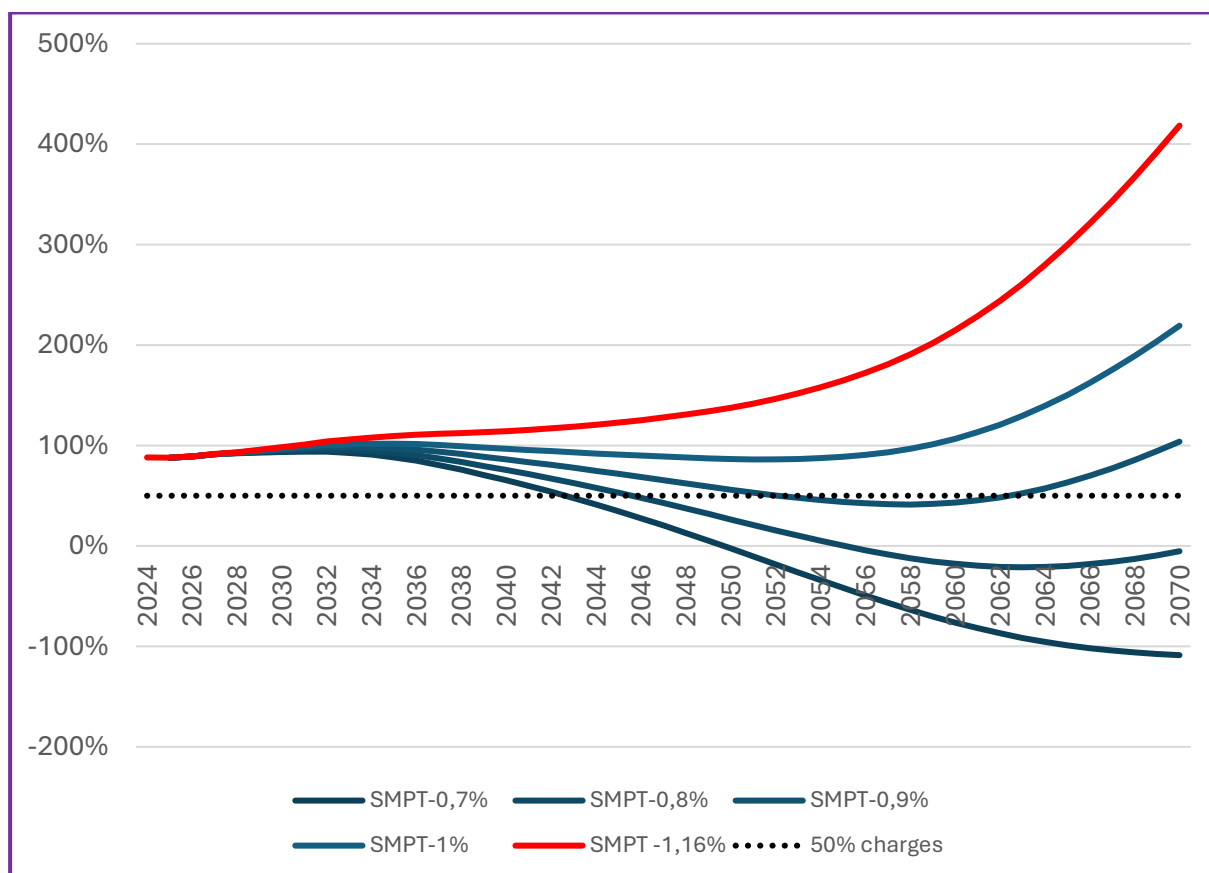
Note de lecture : Avec le scénario COR de chômage à 10%, en 2070 l'emploi Agirc-Arrco est 4,5% plus bas ; les ressources du régime 2,9% plus faibles ; et les charges 0,3% moins importantes, qu'en adoptant le scénario COR de chômage à 7%.

Source : calculs Agirc-Arrco

Le scénario de chômage à 10% modifie l'effectif cotisant à l'Agirc-Arrco à horizon 2040 de – 4,5% par rapport au scénario de référence avec un chômage de 7%, et les ressources du régime de – 2,9% (figure 11). Les deux tiers de la variation de l'emploi sont répercutés dans les ressources du régime. Cela est dû aux compensations Unédic : comme l'Agirc-Arrco donne des points à ses affiliés au chômage, une hausse du chômage augmente cette ressource, compensant pour un tiers les variations des cotisations.

Si les évolutions du chômage ont un impact immédiat sur les ressources, l'effet sur les charges est différé et de moindre ampleur. D'une part, car l'impact des variations du taux de chômage sur les charges n'est apparent qu'une fois que les assurés liquident leurs points. D'autre part, car les points chômage distribués par le régime en période de chômage aident à amortir l'impact de périodes de chômage indemnisé sur les pensions liquidées. Les charges du régime changent donc dans une moindre mesure, ne diminuant que de 0,3% en 2070 avec un chômage à 10% (figure 12).

Figure 12 - Réserves projetées en fonction de l'indexation du point 2025-2070, en % des charges (scénario de taux de chômage à 10%)



Note de lecture : indexer la valeur du point sur SMPT -0,7% à partir de 2027 conduirait à des réserves égales à -109% des charges de l'Agirc-Arrco en 2070 en appliquant le scénario de taux de chômage à 10%.

Source : calculs Agirc-Arrco

Ainsi, une hausse de la cible de chômage à 10% ramène les réserves projetées à 2070 à 419% des charges au lieu des 555% du scénario central avec une indexation de la valeur de service sur SMPT – 1,16%. La figure 12 montre qu'une indexation sur SMPT – 0,7%, soit proche de l'inflation, porterait les réserves sous 50% des charges en 2043, et que dans ce cas de figure le régime serait amené à s'endetter à partir de 2050.

c. Sensibilité des projections aux hypothèses démographiques

Enfin, les mouvements de la démographie constituent des aléas majeurs pour un régime par répartition. Les dernières données disponibles pointent notamment une baisse marquée de la fécondité, désormais proche du scénario bas des projections de l'Insee (2021) et qui pourrait être amenée à s'aggraver. L'espérance de vie continue quant à elle de progresser, même si son rythme apparaît un peu moins rapide que ce qui était envisagé dans le scénario central de l'Insee. Enfin, le solde migratoire est plus élevé que dans ce scénario, mais son impact sur les finances publiques pâtit d'un taux d'emploi relativement plus faible que la moyenne (Cour des comptes, 2025).

Ces différentes grandeurs affectent les régimes de retraites par répartition selon des temporalités différentes : la baisse de la fécondité, par exemple, ne pèse sur le nombre de cotisants qu'à partir de l'âge d'entrée sur le marché du travail. A l'inverse, l'impact du solde migratoire est quasi instantané tout en étant sans doute plus incertain. L'Insee devrait publier au cours de l'année 2026 une

actualisation complète de ses projections démographiques, tenant compte notamment des données observées depuis 2021. L'Agirc-Arrco actualisera alors ses projections. De premières simulations réalisées à partir de scénarios plus défavorables que le scénario central actuel (s'agissant en particulier de la natalité) suggèrent que la soutenabilité pluriannuelle du régime pourrait de ce fait nécessiter une sous-indexation supplémentaire du point. Les aléas demeurent néanmoins particulièrement importants à ce stade, qu'il s'agisse de l'évolution et de l'impact de l'immigration ou encore de la progression de l'espérance de vie.



BIBLIOGRAPHIE

Askenazy, P., Cupillard, E., Houriez, G., Jauneau, Y. et D. Roucher, *À la recherche des gains de productivité perdus*, note de blog de l'Insee, juillet 2024.

Blanchet D, Chabaud M., Olivia T. et J. Rubin, *Quelles règles d'indexation des retraites pour diminuer la sensibilité du système à la croissance ?* Insee Analyses, n° 109, avril 2025

Bourbon S. et Simon C., *Le régime de retraite complémentaire Agirc-Arrco*, Les cahiers études et statistiques, n°8, Agirc-Arrco, juin 2025

Comité de suivi des retraites (CSR), *Douzième avis*, juillet 2025

Conseil d'orientation des retraites (COR), *Rapport annuel - Evolutions et perspectives des retraites en France*, juin 2025

Conseil d'orientation des retraites (COR), *Compléments du rapport annuel - Fiche régime - Les régimes de retraite complémentaires des salariés du privé (Agirc-Arrco)*, juillet 2024

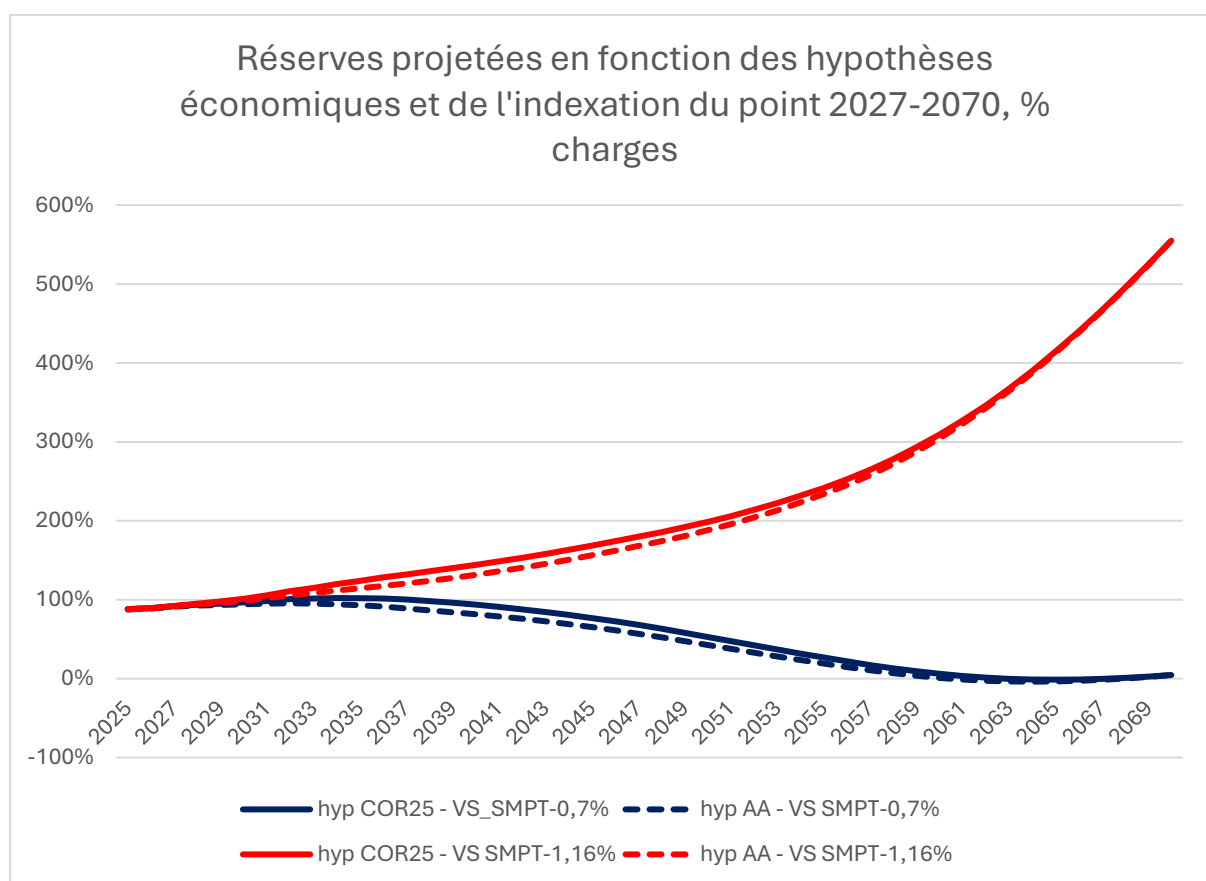
Cour des comptes, *Démographie et finances publiques*, rapport public thématique, décembre 2025

Insee, *Projections de populations 2021-2070*, Insee Résultats, 2021.

El Kadiri F., Felder Zentz L. et Mahouin N., *Les prestations de solidarité dans le régime Agirc-Arrco*, Focus thématique n°9, Agirc-Arrco, novembre 2024

ANNEXE

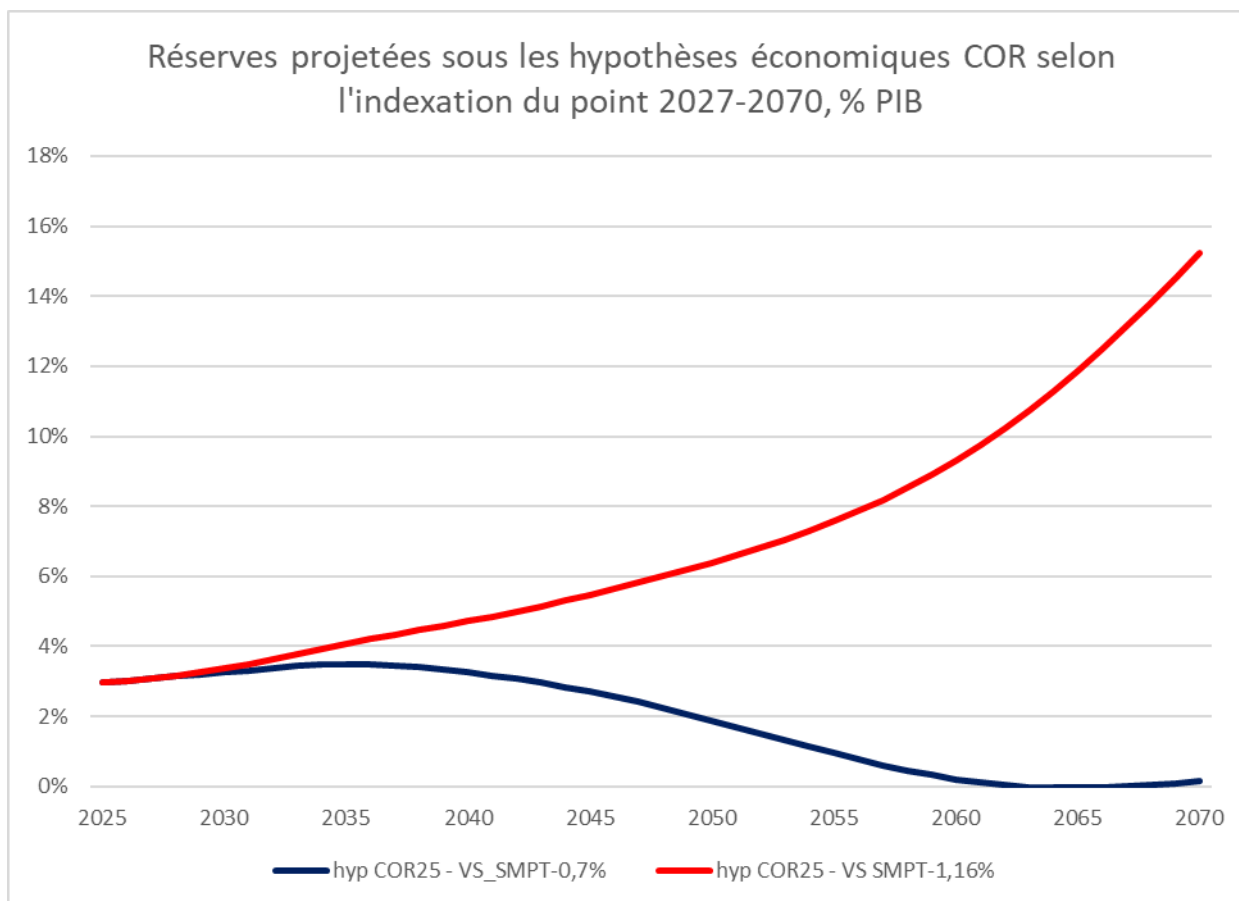
Comme rappelé dans l'encadré sur les hypothèses, le scénario économique sous-jacent aux projections présentées dans cette étude est celui retenu par le régime Agirc-Arrco pour ses projections internes et diffère de celui pris par le COR dans son rapport annuel de 2025. Néanmoins, ces écarts sont relativement mineurs et ont tendance à se réduire à long terme (l'hypothèse de rendement des réserves plus favorable dans le scénario AA venant compenser les écarts à court terme sur l'hypothèse d'évolution du SMPT réel). Comme le montre la figure suivante, les résultats présentés plus haut sur l'effet de l'indexation de la valeur de service sont donc similaires. Réduire le coefficient de soutenabilité appliqué à l'évolution du SMPT de 1,16% à 0,7% (soit indexer les retraites complémentaires sur les prix) ne permettrait plus au régime de respecter sa règle d'or (un niveau de réserves au moins égal à 6 mois d'allocations à tout moment sur 15 ans glissants) et engendrerait la disparition des réserves.



Note de lecture : sous les hypothèses économiques du COR, indexer la valeur du point sur SMPT -0,7% à partir de 2027 conduirait à des réserves égales à 0% des charges de l'Agirc-Arrco en 2070.

Source : calculs Agirc-Arrco

Nous présentons également un graphique sous la métrique habituelle du COR qui exprime les réserves du régime en % du PIB. Les constats effectués seraient les mêmes : sous les hypothèses économiques du COR, les réserves pourraient représenter à l'horizon 2070 de l'ordre de 15 points de PIB avec une indexation de la valeur de service suivant l'évolution du SMPT -1,16% ou bien disparaîtraient avec une indexation suivant l'évolution du SMPT-0,7%.



Note de lecture : sous les hypothèses économiques du COR, indexer la valeur du point sur SMPT -0,7% à partir de 2027 conduirait à des réserves nulles en 2070.

Source : calculs Agirc-Arrco