

ASSEMBLÉE NATIONALE

COMMUNICATION

Provisionner les retraites des fonctionnaires, une solution pour
garantir une retraite future aux fonctionnaires en activité

PRÉSENTÉE PAR

M. Philippe JUVIN,
Rapporteur général

SOMMAIRE

	Pages
INTRODUCTION	5
I. SI CERTAINS PAYS ONT PROVISIONNÉ TOUT OU PARTIE DE LEURS DÉPENSES DE RETRAITES, LA FRANCE NE L'A FAIT QUE DE MANIÈRE ÉPARSE ET INSUFFISANTE	9
A. DES EXEMPLES DE PROVISIONNEMENT DES RETRAITES À L'ÉTRANGER	9
1. Le Québec : un régime mis en place en 1993 et parvenu quasiment à l'autofinancement.....	9
2. Les Pays-Bas : un fonds de pension pour les agents publics créé dès 1922	10
3. La Suède : un modèle performant combinant répartition et capitalisation et préservant le libre choix des épargnants	12
4. L'Espagne : un système par répartition qui a su évoluer	13
B. UN SYSTÈME DE RETRAITES FRANÇAIS CARACTÉRISÉ PAR UN NIVEAU DE RÉSERVES RELATIVEMENT FAIBLE	15
1. Les réserves des régimes de retraite sont pour l'essentiel des réserves de précaution à court ou moyen terme	15
a. Les réserves des régimes en capitalisation ne représentent que 1,4 % du PIB.....	17
b. Les réserves des régimes par répartition comptent pour 7,1 % du PIB	18
c. Les régimes de la Banque de France et du Sénat ont provisionné tout ou partie de leurs engagements de retraites.....	19
d. Les régimes sans réserve.....	21
2. La tentative avortée du Fonds de réserve pour les retraites	22
a. Une montée en puissance plus lente qu'anticipé	22
b. Un fonds détourné pour contribuer au remboursement de la dette sociale	23

II. LA FRANCE DEVRAIT S’INSPIRER DES EXEMPLES ÉTRANGERS EN PROVISIONNANT LES RETRAITES DE SES FONCTIONNAIRES ET EN TIRANT PROFIT DES OPPORTUNITÉS DE RENDEMENT ÉLEVÉES OFFERTES PAR LA CROISSANCE MONDIALE.....	26
A. LES SCÉNARIOS ENVISAGEABLES.....	26
1. Provisionner la retraite de chaque fonctionnaire entrant	26
2. Provisionner une part du PIB chaque année pendant plusieurs décennies	27
3. S’appuyer sur l’existant : élargir le RAFP.....	28
B. LES MODES DE FINANCEMENT	29
1. S’endetter pour provisionner : bonne ou mauvaise idée ?.....	29
a. Une efficacité de principe	29
b. Une efficacité historique	31
c. Un dispositif qui présente des limites dans le contexte des finances publiques françaises.....	35
2. Les cotisations des actifs.....	36
3. La contribution des retraités.....	37
4. La mobilisation d’actifs détenus par l’État	38
C. QUELLE MISE EN ŒUVRE OPÉRATIONNELLE ?.....	38
1. Comment éviter le « détournement » des fonds provisionnés par les pouvoirs publics ?	39
a. Consacrer les réserves à un niveau supra-législatif	39
b. Confier la gestion des réserves à un organisme indépendant.....	40
c. Associer les réserves à des droits individuels.....	41
2. Quelle politique de placement ?.....	42
D. AU-DELÀ DE LA SEULE FONCTION PUBLIQUE : INTRODUIRE UNE CAPITALISATION COLLECTIVE ET OBLIGATOIRE DANS NOTRE SYSTÈME DE RETRAITE ?.....	43
CONCLUSION.....	47
LISTE DES PERSONNES AUDITIONNÉES PAR LE RAPPORTEUR GÉNÉRAL.....	49
LISTE DES CONTRIBUTIONS ÉCRITES TRANSMISES AU RAPPORTEUR GÉNÉRAL.....	53

INTRODUCTION

Le système de retraites par répartition est l'éléphant dans la pièce. Son **financement à long terme** est devenu **insoutenable**, ce qui **met en péril notre capacité à assurer le paiement des retraites futures**. Plus largement, compte tenu du poids des retraites dans la dépense publique, **il ne peut, même à court terme, y avoir de rétablissement des comptes publics sans une réforme des retraites**.

Les **dépenses de retraites** représentent **un quart des dépenses publiques**, soit 422 milliards d'euros en 2025, dont 66,5 milliards d'euros pour les fonctionnaires et ouvriers de l'État (16 % du total) et 28,8 milliards d'euros pour les fonctions publiques territoriale et hospitalière (7 %).

L'évolution des dépenses de retraites constitue l'**un des principaux facteurs de hausse des dépenses publiques** ⁽¹⁾, en raison de l'augmentation du nombre de pensionnés et de l'indexation des pensions de retraite sur l'inflation.

Les dépenses de retraites représentent ainsi **14,1 % du PIB en 2025**, contre 11,8 % en 2000. Elles ont donc progressé plus rapidement que la richesse nationale, et auraient été encore plus dynamiques si l'âge de départ à la retraite et la durée d'assurance requise pour l'obtention d'une pension à taux plein n'avaient pas été révisés ⁽²⁾. Sans nouvelle réforme d'ampleur, leur part dans le PIB pourrait atteindre **15,3 % à l'horizon 2070**.

La France est le **deuxième pays où la part des dépenses de retraites**, publiques et privées, **dans le PIB est la plus élevée**, derrière l'Italie (17 % en 2021) mais devant les États-Unis (13,6 %), l'Espagne (13,0 %), l'Allemagne (12,3 %), le Royaume-Uni (10,8 %), les Pays-Bas (10,6 %) ou encore le Canada (10,1 %) ⁽³⁾.

Pire encore, **c'est bien par la dette que le système de retraites est aujourd'hui financé**. Ainsi que l'a montré le Haut Conseil du financement de la protection sociale, les cotisations salariales vieillesse ont plus que doublé entre 1950 et 1990 mais sont quasiment stables depuis 1993 ⁽⁴⁾. Si l'on comprend bien pourquoi elles n'ont pas été augmentées, en raison de leur niveau déjà élevé et de leurs effets sur l'activité économique, la contrepartie mécanique en a été l'explosion des déficits

(1) Selon l'[INSEE](#), l'évolution des dépenses de retraites représente 28 % de la hausse des dépenses publiques entre 1995 et 2024, soit + 278,8 milliards d'euros entre le montant des dépenses de retraites de 1995 et le montant des dépenses de retraites de 2024. Cette évolution s'est confirmée en 2024 (+ 24,8 milliards d'euros, soit 40 % de la hausse des dépenses publiques) et en 2025 (+ 13,2 milliards d'euros, soit 32 %).

(2) D'après une [étude de l'INSEE](#), sans les mesures prévues dans les réformes des retraites adoptées depuis 1992, les dépenses de retraites seraient supérieures de 3,7 points de PIB à leur niveau actuel, soit entre 110 et 120 milliards d'euros par an. Selon un [rapport de la Fondapol](#), l'ensemble des réformes précédant celle de 2023 ont pour effet de diminuer les droits à pension de 7 points de PIB à l'horizon 2060.

(3) Ces chiffres du Conseil d'orientation des retraites sont à nuancer : la France se positionne dans le niveau médian concernant les dépenses de retraites par habitant, ce qui suggère que le niveau relativement élevé des dépenses de retraites peut en partie s'expliquer par un PIB par habitant plus faible que dans d'autres pays.

(4) Haut Conseil du financement de la protection sociale, « Salaire brut, salaire net – Évolutions comparées et constats », juin 2026.

et de la dette publics ainsi qu'une limitation progressive des financements alloués aux autres services publics.

À cet égard, il convient de rappeler, comme l'ont montré un certain nombre de travaux depuis 2022 ⁽¹⁾, que le traitement comptable dont font l'objet les sur-cotisations à la charge de l'État pour ses fonctionnaires et des autres employeurs publics ainsi que les subventions d'équilibre versées aux régimes spéciaux de retraite conduisent à **sous-estimer fortement le déficit actuel du système de retraites** et à **surestimer les moyens alloués à certaines politiques publiques** (éducation nationale, enseignement supérieur, défense, intérieur, justice).

Tandis que le Conseil d'orientation des retraites (COR) ⁽²⁾ présente un solde du système de retraite déficitaire de « seulement » 5,1 milliards d'euros en 2025, ce déficit est sous-estimé, selon les conventions retenues, de 26 milliards d'euros ⁽³⁾, de 29 milliards d'euros ⁽⁴⁾ ou de 42 milliards d'euros ⁽⁵⁾ pour le régime des fonctionnaires de l'État, d'au moins 8 milliards d'euros (estimation pour l'année 2021 ⁽⁶⁾) pour le régime des fonctionnaires territoriaux et hospitaliers et de 12 milliards d'euros pour les régimes spéciaux qui bénéficient d'une subvention d'équilibre par crédits budgétaires ou taxes affectées ⁽⁵⁾. Une analyse plus globale menée à partir des comptes consolidés des retraites publiés par la Commission des comptes de la sécurité sociale permet de chiffrer la contribution des retraites au déficit public à 78 milliards d'euros en 2024 et 87 milliards d'euros en 2025 ⁽⁷⁾.

Ce ne sont toutefois pas les régimes des fonctionnaires qui créent à eux seuls les difficultés de financement des retraites. D'une part, l'écart entre les dépenses et les recettes résulte en partie de la modération des rémunérations dans la fonction publique liée à la sous-indexation du point d'indice depuis une quinzaine d'années ⁽⁸⁾, ce qui constitue une mesure vertueuse pour les finances publiques. D'autre part, le régime des fonctionnaires civils et militaires de l'État porte un certain nombre

(1) Pour les plus récents, voir notamment les contributions de [M. Jean-Pascal Beaufret](#) et de [M. Charles de Courson](#).

(2) Conseil d'orientation des retraites (COR), [« Rapport annuel sur les évolutions et les perspectives des retraites en France »](#), juin 2026.

(3) Patrick Aubert, Maïlys Pedrono, Maxime Tô, Todor Tochev, [« Retraites des fonctionnaires d'État : faut-il changer la convention comptable ? »](#), Institut des politiques publiques, juin 2025.

(4) Héléne Paris, [« Retraites des fonctionnaires d'État : pas de déficit caché mais un coût salarial surévalué »](#), Conseil d'analyse économique, Focus n° 121, septembre 2025.

(5) [Rapport sur les pensions de retraite de la fonction publique](#), annexé au projet de loi de finances pour 2026.

(6) Haut-Commissariat au plan, [« Retraites : une base objective pour le débat public »](#), 8 décembre 2022.

(7) Voir notamment Jean-Pascal Beaufret, [« Contribution à la mission flash de clarification du financement des retraites – Note pour le Premier Président de la Cour des comptes »](#), Fondapol, février 2025. Les chiffres cités prennent en compte, outre les contributions des employeurs publics et les subventions d'équilibre versées aux régimes spéciaux, les subventions de l'État compensant certaines exonérations de cotisations sociales ciblées ainsi que les subventions des autres caisses (CNAF, UNEDIC, etc.).

(8) Entre 2004 et 2025, le cumul des revalorisations du point d'indice de la fonction publique s'est élevé à 11,9 % contre 36,3 % pour l'indice des prix à la consommation, soit une sous-indexation de 24,4 %.

de déséquilibres qui le conduisent à subventionner implicitement le régime général ⁽¹⁾. Il s'agit donc bien d'**un problème de soutenabilité global**.

Le financement du système de retraites par les déficits et la dette publics **équivalait à ne pas faire payer l'intégralité de son coût aux générations actuelles et à en reporter une partie sur les générations futures**. Cela est d'autant plus inéquitable pour les jeunes générations que, compte tenu des évolutions démographiques en cours et de la baisse du rapport entre le nombre de cotisants et le nombre de retraités, elles paient davantage de cotisations et de contributions que les générations antérieures mais bénéficieront de pensions de retraite qui, relativement aux salaires, seront moins élevées. La diminution des pensions serait particulièrement forte pour les fonctionnaires de l'État : selon les projections du COR, la pension de retraite diminuerait d'environ 75 % du salaire moyen par tête (SMPT) en 2025 à environ 45 % du SMPT en 2070.

Dans ce contexte, il n'est **guère étonnant que la confiance dans le système de retraites s'érode progressivement**. Selon une enquête PatEr de 2020 ⁽²⁾, près de la moitié des moins de 34 ans (48 % des 18-24 ans et 52 % des 25-34 ans) s'attendent à ne percevoir aucune pension, ou seulement un montant très faible, au moment de leur retraite, alors même qu'en moyenne 28 % de leur salaire brut est prélevé pour financer les pensions des retraités actuels. Une enquête IFOP de 2026 confirme que 72 % des Français ne font pas confiance au système de retraites pour leur garantir une pension de retraite suffisante, avec une méfiance particulièrement élevée chez les jeunes (87 % chez les moins de 25 ans et 83 % des 23-34 ans) ⁽³⁾.

Or le système de retraites constitue un acquis essentiel du contrat social sur lequel repose notre société. Dès lors, **des solutions doivent être recherchées** pour consolider son financement à long terme, limiter le poids des retraites pour les finances publiques et atténuer la diminution des pensions pour les générations futures.

Les solutions de rééquilibrage d'un système de retraite les plus classiques sont connues : hausse des cotisations sociales prélevées sur les actifs (levier qui a déjà été largement activé), augmentation de l'âge de départ à la retraite ou sous-indexation des pensions de retraite. Une autre option est moins souvent évoquée : le **provisionnement des retraites**, c'est-à-dire la **constitution de réserves placées dans un fonds de capitalisation dans le but de couvrir à long terme tout ou partie des engagements de retraites futurs**. Cette dernière option aurait l'avantage d'induire un **coût social beaucoup plus limité**, puisqu'elle **tirerait parti du rendement généré par les marchés financiers**.

Certains pays ont fait le choix de constituer des réserves pour contribuer à la pérennité de leurs régimes de retraite, en particulier ceux ayant opté pour un système

(1) Pour plus de détails, voir aussi, outre les travaux précités, le [rapport](#) du rapporteur général sur le projet de loi relative aux résultats de la gestion et portant approbation des comptes de l'année 2025 (pages 113 à 117).

(2) Caisse des dépôts et consignations, « Les attentes et la perception de la retraite en France : exploitation de la vague 2020 de l'[enquête PatEr](#) », *Questions politiques sociales, Les études (Retraite)*, n° 33, avril 2021.

(3) IFOP - Club Landoy, « Baromètre de la France qui vieillit – [Édition 2026](#) », 22 juin 2026.

mixte mêlant répartition et capitalisation. Ces pays – les Pays-Bas, le Canada et la Suède, pour ne citer qu’eux – ont ainsi profité de la rentabilité du capital qui, sur le long terme, est supérieure à la croissance de l’activité économique, et disposent désormais de réserves dont le montant est parfois supérieur à leur PIB.

Au contraire, **la France** – nonobstant la création d’un Fonds de réserve pour les retraites (FRR) dont les ressources ont très vite été détournées de leur usage initial par les pouvoirs publics pour combler les déficits sociaux – **ne dispose aujourd’hui d’aucune réserve pour couvrir ses dépenses de retraites à long terme**. En conséquence, la soutenabilité du système de retraites n’est pas assurée et sa pérennité dépend de notre capacité à continuer de recourir à l’emprunt dans les décennies à venir.

Si notre pays, à l’instar de ses voisins les plus vertueux, avait provisionné tout ou partie de ses engagements de retraites, et notamment si le FRR n’avait pas été détourné de son objectif initial, nous disposerions de réserves nous permettant d’alléger la charge liée au paiement des pensions dans les budgets publics, nous serions moins endettés et nous aurions davantage de marges de manœuvre pour investir et préparer l’avenir.

Ainsi que le notait l’Institut économique Molinari en 2019 : « *[s]i nous avions été aussi prévoyants que le Danemark, les Pays-Bas ou la Suède, pays ayant comme la France une tradition sociale forte, nous aurions 150 % du PIB en plus dans nos fonds de retraite publics et privés, générant 5,8 points de PIB par an. Par rapport à ce trio de tête, le manque à gagner lié au sous-développement de l’épargne retraite nous prive de 136 milliards d’euros chaque année* »⁽¹⁾.

On peut le regretter, mais **il n’est pas trop tard pour provisionner les retraites**. Une manière de commencer à le faire serait de provisionner les retraites des nouveaux fonctionnaires (les fonctionnaires « entrants »), ce qui nécessiterait un effort financier moins important qu’un provisionnement appliqué à l’ensemble des régimes de retraite. C’est le sens des réflexions qui ont animé le rapporteur général au cours de ses auditions, et qui le poussent à avancer différentes propositions pour ouvrir un débat sur le sujet du provisionnement des retraites des fonctionnaires.

(1) Mme Cécile Philippe et M. Nicolas Marques, « Retraites françaises, sortir de l’impasse et préparer l’avenir », Institut économique Molinari, décembre 2019.

I. SI CERTAINS PAYS ONT PROVISIONNÉ TOUT OU PARTIE DE LEURS DÉPENSES DE RETRAITES, LA FRANCE NE L'A FAIT QUE DE MANIÈRE ÉPARSE ET INSUFFISANTE

A. DES EXEMPLES DE PROVISIONNEMENT DES RETRAITES À L'ÉTRANGER

De nombreux pays ont choisi de recourir à un provisionnement des retraites futures permettant de placer sur les marchés financiers les sommes provisionnées, avec un succès parfois remarquable.

1. Le Québec : un régime mis en place en 1993 et parvenu quasiment à l'autofinancement

Le gouvernement du Québec a mis en place en décembre 1993 un Fonds d'amortissement des régimes de retraite (FARR), dont la gestion a été confiée à la Caisse de dépôt et placement, visant à constituer une réserve financière pour payer les prestations des régimes de retraite des employés des secteurs public et parapublic ⁽¹⁾.

Des versements réguliers à ce fonds, issus de l'émission de dette publique, ont eu lieu au fil des années, selon l'état des finances publiques et de la conjoncture, les fonds étant employés à des placements sur les marchés financiers. Le premier dépôt est intervenu au cours de l'exercice 1993-1994 pour un montant de 850 millions de dollars. En 2020, les dépôts cumulés dans le FARR depuis 1993 avaient atteint 43,8 milliards de dollars ⁽²⁾. Aucun retrait n'étant intervenu avant 2024, les revenus annuels de ces placements ont crû continuellement pour atteindre 7,6 milliards de dollars en 2024. Au 31 mars 2024, la valeur comptable du FARR était de 114,3 milliards de dollars, soit 91 % des obligations actuarielles du Gouvernement à l'égard des régimes de retraite. Si un retrait de 2,4 milliards de dollars n'était pas intervenu en 2024, il est probable que la poursuite de cette trajectoire aurait permis d'atteindre une somme suffisante pour financer l'intégralité des engagements de retraites du Gouvernement vis-à-vis de ses agents d'ici 2026.

Ces niveaux d'épargne ont été atteints à travers le maintien, au fil des décennies et des alternances, d'un objectif identique, à savoir provisionner 100 %

(1) *Les retraites des Québécois sont alimentées par trois piliers de financement :*

- un régime d'État, comprenant un régime fédéral, non capitalisé, qui couvre 5 à 10 % des revenus des retraités, et un régime provincial, fonctionnant, au Québec, essentiellement par répartition, et qui couvre 20 à 25 % des mêmes revenus ;
- un régime d'employeurs, négocié avec les syndicats, qui est entièrement capitalisé et couvre 60 à 70 % des revenus des retraités. C'est ce régime que finance, pour les fonctionnaires québécois, le FARR ;
- l'épargne personnelle.

(2) Dans son étude « [Provisionner les retraites des fonctionnaires pour restaurer les finances publiques](#) », publiée en janvier 2025, M. Nicolas Marques, directeur général de l'Institut économique Molinari, souligne que la constitution du FARR a été financée par endettement.

des engagements de retraite du Gouvernement du Québec vis-à-vis de ses agents. Deux faits importants sont à relever à ce sujet, que l'on retrouvera au fil d'autres expériences, dont l'expérience française : le premier, c'est qu'il existe un risque que ce type de fonds soit pillé par l'État impécunieux afin de financer d'autres politiques publiques ; le second, c'est que le coût de la dette contractée par l'État pour financer des fonds de ce type est, en moyenne, significativement inférieur au rendement des capitaux placés. Dans le cas du Québec, les versements prévus ont eu lieu de manière régulière et aucun retrait n'a été effectué, ce qui a permis des investissements boursiers de long terme et à l'international. De plus, entre 1993 et 2024, l'écart moyen annuel entre le coût d'emprunt moyen, de 4,5 %, et le rendement moyen du FARR, de 7,1 %, s'est établi à 2,6 % ⁽¹⁾ ⁽²⁾. Ce succès a permis au gouvernement du Québec d'interrompre ses versements au FARR dès 2024.

Il est intéressant de relever que les retraites des fonctionnaires québécois étaient, jusqu'en 1973, intégralement financées par un système de répartition, et qu'une réelle fierté s'est développée dans la population du Québec pour ce fonds, permettant d'assurer un regard sur sa gestion par l'opinion publique, selon les représentants de la Caisse de dépôt et placement entendus par le rapporteur général.

2. Les Pays-Bas : un fonds de pension pour les agents publics créé dès 1922

Les Pays-Bas constituent un cas remarquable par sa précocité puisqu'ils ont mis en place dès 1922 un fonds de pension destiné à assurer le financement des retraites de leurs agents publics, baptisé ABP, qui est actuellement le cinquième plus grand fonds de pension au monde. Ce fonds prend place aujourd'hui au sein du deuxième pilier des retraites des Néerlandais, pilier dont les pensions doivent être financées selon le principe de la capitalisation ⁽³⁾. Le fonds reçoit les cotisations des employés et des employeurs du secteur public et les investit sur les marchés financiers.

À la fin de l'année 2025, la valeur totale des actifs d'ABP s'élevait à 533 milliards d'euros, alors que la valeur actualisée des droits à pension acquis et

(1) « *Regard sur le fonds d'amortissement des régimes de retraite : objectif atteint...et réflexion sur la suite* », Yves Saint-Maurice, Luc Godbout et Suzie St-Cerny, *Regard CFFP R2025/19*, Université de Sherbrooke, novembre 2025.

(2) Cette moyenne inclut des années à rendement négatif, notamment 2001 (-10,8 %), 2002 (-14,3 %), 2008 (-30,1 %) et 2022 (-8,1 %).

L'écart négatif maximal entre le rendement du FARR et le coût de financement de la dette publique a été atteint en 2008 ; l'écart positif maximal en 2003 (+9,7 %).

(3) *Les trois piliers du régime de retraite néerlandais sont les suivants :*

- le premier pilier correspond à la pension publique de base, dite « AOW », ouverte à toute personne ayant résidé aux Pays-Bas pendant une période de 50 années précédant l'âge de la retraite, et constituant un revenu de base, lié au salaire minimum, pour les personnes retraitées ;
- le deuxième pilier correspond aux régimes professionnels de retraite mis en place par les partenaires sociaux ;
- le troisième pilier correspond à une épargne retraite complémentaire constituée de manière individuelle et volontaire.

des droits à pension en cours pour l'ensemble des affiliés du fonds ABP était d'environ 425 milliards d'euros – soit un taux de couverture de 123,5 %.

Le rendement annuel moyen d'ABP s'est élevé, au cours des vingt dernières années, à environ 5,3 %.

Les fonds d'ABP sont investis à hauteur de 7 % en France, pour un montant d'environ 37 milliards d'euros, dont 24 milliards d'euros dans des obligations d'État françaises, mais aussi dans des entreprises cotées, dont Vinci. Il en résulte que le service de la dette publique française, dont le Parlement vote chaque année les crédits, mais aussi les péages acquittés par les automobilistes empruntant l'autoroute du Sud, qui est détenue à 100 % par Vinci *via* ASF, servent à financer les retraites des trois millions de fonctionnaires néerlandais. Les fonds investis par ABP aux Pays-Bas sont moins élevés, soit 30 milliards d'euros à la fin de l'année 2025, la préférence pour les investissements domestiques étant moindre que pour d'autres pays européens tels que le Danemark et la Suède. Les personnes entendues par le rapporteur général soulignent, pour expliquer ce constat, les effets positifs de la diversification internationale, en combinaison avec l'existence d'un pilier public national solide. Ce fait illustre une problématique importante, sur laquelle nous reviendrons : où placer les fonds collectés ? Sur le marché domestique, ce qui permet de nourrir le financement des entreprises nationales mais présente l'inconvénient, dans un contexte de croissance faible, d'offrir des rendements limités ? ou bien sur le marché international, en plaçant les fonds là où la croissance est la plus élevée ?

On peut relever que le risque de retraits par l'État est, dans le cas néerlandais, exclu, puisque les fonds de pension ont un statut de fondations privées indépendantes. Elles sont placées sous le contrôle de la Banque centrale des Pays-Bas, qui exerce sur elles un contrôle matériel et prudentiel, qui garantit leur solidité financière.

De plus, l'affiliation obligatoire des agents publics au fonds de pension permet de réduire les frais, celui-ci n'ayant pas besoin d'engager des dépenses de communication ⁽¹⁾.

(1) Il est difficile de fournir une évaluation de ces dépenses et de leurs conséquences en termes de frais pour les épargnants.

Toutefois, une étude de l'OCDE (« [Perspectives de l'OCDE sur les pensions privées](#) », 2008) indique que les adhérents aux fonds de pension « n'étant pas très réactifs à une hausse des frais, des systèmes qui semblaient a priori hautement concurrentiels, avec un grand nombre d'acteurs, se sont révélés dans les faits peu performants en termes de commissions » (p. 151). Selon cette étude, « les coûts de marketing et de publicité se produisent principalement dans les plans de retraite individuels » si bien que « dans les pays où la participation à des fonds de pension privés est quasi-obligatoire et où les contrats de travail affectent les individus aux différents fonds de pension, ces derniers ont un faible montant de coûts liés à l'attraction des personnes (promotion et publicité) » (p. 162). En revanche, « dans les pays ayant des régimes de retraite obligatoires dans lesquels les individus sont relativement libres de choisir entre les différents fonds de pension disponibles, ces fonds ont des coûts importants d'attraction des membres » (p. 162).

Enfin, un pilotage du système est prévu afin de garantir l'équilibre du régime : un rendement plus bas que prévu peut conduire à une hausse des cotisations ou à une réduction de l'indexation.

3. La Suède : un modèle performant combinant répartition et capitalisation et préservant le libre choix des épargnants

La Suède possède, quant à elle, un système de retraites original combinant répartition et capitalisation, et qui concerne les employés du secteur public comme du secteur privé.

Ce système repose sur trois piliers :

– le premier pilier, financé par une cotisation obligatoire équivalente à 18,5 % du revenu brut tout au long de la vie active, qui alimente simultanément un compte par répartition, pour 16 % du revenu brut, et un compte auprès d'un fonds de pension, pour 2,5 % du revenu brut. Il s'agit d'un régime universel et unique pour l'ensemble des salariés. Le volet capitalisation de ce pilier est géré par l'Agence suédoise des retraites, qui collecte les cotisations et propose au salarié de placer ses cotisations individuelles dans cinq fonds maximum au choix au sein d'un univers d'investissement d'environ 400 fonds agréés, dont les frais de gestion sont négociés et plafonnés. En l'absence de choix du cotisant, les cotisations sont placées dans le fonds de pension public AP7, qui ajuste le profil d'exposition au risque en fonction de l'âge du cotisant. Le premier pilier assure 65 % à 70 % de la pension moyenne totale ;

– le deuxième pilier est constitué par le complément des employeurs prévu par les conventions collectives et géré par capitalisation. Il assure 25 % à 30 % de la pension moyenne ;

– le troisième pilier correspond au complément individuel constitué par l'épargne personnelle des actifs. Il assure 5 % de la pension moyenne.

Depuis 2001, un mécanisme financier d'équilibrage automatique du régime à travers un facteur d'indexation des pensions et des cotisations cumulées garantit la pérennité financière du système, qui est considéré comme l'un des plus solvables à l'échelle internationale selon le classement annuel établi par Mercer, qui classait le système suédois à la sixième place en 2025 ⁽¹⁾. Ce mécanisme conduit à minorer le taux de revalorisation des pensions lorsque l'équilibre entre le passif et l'actif du système n'est plus assuré.

Le fonds AP7 se distingue par ses très bonnes performances. Entre 2000 et 2025, son rendement annuel moyen a été d'environ 11 %. Il est structuré autour de deux fonds : un fonds actions et un fonds obligataire. Le profil d'exposition au risque évolue en fonction de l'âge du cotisant : jusqu'à 55 ans, l'épargne est investie à 100 % dans le fonds actions, puis l'exposition aux actions est réduite de 3 à

(1) <https://www.mercer.com/fr-fr/about/newsroom/mercercfa-institute-global-pension-index-2025--mcgpi-/>.

4 points par an au profit des obligations, afin de diminuer le niveau de risque à l'approche de la retraite. À partir de 75 ans, l'allocation devient stable et se compose d'environ deux tiers d'obligations et d'un tiers d'actions.

Il est abondé par environ 6 millions de cotisants, pour environ 140 milliards d'euros d'encours sous gestion. La gestion repose sur un portefeuille indiciel mondial détenant des participations dans près de 2 000 entreprises dans le monde entier, ce qui permet une diversification étendue, une répartition efficace des risques et la maîtrise des coûts de gestion, et se traduit *in fine* par des rendements élevés.

Les frais de gestion d'AP7 figurent en effet parmi les plus faibles du marché et s'élèvent à 0,05 % par an pour les épargnants âgés de moins de 56 ans et diminuent progressivement avec l'augmentation de la part investie dans des obligations, pour atteindre 0,04 % à partir de 75 ans. La part de marché d'AP7 parmi les fonds du régime par capitalisation du premier pilier est passée de 35,7 % en 2016 à 53,5 % en 2025.

4. L'Espagne : un système par répartition qui a su évoluer

Le système de retraites espagnol est un système par répartition proche du système français, complété, comme en France, par une retraite par capitalisation optionnelle à travers des plans individuels ou d'entreprise, bénéficiant de déductions fiscales. Le taux de remplacement est élevé : il atteignait 86,5 % du dernier revenu en moyenne en 2022 contre 71,9 % en France et 61,4 % en moyenne pour les pays de l'OCDE. Depuis une réforme mise en œuvre en 2011, les fonctionnaires sont intégrés au régime général ⁽¹⁾.

La difficulté principale de ce système est sa soutenabilité à moyen terme, notamment du fait du vieillissement de la population – le régime de la sécurité sociale espagnole étant déficitaire depuis 2011.

Afin de contribuer au financement des retraites futures, l'Espagne a créé en 1997 un Fonds de réserve de la sécurité sociale (FRSS), visant à « *répondre aux besoins futurs en matière de prestations contributives relevant de déviations entre recettes et dépenses de la sécurité sociale* ». Il s'agit d'un fonds de capitalisation original, puisque la quasi-totalité de son portefeuille est composée de titres de dette publique espagnole ; il s'agissait, en 2024, à 9,4 % de titres de court terme, à 67,2 % de titres à dix ans et à 23,3 % de titres à quinze ans.

Après avoir reçu une première contribution en 2000, le FRSS a bénéficié de contributions annuelles jusqu'en 2011, année où il a atteint un pic de près de 67 milliards d'euros ; puis, entre 2012 et 2019, le Gouvernement a mobilisé la quasi-totalité des fonds accumulés alors que le système de sécurité sociale était devenu déficitaire, laissant un solde de moins de 2 milliards d'euros en 2019.

(1) Les fonctionnaires nommés depuis le 1^{er} janvier 2011 sont directement intégrés au régime général de la sécurité sociale ; toutefois le régime antérieur, dit des « classes passives » reste en vigueur pour les fonctionnaires qui y étaient affiliés avant 2011.

Depuis les réformes mises en place entre 2021 et 2023, une nouvelle période d' « accumulation » au sein du FRSS a été ouverte jusqu'en 2032. Entre 2033 et 2052, le FRSS serait ainsi mis à contribution pour faire face aux hausses des dépenses du système de sécurité sociale dues au départ à la retraite de la génération du *baby-boom* ⁽¹⁾. Une loi de 2023 ⁽²⁾ fixe d'ailleurs, en part du PIB, des plafonds annuels de mise à disposition des fonds du FRSS afin de permettre au mécanisme de réserve de jouer son rôle. Afin de nourrir le FRSS, une cotisation sociale supplémentaire a été créée en 2021 ⁽³⁾. S'appliquant à tous les affiliés au régime de sécurité sociale, son montant, au départ de 0,6 %, dont 0,5 % pour l'employeur et 0,1 % pour l'employé, a été revu à la hausse en 2023 pour atteindre 1,2 % au total en 2029. De plus, la perception de cette cotisation, prévue au départ pour durer jusqu'en 2032, a été étendue jusqu'en 2050, et un renforcement automatique de cette cotisation est prévu en cas de nécessité ⁽⁴⁾. Aussi le FRSS a-t-il atteint le montant de 15,3 milliards d'euros fin mars 2026.

Ces réformes démontrent que la capitalisation peut prendre des formes multiples, et qu'il est toujours temps de l'introduire, même dans un système ancré de longue date dans une tradition de répartition.

TABLEAU COMPARATIF DES FONDS ÉTRANGERS ÉTUDIÉS

	Québec	Pays-Bas	Suède	Espagne
Nom du fonds	Fonds d'amortissement des régimes de retraite (FARR)	ABP	AP7	Fonds de réserve de la sécurité sociale (FRSS)
Date de création	1993	1922	2000	1997
Encours	114,3 milliards de dollars canadiens (au 31 mars 2024)	533 milliards d'euros (fin 2025)	140 milliards d'euros (fin 2025)	15,3 milliards d'euros (fin mars 2026)
Rentabilité	7,1 %	5,3 % (depuis 2005)	11 %	-

Source : commission des finances.

(1) En Espagne, les générations du « baby-boom » ne sont pas celles nées après la Seconde guerre mondiale mais celles nées dans les années 1960.

(2) [Real Decreto-ley 2/2023](#), de 16 de marzo, de medidas urgentes para la ampliación de derechos de los pensionistas, la reducción de la brecha de género y el establecimiento de un nuevo marco de sostenibilidad del sistema público de pensiones.

(3) Ce mécanisme est dénommé « Mécanisme de solidarité intergénérationnel » (Mecanismo de equidad intergeneracional, MEI).

(4) Ce renforcement est prévu par la deuxième disposition additionnelle (« Disposición adicional segunda ») du décret-loi royal (« Real Decreto-ley ») 2/2023 : tous les trois ans, si le rapport établi par l'Autorité indépendante de la responsabilité budgétaire (« Autoridad independiente de responsabilidad fiscal ») révèle une insuffisance du FRSS, le Gouvernement doit négocier avec les partenaires sociaux des mesures de correction permettant d'augmenter les revenus du FRSS ou de réduire les pensions. Ces mesures doivent être autorisées par le vote d'une loi. Cependant, si cette loi n'est pas entrée en vigueur le 1^{er} janvier de l'année suivante, une augmentation automatique des cotisations au Mécanisme d'équité intergénérationnelle est prévue de manière à couvrir 20 % du besoin de financement identifié. Une augmentation du même montant est également prévue chaque année suivante, cela jusqu'à ce que des mesures suffisantes soient adoptées.

B. UN SYSTÈME DE RETRAITES FRANÇAIS CARACTÉRISÉ PAR UN NIVEAU DE RÉSERVES RELATIVEMENT FAIBLE

La France étant moins ouverte à la capitalisation que d'autres pays comparables, le montant total des réserves provisionnées au sein des régimes de retraites fonctionnant par répartition et des rares régimes par capitalisation est très faible. En outre, la tentative d'amorcer une répartition provisionnée, avec le Fonds de réserve pour les retraites (FRR), s'est soldée par un échec.

1. Les réserves des régimes de retraite sont pour l'essentiel des réserves de précaution à court ou moyen terme

La notion de réserve est consubstantielle de l'idée de capitalisation : constituer des réserves, les placer et utiliser les bénéfices de ces placements pour verser une rente. Il n'y a donc pas de capitalisation sans réserves. Néanmoins, toutes les réserves n'impliquent pas capitalisation et les réserves des régimes de retraite ne sont pas inexistantes en France. Il convient donc de **distinguer** :

– les **réserves de court ou moyen terme**, qui visent à compenser des désajustements temporaires entre les flux d'encaissement des cotisations vieillesse et de décaissement des pensions de retraite, et qui se justifient par des questions prudentielles, de trésorerie ou de lissage des fluctuations économiques ;

– les **provisions de long terme**, qui visent à consolider le financement du système de retraites et à atténuer pour les générations futures les conséquences financières de la hausse du nombre de pensionnés.

Les régimes de retraite fonctionnant en **capitalisation** provisionnent *de facto* leurs engagements de retraites futurs. Toutefois, leur part dans le système actuel étant limitée, leurs réserves se limitent à 1,4 % du PIB.

Quant aux réserves des régimes par **répartition** actuelles, elles ne constituent pas des réserves de long terme permettant de consolider le financement du système de retraites mais uniquement des outils de trésorerie ou de lissage des fluctuations économiques à court ou moyen terme. En réalité, seuls les régimes spéciaux de la Banque de France et du Sénat ont réellement provisionné leurs engagements de retraites actuels et futurs. À l'inverse, certains régimes ne disposent d'aucune réserve, ni à court ni à long terme. Cette dernière observation n'est pas du ressort des présents travaux, mais nécessiterait une analyse à part entière compte tenu des risques que fait courir, par elle-même, l'absence totale de réserves.

RÉSERVES DES RÉGIMES DE RETRAITE AU 31 DÉCEMBRE 2025

	Montant en milliards d'euros	Équivalent en mois de prestations
Régimes complémentaires de l'AGIRC-ARRCO	113,6	14
Régime complémentaire de la Caisse nationale d'assurance vieillesse des professions libérales (CNAVPL)	39,0	71
Régime complémentaire des indépendants (RCI)	23,4	107
Institution de retraite complémentaire des agents non titulaires de l'État et des collectivités publiques (IRCANTEC)	19,2	50
Banque de France	13,4	277
Caisse de retraite du personnel navigant professionnel de l'aviation civile (CRPNPAC)	5,1	70
Régime de base de la Caisse nationale d'assurance vieillesse des professions libérales (CNAVPL)	4,1	19
Caisse de retraite et de prévoyance des clercs et employés de notaires (CRPCEN)	2,3	27
Régime complémentaire de la Caisse nationale des barreaux français (CNBF)	2,2	85
Régime de base de la Caisse nationale des barreaux français (CNBF)	1,2	56
Régime complémentaire de la Mutualité sociale agricole (MSA)	0,4	4
Caisse nationale d'assurance vieillesse (CNAV)	–	–
Compte d'affectation spéciale <i>Pensions</i> ⁽¹⁾	–	–
Caisse nationale de retraites des agents des collectivités locales (CNRACL)	–	–
Autres régimes spéciaux de retraite	–	–
Total des réserves des régimes de retraite par répartition	223,9	–
Régime de retraite additionnelle de la fonction publique (RAFP)	53,6	105
Caisse d'assurance vieillesse des pharmaciens (CAVP)	7,6	59
Total des réserves des régimes de retraite par capitalisation	61,2	–

Note : ne sont comptabilisées que les réserves des régimes de retraite par répartition inclus dans les exercices de prévision du Conseil d'orientation des retraites ; les réserves de la MSA complémentaire sont en valeur comptable, et non en valeur de marché.

Source : Conseil d'orientation des retraites, « Rapport annuel sur les évolutions et perspectives des retraites en France », juin 2026 (pages 97 à 101).

(1) Le compte d'affectation spéciale (CAS) Pensions a été créé en 2006 afin de retracer dans un compte unique les recettes et dépenses de retraite et d'invalidité dont l'État a la charge, en particulier les pensions de retraite et d'invalidité des fonctionnaires civils et militaires de l'État, celles des ouvriers d'État ainsi que diverses autres pensions (pensions militaires d'invalidité et des victimes de guerre, retraite du combattant, etc.). Chaque mission du budget général verse une contribution au CAS Pensions pour les fonctionnaires qu'elle rémunère. Les taux de ces contributions (82,28 % du traitement indiciaire brut pour les fonctionnaires civils et 126,07 % pour les militaires en 2026) sont calculés pour équilibrer les recettes et les dépenses du CAS, dont le solde ne peut être négatif.

a. Les réserves des régimes en capitalisation ne représentent que 1,4 % du PIB

Si les **régimes de retraite fonctionnant en capitalisation**, par leur nature même, **provisionnent leurs engagements** sans prise en compte des cotisations futures, leur part dans le système actuel demeure limitée.

Ainsi, au 31 décembre 2025, les provisions des régimes en capitalisation ne représentaient que **61,2 milliards d'euros** en valeur de marché, soit **1,4 % du PIB**.

Les actifs financiers du **régime de retraite supplémentaire de la fonction publique (RAFP)** ⁽¹⁾, qui concerne les agents titulaires des trois fonctions publiques, s'élèvent à 53,6 milliards d'euros en valeur de marché (44,7 milliards d'euros en valeur comptable), soit une couverture de 146 % des engagements de retraites. Le régime n'étant pas encore parvenu à maturité, avec des montants de cotisations nettement supérieurs à ceux des prestations versées, ses actifs financiers ainsi que ses engagements vont continuer à augmenter dans les années à venir.

Le régime de retraite supplémentaire de la fonction publique (RAFP)

Le RAFP est un **régime de retraite supplémentaire par capitalisation collectif et obligatoire**. Il couvre les **trois versants de la fonction publique**, mais uniquement ses agents titulaires. Son assiette ne porte que sur les primes et rémunérations accessoires des agents, dans la limite de 20 % du traitement indiciaire brut, avec un taux de cotisation fixé à 10 %, réparti à parts égales entre l'agent (5 %) et l'employeur (5 %). Créé en 2005, il est encore en cours de montée en charge, avec des montants de cotisations nettement supérieurs aux montants des prestations versées (2,2 milliards d'euros contre 509 millions d'euros en 2025).

Les provisions de la **Caisse d'assurance vieillesse des pharmaciens (CAVP)** ont atteint 7,6 milliards d'euros en valeur de marché (5,6 milliards d'euros en valeur comptable), soit 136 % des engagements.

Ces actifs, constitués au moyen de cotisations, sont la **contrepartie de droits individuels** acquis par les affiliés de ces régimes. Ils ne peuvent donc pas être assimilés aux réserves des régimes de retraite fonctionnant par répartition.

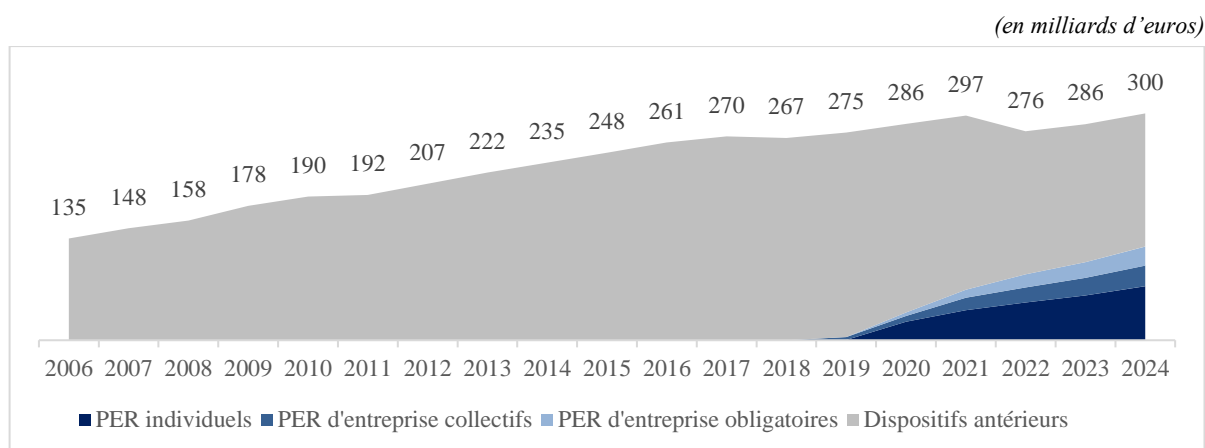
Par ailleurs, l'**épargne retraite** (l'équivalent du « troisième pilier » dans les pays ayant opté pour un système de retraites mixte) se développe. Les provisions totales de l'épargne retraite ont dépassé **300 milliards d'euros fin 2024, soit 10 % du PIB**. Si les dispositifs antérieurs à la loi « PACTE » ⁽²⁾ et abrogés par elle demeurent logiquement majoritaires, la dynamique s'est accélérée avec la création par cette même loi des plans d'épargne retraite (PER) individuels, collectifs et obligatoires. Il convient toutefois de souligner que cette épargne retraite, au

(1) Il s'agit d'une prestation basée sur les primes et les rémunérations accessoires versées aux agents des trois fonctions publiques au cours de leur période d'activité.

(2) Loi n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises.

contraire du RAFP et de la CAVP, ne constitue pas un régime de capitalisation collective obligatoire, mais bien un dispositif le plus souvent facultatif et individuel, ouvrant en outre droit à un avantage fiscal pour les contribuables imposables. Il ne profite donc qu'aux ménages les plus aisés.

ÉVOLUTION DES PROVISIONS DE L'ÉPARGNE RETRAITE



Source : commission des finances, d'après les données de la direction de la recherche, des études, de l'évaluation et des statistiques (DREES), enquête « Retraite supplémentaire facultative », septembre 2025.

b. Les réserves des régimes par répartition comptent pour 7,1 % du PIB

Les régimes de retraite fonctionnant par répartition favorisent peu la constitution de réserves, qui exigent plus de cotisations pour les actifs ou moins de prestations pour les retraités actuels au bénéfice des générations ultérieures.

Aussi les réserves actuelles de ces régimes ne visent pas à consolider le financement des retraites à long terme mais constituent plutôt des réserves de court ou moyen terme utilisées à des fins de trésorerie ou de lissage des fluctuations économiques. Selon la Cour des comptes, certaines d'entre elles ont d'ailleurs été constituées, à la faveur d'une situation démographique temporairement favorable, sans véritable stratégie, sans en définir les objectifs et sans les intégrer dans le pilotage de chaque régime ⁽¹⁾.

Au 31 décembre 2025, le total de ces réserves, hors cas spécifique de la Banque de France, s'élève à **210,5 milliards d'euros** en valeur de marché, soit **7,1 % du PIB**. Hormis celles de la Caisse nationale d'assurance vieillesse des professions libérales (CNAVPL) et de la Caisse nationale des barreaux français (CNBF), qui sont des régimes de base ⁽²⁾, **ces réserves sont essentiellement constituées au sein de régimes complémentaires.**

(1) Cour des comptes, rapport public annuel 2022, chapitre 6, « Les réserves des caisses de retraite », février 2022.

(2) En application du mécanisme de compensation généralisée vieillesse, les régimes de base qui bénéficient d'une démographie relativement plus favorable reversent annuellement un certain montant à ceux dont la démographie est plus dégradée ; cela les prémunit en partie contre les effets démographiques défavorables.

Près de **54 %** des réserves sont détenues par l'**Agirc-Arrco**, avec un encours de **113,6 milliards d'euros** (92,1 milliards d'euros si l'on exclut le fonds de roulement), soit près de 14 mois de prestations. L'accord national interprofessionnel de 2015 impose au régime de détenir un seuil de réserves représentant au moins six mois de prestations à un horizon de 15 ans.

Le reste des réserves est principalement détenu :

– pour 18,5 %, par les **régimes complémentaires de la Caisse nationale d'assurance vieillesse des professions libérales (CNAVPL)**, avec 39 milliards d'euros répartis entre dix sections professionnelles, soit environ 71 mois de prestations. Ces réserves ont été constituées grâce à une démographie favorable, notamment liée à l'affiliation de nouvelles professions, dont les autoentrepreneurs ;

– pour 11 %, par le **régime complémentaire des indépendants (RCI)**, avec 23,4 milliards d'euros, représentant 107 mois de prestations. Le pilotage de ces réserves s'appuie sur deux règles de gestion : le délai prévisionnel d'épuisement des réserves doit être au moins égal à l'espérance de vie résiduelle de la génération atteignant l'âge légal de la retraite (soit 2049 pour la génération née en 1958 et ayant 62 ans en 2020) et le taux de couverture des engagements liés aux cotisations annuelles par ces mêmes cotisations doit permettre de s'assurer que le régime ne crée pas de droits qu'il ne pourrait honorer plus tard ;

– pour 9 %, par l'**Institution de retraite complémentaire des agents non titulaires de l'État et des collectivités publiques (Ircantec)**, avec 19,2 milliards d'euros, soit 50 mois de prestations. Le régime s'est fixé un objectif de disposer d'un montant de réserves équivalent à une année et demie de prestations et d'assurer que les cotisations futures anticipées couvrent le versement des pensions à un horizon de 30 ans.

c. Les régimes de la Banque de France et du Sénat ont provisionné tout ou partie de leurs engagements de retraites

Les réserves des régimes spéciaux de la Banque de France et du Sénat, qui fonctionnent en répartition provisionnée, se distinguent des autres en ce que ces régimes ont provisionné tout ou partie de leurs engagements de retraites.

● Les réserves du **régime spécial des agents titulaires de la Banque de France** ⁽¹⁾ – qui s'élèvent à 13,4 milliards d'euros fin 2025, soit 0,4 point de PIB – couvrent l'intégralité de ses engagements de retraites actuels et futurs, comprenant non seulement ceux des pensionnés actuels mais aussi les droits acquis par les agents relevant du régime spécial actuellement en activité.

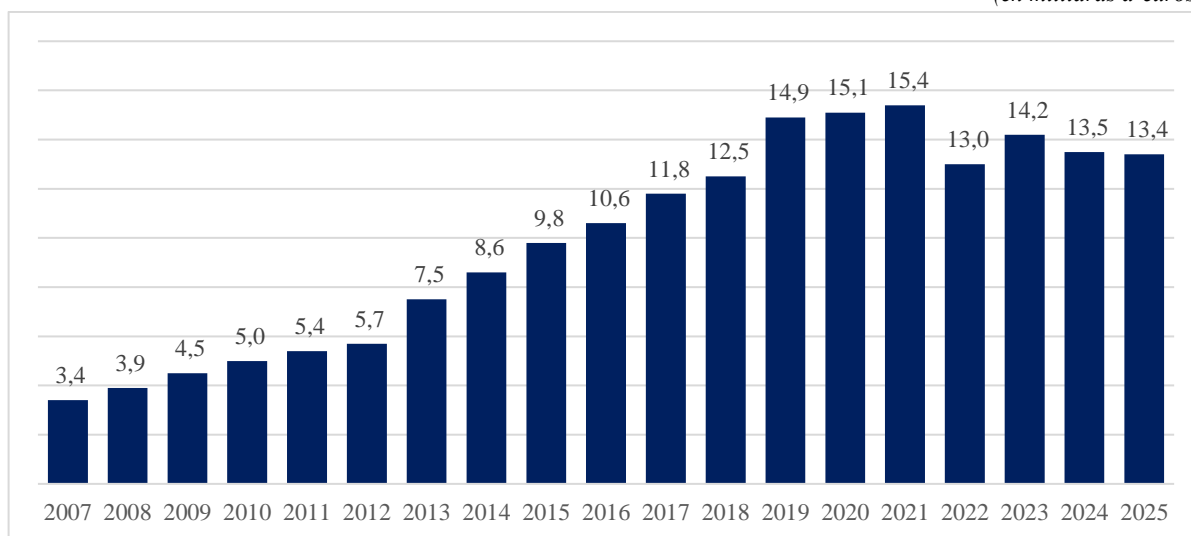
Entre 2007 et 2019, 11,8 milliards d'euros ont été provisionnés par la Caisse de retraite des employés de la Banque de France. Comme l'indique la

(1) Le régime spécial ayant été fermé, sont uniquement concernés les agents titulaires de la Banque de France recrutés avant le 1^{er} septembre 2023.

Cour des comptes, ce provisionnement provenait de trois sources : « *les cotisations sociales (36 %), le rendement des placements (25 %) et un apport additionnel (39 %) supporté par les finances publiques* » ⁽¹⁾. Cet apport additionnel était constitué de dotations de la Banque de France, l'État ayant autorisé cette dernière à conserver chaque année entre 25 % et 30 % de son résultat distribuable afin de le placer dans un fonds de réserve.

ÉVOLUTION DES RÉSERVES DE LA CAISSE DE RETRAITE DES EMPLOYÉS DE LA BANQUE DE FRANCE

(en milliards d'euros)



Source : commission des finances d'après les données de la Caisse de retraite des employés de la Banque de France.

Depuis la fin de l'exercice 2019, les **engagements de retraites** du régime spécial sont **intégralement couverts**, et ce sont les produits financiers dégagés par le placement des réserves qui ont vocation à financer les pensions, sans incidence sur le résultat de la Banque.

Les **excédents de couverture** sont **intégralement reversés à l'État**, en contrepartie des efforts consentis pendant la phase d'accumulation des réserves. À l'inverse, en cas d'insuffisance de couverture, les pensions sont financées par le compte de résultat de la Banque jusqu'au rétablissement d'une situation équilibrée. Depuis la mise en place de ce dispositif, **3,5 milliards d'euros** ont été reversés à l'État, dont 655 millions d'euros en 2025, tandis qu'une seule insuffisance de couverture a été constatée au titre de l'année 2022 (– 692 millions d'euros).

- Le besoin de financement des deux **caisses de retraite du Sénat** est assuré par des cotisations ainsi que par le rendement des placements financiers de ces caisses.

En 2025, le montant des prestations financées par la Caisse des retraites des **anciens sénateurs** a atteint 42 millions d'euros. Elles ont été financées à hauteur de 13,3 millions d'euros par des cotisations, ce déficit technique étant compensé à

(1) Cour des comptes, Rapport public annuel 2022, chapitre 6, « Les réserves des caisses de retraite », février 2022.

hauteur de 28,6 millions d'euros, soit 68 %, par un résultat financier excédentaire (50,1 millions d'euros au total).

Les prestations de la Caisse des retraites du **personnel du Sénat** se sont élevées à 64 millions d'euros, financées à hauteur de 18,5 millions d'euros par des cotisations, et à hauteur de 45,5 millions d'euros, soit 71 %, par un excédent financier (57,9 millions d'euros au total).

d. Les régimes sans réserve

En dehors de ceux précédemment cités, les autres régimes de retraite ne disposent d'aucune réserve financière. C'est notamment le cas :

– du **régime général**, les besoins de la Caisse nationale d'assurance vieillesse (CNAV), et ceux du Fonds de solidarité vieillesse (FSV), ayant été repris par la Caisse d'amortissement de la dette sociale (CADES) ⁽¹⁾ ;

– de la **Caisse nationale de retraites des agents des collectivités locales** (CNRACL), dont les réserves ont été épuisées en 2020, et dont la dette est également reprise par la CADES ;

– des **régimes spéciaux** qui bénéficient d'une subvention d'équilibre par voie de crédits budgétaires ou de taxe affectée.

S'agissant du **régime des fonctionnaires de l'État**, le solde cumulé du compte d'affectation spéciale (CAS) *Pensions* n'est pas comptabilisé comme une réserve car il constitue seulement une marge de trésorerie permettant au CAS de respecter son obligation d'équilibre ⁽²⁾. L'accumulation d'excédents techniques entre 2012 et 2021 a permis au solde cumulé d'atteindre 9,5 milliards d'euros, soit l'équivalent d'un peu moins de 2 mois de prestations. Depuis 2022, le solde cumulé tend à se dégrader, malgré l'augmentation des taux de contributions employeur ⁽³⁾, se limitant à 2,6 milliards d'euros fin 2025.

L'absence de provisionnement des retraites des fonctionnaires est d'autant plus regrettable que les engagements de l'État envers les anciens fonctionnaires civils et militaires et anciens agents de La Poste et d'Orange s'élèvent à **1 366 milliards d'euros fin 2025**, soit 52 % du PIB ⁽⁴⁾. Si les engagements consentis aux fonctionnaires territoriaux et hospitaliers sont sans doute moindres, ils ne font quant à eux l'objet d'aucune estimation, ce que le rapporteur général regrette.

(1) Loi n° 2010-1594 du 20 décembre 2010 de financement de la sécurité sociale pour 2011.

(2) En application du deuxième alinéa du II de l'article 21 de la LOLF, « le total des dépenses engagées ou ordonnancées au titre d'un compte d'affectation spéciale ne peut excéder le total des recettes constatées ».

(3) Le taux de cotisation pour les fonctionnaires civils a été augmenté de 74,28 % à 78,28 % au 1^{er} janvier 2025, puis de 78,28 % à 82,28 % au 1^{er} janvier 2026.

(4) [Compte général de l'État](#) annexé au projet de loi relative aux résultats de la gestion et portant approbation des comptes de l'année 2025.

2. La tentative avortée du Fonds de réserve pour les retraites

Le **Fonds de réserve pour les retraites** (FRR) a été créé en deux temps, d'abord sous la forme d'une section comptable spécifique du Fonds de solidarité vieillesse (FSV), en **1999**, puis en tant qu'établissement public administratif, en **2001** ⁽¹⁾. Sa mission initiale était de gérer les ressources qui lui sont affectées afin de **constituer des réserves destinées à contribuer à la pérennité des régimes de retraite**.

Les réserves du FRR devaient permettre de limiter le déficit des régimes de retraite prévisible entre 2020 et 2040. Il s'agissait donc d'un système de répartition provisionnée, autrement dit de capitalisation collective, destiné à lisser la « bosse démographique » héritée du baby-boom, en atténuant pour les futures générations de cotisants la charge liée à l'augmentation du nombre de pensionnés.

Néanmoins, la montée en puissance du FRR a été plus lente que prévu et, surtout, ses réserves ont été utilisées, depuis 2010, pour rembourser les déficits des comptes sociaux.

a. Une montée en puissance plus lente qu'anticipé

La montée en puissance du FRR dans ses premières années, de 1999 à 2010, a été plus lente que prévu.

L'**objectif initial du FRR**, évoqué en 1999, était d'atteindre un encours de **150 milliards d'euros en 2020**. Cette ambition a été revue à la baisse deux ans plus tard, dès 2001, avec un objectif de 123 milliards d'euros à terme et un scénario central fondé sur un abondement annuel de 4,2 milliards d'euros.

Les dotations versées au FRR n'ont jamais atteint le niveau escompté. Celles-ci étaient issues des **excédents de la CNAV et du FSV** et de **recettes de privatisation**, qui n'étaient **pas garantis**, ainsi que de prélèvements sociaux sur les revenus du capital et du produit de la vente de licences UMTS ⁽²⁾. Au total, entre 1999 et 2010, le FRR ne s'est vu allouer que **32 milliards d'euros** ⁽³⁾.

Parmi ces 32 milliards d'euros, figuraient 3 milliards d'euros correspondant à 40 % de la **soulte versée par la Caisse nationale des industries électriques et gazières (CNIEG)** à la CNAV lors de l'adossement du régime de ces industries au régime général. Néanmoins, les **soultés versés par France Télécom et La Poste** lors de leur privatisation, en 1997 et 2002, d'un montant respectif de 5,7 et de 2 milliards d'euros, n'ont pas été affectées au FRR mais ont été enregistrées comme des recettes publiques l'année de leur versement. Si cela a pu contribuer à réduire le déficit public à très court terme, ainsi qu'à diminuer l'impôt sur le revenu, on peut

(1) Loi n° 2001-624 du 17 juillet 2001 portant diverses dispositions d'ordre social, éducatif et culturel.

(2) Il s'agit de la vente de licences de téléphonie mobile de troisième génération avec une délivrance d'autorisations qui était prévue pour juin 2001.

(3) Le rapport annuel du FRR pour 2024 indique que le total des actifs alloués au FRR s'élève à 32 milliards d'euros mais le rapport annuel pour 2011 indique que ce montant s'élevait alors à 31,4 milliards d'euros.

regretter qu'elles n'aient pas été mises en réserve pour atténuer les charges liées au paiement des pensions qui pèsent aujourd'hui sur le budget de l'État.

Par ailleurs, le **rendement du FRR**, sur ses premières années, a été **affecté** par :

– des **retards** pris pour mettre en œuvre les premiers investissements, qui n'ont commencé qu'en juin 2004, en période de cours élevés ;

– des **incertitudes sur le calendrier et le rythme des décaissements** à venir, liées à l'absence d'orientations stratégiques claires fixées par l'État, qui ont *de facto* orienté les placements vers des actifs moins risqués et donc moins rémunérateurs ;

– la survenue dès 2008 d'une **crise financière** qui a temporairement dégradé la performance du fonds.

Si le rendement du FRR s'est amélioré à compter de 2010, le fonds n'a jamais pu atteindre une masse critique du fait de son détournement pour absorber des déficits sociaux de court terme.

b. Un fonds détourné pour contribuer au remboursement de la dette sociale

L'**objectif initial** du FRR, qui était de provisionner 150 milliards d'euros pour consolider le financement des régimes de retraite à compter de 2020, a été **modifié à partir de 2010** en vue d'assurer le remboursement de la dette née de l'accumulation des déficits de la branche vieillesse du régime général.

En raison d'une forte hausse du besoin de financement du régime général liée à la crise économique de 2008, la **loi de financement de la sécurité sociale pour 2011** ⁽¹⁾ a décidé le transfert de cette dette résultant de l'accumulation des déficits à la Caisse d'amortissement de la dette sociale (CADES) et, en parallèle, l'**arrêt des abondements** prévus pour le FRR, **redirigés vers la CADES** ⁽²⁾, ainsi que le décaissement anticipé des actifs du FRR au profit de **dotations annuelles à la CADES**.

(1) Loi n° 2010-1594 du 20 décembre 2010 de financement de la sécurité sociale pour 2011.

(2) Entre 2011 et 2015, la CADES s'est vu verser 7,7 milliards d'euros de prélèvements sociaux sur les revenus du capital qui étaient auparavant affectés au FRR.

La Caisse d'amortissement de la dette sociale (CADES)

La CADES est un établissement public administratif créé en 1996 dont la mission est d'amortir, c'est-à-dire de refinancer en vue de l'éteindre, la dette de la sécurité sociale.

Des dettes de l'Agence centrale des organismes de sécurité sociale (ACOSS) lui ont été transférées entre 1996 et 2020, pour un total de 411 milliards d'euros, dont 275 milliards d'euros ont déjà été amortis.

La CADES rembourse ces dettes en émettant de nouveaux emprunts, qu'elle contracte dans des conditions plus avantageuses que celles de l'ACOSS, grâce à des émissions à moyen terme (plutôt qu'à court terme comme l'ACOSS) et à la garantie de l'État dont elle bénéficie. Ces nouveaux emprunts sont eux-mêmes remboursés au moyen des ressources pérennes affectées à la CADES (une fraction de CSG, la CRDS, les versements du FRR).

À l'origine, la CADES devait cesser son activité en 2009. Les multiples reprises de dette ont eu pour conséquence de repousser la date de sa disparition. La loi organique du 7 août 2020 a prolongé la mission de la CADES jusqu'en 2033.

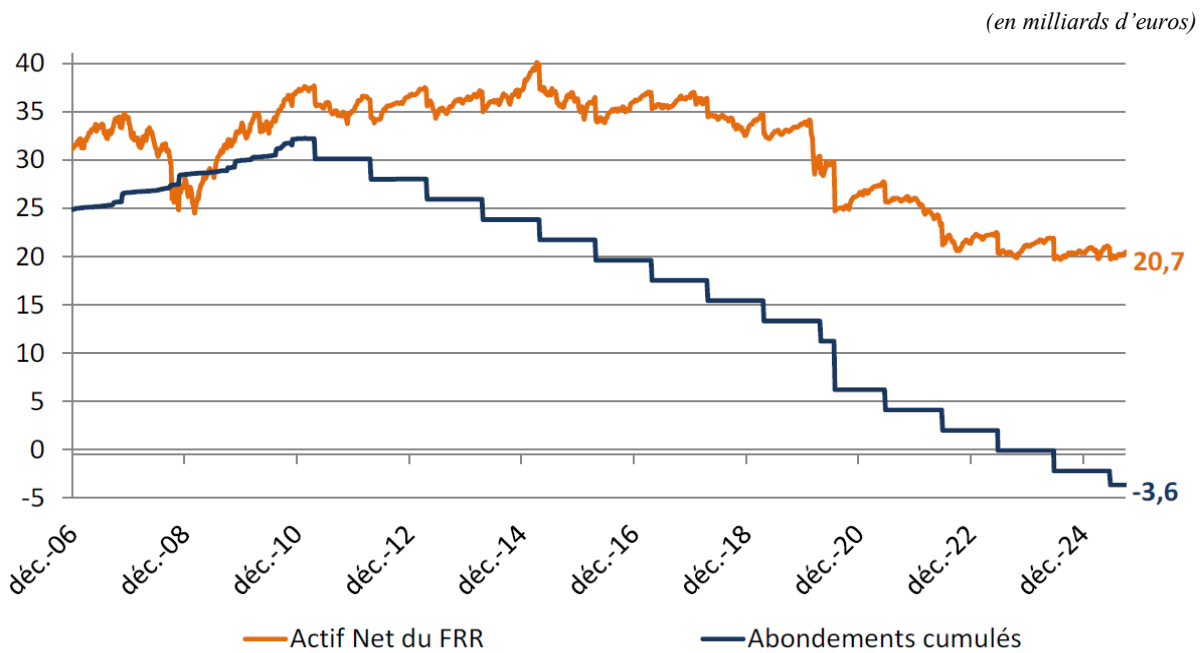
Depuis 2010, le FRR n'a donc plus reçu d'abondement. À l'inverse, entre 2011 et 2024, il a transféré 2,1 milliards d'euros par an à la CADES, soit un total de **29,4 milliards d'euros**.

En 2020 ⁽¹⁾, à la suite de la crise du covid, il a à nouveau été décidé que le FRR serait appelé à contribuer à l'apurement des déficits sociaux. Des **paiements supplémentaires du FRR à la CADES** ont été mis en place, à hauteur de 1,45 milliard d'euros par an entre 2025 et 2033, soit un total de 13 milliards d'euros sur la période. En outre, la **soulte de la CNIEG**, soit environ 5 milliards d'euros, a été **restituée au régime général** ; cette restitution non anticipée s'est effectuée dans des conditions de marché très défavorables, affectant fortement l'actif net du FRR.

Après avoir atteint un point haut à près de 40 milliards d'euros en 2015, l'actif net du FRR a progressivement diminué, pour atteindre 20,7 milliards d'euros fin 2025. Néanmoins, en dépit du non-respect par les pouvoirs publics de leurs engagements initiaux, le FRR n'a pas failli à l'accomplissement de sa mission d'un point de vue qualitatif. Entre 2010 et 2025, il a connu un **rendement annualisé moyen de 4,4 %**, supérieur au coût de financement des OAT, avec la création de 15,6 milliards d'euros de valeur nette du coût des OAT. Cette rentabilité a permis au FRR de **restituer, depuis ses débuts, pas moins de 35,8 milliards d'euros**, soit 3,6 milliards d'euros de plus que l'intégralité des dotations qui lui ont été affectées.

(1) Loi n° 2020-992 du 7 août 2020 relative à la dette sociale et à l'autonomie.

ÉVOLUTION DE L'ACTIF NET DU FRR



Source : Fonds de réserve pour les retraites.

L'arrêt des abondements et le transfert de ses actifs à la CADES ont considérablement **réduit la capacité de stabilisation à long terme du FRR**.

Si le FRR n'avait pas été mis à contribution avant 2026, et en prenant l'hypothèse – très prudente – qu'il aurait, malgré un horizon de placement plus long, enregistré le même rendement que celui qu'il a connu entre 2011 et 2025 ⁽¹⁾, il disposerait de près de **67 milliards d'euros** de réserves aujourd'hui, soit un montant équivalent aux dépenses annuelles du régime de retraite des fonctionnaires de l'État. S'il avait été abondé à hauteur de 2 milliards d'euros par an entre 2011 et 2025, ses actifs seraient supérieurs à **100 milliards d'euros** ; et avec à peine plus de 4,2 milliards d'euros par an d'abondements, comme dans le scénario envisagé en 2001, il atteindrait **150 milliards d'euros**.

Au lieu de cela, il est désormais établi que **le FRR « ne détient plus, aujourd'hui, de réserves destinées à financer des pensions de retraite dans le futur**. L'actif résiduel médian pouvant osciller dans des proportions significatives d'ici 2033, le FRR estime ne disposer, pour l'heure, d'aucune marge de manœuvre pour soutenir l'effort de couverture de la "bosse démographique" » ⁽²⁾.

(1) Voir les performances annuelles de l'actif du Fonds de réserve pour les retraites sur le [site internet du FRR](#).

(2) Secrétariat général du Conseil d'orientation des retraites, « Constituer des réserves dans un système de retraites par répartition », séance plénière du 18 décembre 2025, document de travail n° 2.

II. LA FRANCE DEVRAIT S'INSPIRER DES EXEMPLES ÉTRANGERS EN PROVISIONNANT LES RETRAITES DE SES FONCTIONNAIRES ET EN TIRANT PROFIT DES OPPORTUNITÉS DE RENDEMENT ÉLEVÉES OFFERTES PAR LA CROISSANCE MONDIALE

Sans s'attarder sur les occasions manquées, c'est désormais vers l'avenir qu'il faut se tourner en se demandant comment améliorer le financement de notre système de retraite sans peser davantage sur les actifs et sur les générations futures. Il est encore temps pour la France de provisionner tout ou partie de ses engagements de retraite futurs pour soulager les budgets publics et retrouver à terme des marges de manœuvre. Cette réforme des retraites pourrait se faire à un coût social limité, puisqu'elle permettrait de profiter du rendement issu du placement des réserves sur les marchés financiers, qui viendraient limiter la réduction annoncée des prestations. Il s'agit donc bien d'une opportunité à saisir aussi bien pour les fonctionnaires que pour le système de retraites dans son ensemble.

A. LES SCÉNARIOS ENVISAGEABLES

Le provisionnement des retraites futures des fonctionnaires pourrait être instauré sous différentes formes plus ou moins exigeantes pour les finances publiques à court terme.

1. Provisionner la retraite de chaque fonctionnaire entrant

Un **premier scénario** consisterait à imposer aux employeurs publics – l'État, les collectivités territoriales, les hôpitaux ainsi que tous les opérateurs – de **provisionner tout ou partie de la retraite future des fonctionnaires au cours de leur période d'activité**. Les montants provisionnés pour chaque agent seraient directement corrélés aux montants des futures retraites.

Appliquer un tel provisionnement à l'ensemble des fonctionnaires en activité induirait un coût extrêmement élevé. Rappelons, comme cela a été dit, que les seuls engagements de l'État envers les anciens fonctionnaires civils et militaires et anciens agents de La Poste et d'Orange s'élèvent à 1 366 milliards d'euros fin 2025, sans inclure les engagements dus aux anciens fonctionnaires territoriaux et hospitaliers qui ne font l'objet d'aucune estimation. Au regard de l'état actuel des comptes publics, provisionner de telles sommes apparaît peu réaliste.

Aussi **la mesure pourrait n'être mise en place que pour les nouveaux recrutements**. La montée en charge du provisionnement se ferait alors sur la durée d'une carrière complète, soit une quarantaine d'années, ce qui donnerait au fonds de réserve un horizon de temps de placement favorable à la recherche de rendement.

Cela obligerait les employeurs publics à **contribuer deux fois** : une fois pour le paiement des retraites versées aujourd'hui, dans le cadre des régimes par répartition actuels, et une seconde fois pour alimenter un fonds de réserve dont le capital et les intérêts permettraient de financer les retraites des fonctionnaires à un

horizon de plusieurs décennies. La mesure aurait donc un coût non négligeable à court terme mais elle se traduirait, une fois la montée en charge du provisionnement réalisée, par des économies très conséquentes pour le budget de l'État.

La mesure **conduirait à augmenter significativement la masse salariale publique mais**, en rendant plus visible le coût complet d'un fonctionnaire, incluant non seulement son traitement mais aussi sa pension de retraite, elle **inciterait aussi les employeurs publics à modérer leurs recrutements** et les administrations à être plus efficaces.

Cela irait aussi dans le sens d'une plus grande **équité intergénérationnelle**, en mettant les pensions de retraite des fonctionnaires à la charge des générations qui bénéficient de leurs services au cours de leur période d'activité, et non en reportant cette charge sur les générations futures.

2. Provisionner une part du PIB chaque année pendant plusieurs décennies

Un **deuxième scénario** consisterait à provisionner 1 point de PIB chaque année pendant plusieurs décennies jusqu'à couvrir la totalité ou une part importante des engagements de retraites des fonctionnaires. Contrairement au premier scénario, le montant des provisions serait alors indépendant du nombre de fonctionnaires en activité ou des recrutements de nouveaux agents publics. Les sommes mises en réserve seraient placées dans un fonds souverain qui serait chargé de les gérer et de les valoriser dans l'attente de leur utilisation future.

Ce scénario serait **proche de celui envisagé par l'Institut économique Molinari**, qui a simulé – selon différentes hypothèses (taux d'intérêt des OAT, rendement du fonds, taux de croissance du PIB, inflation, part des retraites de l'État dans le PIB, etc.) – la montée en puissance par l'endettement d'un provisionnement intégral des retraites des fonctionnaires de l'État, avec une première projection sur 35 ans permettant d'atteindre 64 % du PIB et de couvrir 70 % des retraites, et une seconde projection sur 42 ans allant, respectivement, jusqu'à 88 % et 100 % ⁽¹⁾.

Un tel dispositif de répartition provisionnée, similaire à celui dont ont pu bénéficier la Banque de France et le Sénat, nécessiterait donc de provisionner un point de PIB, soit entre 30 et 35 milliards d'euros, chaque année pendant trente à quarante ans. La réussite de ce scénario serait conditionnée au fait de **poursuivre des versements aussi importants pendant une durée aussi longue sans détourner les réserves de leur objectif initial**, c'est-à-dire alléger pour les employeurs publics la charge liée au paiement des pensions de retraite de leurs fonctionnaires.

(1) Institut économique Molinari, « Provisionner les retraites des fonctionnaires pour restaurer les finances publiques », janvier 2025.

3. S'appuyer sur l'existant : élargir le RAFP

Un troisième scénario, moins ambitieux que les précédents, consisterait à s'appuyer sur un dispositif existant et à **élargir le régime de retraite additionnelle de la fonction publique (RAFP)** afin d'accroître le montant de ses provisions et de maximiser les rendements financiers permis par la capitalisation.

Si le RAFP s'applique aux **agents titulaires des trois fonctions publiques** – fonction publique de l'État, fonction publique territoriale et fonction publique hospitalière – son assiette et son taux sont très limités :

– l'**assiette** de la retraite additionnelle n'est assise que sur les **primes et rémunérations accessoires** des agents (primes, indemnités, heures supplémentaires, avantages en nature), dans la limite de 20 % du traitement indiciaire brut ;

– le **taux de cotisation** est fixé à **10 %** de l'assiette, réparti à parts égales entre une cotisation salariale (5 %) et une cotisation patronale (5 %).

Le **montant des droits acquis dépend directement du montant des cotisations versées**. Il varie donc d'un agent à l'autre en fonction de la part des rémunérations accessoires par rapport à sa rémunération totale ; si cette part est en moyenne de 30 %, elle varie selon les métiers et les catégories, ce qui a une incidence sur le niveau des pensions *in fine* versées par le régime.

Plusieurs solutions d'élargissement du RAFP peuvent être envisagées, qui augmenteraient les provisions du régime mais aussi, à terme, ses décaissements. Ces options n'ont toutefois **pas les mêmes effets** sur les agents concernés.

Appliquer le RAFP à une assiette plus importante en déplaçant le montant des rémunérations accessoires prises en compte profiterait aux fonctionnaires dont la part des primes et indemnités est supérieure à 20 % de leur traitement indiciaire brut, mais n'aurait pas d'incidence sur ceux d'entre eux qui reçoivent moins de primes et qui ne saturent pas le plafond. Autoriser les fonctionnaires à effectuer des versements libres pour consolider leurs droits acquis au titre de la retraite additionnelle aurait des effets similaires.

Augmenter le taux de cotisation du RAFP concernerait l'ensemble des fonctionnaires, y compris ceux dont les rémunérations accessoires représentent une part plus faible de leur traitement indiciaire brut, et leur permettrait de bénéficier de prestations de retraite plus élevées.

Dans les deux cas, le **coût** immédiat de l'élargissement, dans l'attente du versement des droits supplémentaires acquis au titre de la retraite additionnelle, **pourrait peser soit sur les fonctionnaires eux-mêmes**, ce qui aurait l'avantage de ne pas augmenter la masse salariale publique, **soit sur les employeurs publics**, avec une incidence sur le montant de leurs dépenses de personnel ; il pourrait aussi être partagé entre eux.

Une autre façon d'élargir le RAFF pour accroître le montant des provisions capitalisées serait de **l'étendre aux rémunérations accessoires versées aux agents non titulaires de la fonction publique**. Celles-ci sont toutefois déjà soumises à cotisation au titre du régime général pour la retraite de base et de l'IRCANTEC pour la retraite complémentaire, ce qui, outre la question du partage du coût entre les agents et les employeurs, nécessiterait de clarifier l'articulation entre leurs régimes de retraite actuels et le RAFF.

B. LES MODES DE FINANCEMENT

Les exemples étrangers montrent que le provisionnement des retraites et le placement des sommes épargnées sur les marchés forment un pari gagnant. Cette stratégie implique toutefois la constitution d'un fonds d'amorçage et pose donc la question de l'origine des fonds ⁽¹⁾.

Quatre sources de financement sont envisageables :

- **l'endettement ;**
- **une hausse des cotisations** perçues sur les rémunérations des actifs ;
- **une baisse des pensions** pour les personnes déjà à la retraite, ou une **réduction des avantages fiscaux** dont ils bénéficient ;
- **l'affectation de sommes issues de la cession partielle ou des revenus du patrimoine de l'État.**

1. S'endetter pour provisionner : bonne ou mauvaise idée ?

a. Une efficacité de principe

Dans le cadre du provisionnement des retraites des fonctionnaires, **l'endettement de l'État peut être avantageux car il permet de tirer parti de l'écart observé historiquement entre le coût de financement de la dette publique et le rendement des actions.**

Sur le très long terme, un différentiel de six points est ainsi observé entre le rendement des actions et celui des obligations. Une étude de 2025 rapporte un taux de rendement réel annuel des obligations d'État de 0,6 % depuis 1900 pour 21 États, tandis que celui des actions américaines depuis la même date s'élève, en moyenne, à 6,6 % par an ⁽²⁾.

Certes, cela n'exclut pas qu'à court terme, le marché des actions présente une volatilité plus grande, qui peut conduire, de manière ponctuelle, à des

(1) « [Financer les retraites par capitalisation : pourquoi pas, mais avec quel capital ?](#) », Anne Lavigne, Réunion du Conseil d'orientation des retraites de décembre 2025.

(2) « [Global Investment Returns Yearbook 2025](#) », E. Dimson, P. Marsch et M. Sautons.

rendements inférieurs au coût de la dette des États ; c'est ainsi qu'on estime que le marché des actions aux États-Unis a mis plus de cinq ans pour recouvrer les pertes associées à la crise financière de 2008. Cependant, **dès lors qu'un horizon temporel pérenne de long terme est fixé, le gain pour les épargnants est incontestable** et peut aboutir, à terme, à un auto-financement, comme le montre la réussite du Fonds d'amortissement des régimes de retraite québécois.

Dans une étude de 2024 ⁽¹⁾, l'OCDE a comparé la probabilité offerte par cinq stratégies d'investissement d'obtenir une pension de retraite supérieure :

– la première stratégie, dite « obligations », consistant à placer 88 % des fonds en obligations d'État nationales et le reste en trésorerie ;

– la deuxième, dite « actions », consistant à placer l'ensemble du portefeuille en actions, dont 70 % dans des entreprises nationales et 30 % à l'international ;

– la troisième, dite « portefeuille 60 / 40 », tendant à placer 60 % des fonds en actions et à 40 % en obligations, à égalité en titres nationaux et internationaux ;

– la quatrième, dite « cycle de vie 10 ans », consistant à placer 80 % du portefeuille en actions, dont 70 % dans des entreprises nationales et 30 % à l'international, avant de réduire de manière régulière cette proportion au cours des dix années précédant la retraite, pour la porter à 20 % au moment de la retraite, et en remplaçant ces actions par des obligations d'émetteurs nationaux ;

– la cinquième, dite « cycle de vie 20 ans », consistant à placer 80 % du portefeuille en actions, dont 70 % dans des entreprises nationales et 30 % à l'international, avant de réduire de manière régulière cette proportion au cours des vingt années précédant la retraite, pour la porter à 20 % au moment de la retraite, et en remplaçant ces actions par des obligations d'émetteurs nationaux.

Les résultats, qui s'appuient sur les rendements et l'inflation observés entre 1900 et 2021, dans 19 pays de l'OCDE, et en prenant pour base une carrière de quarante ans s'étalant entre les 25 et les 65 ans des individus, sont reportés dans le tableau suivant.

(1) OCDE, « Pensions Outlook 2024 : Improving asset-backed pensions for better retirement outcomes and more resilient pension systems », 2024 : <https://doi.org/10.1787/51510909-en>.

**PROBABILITÉ COMPARATIVE D'OBTENIR UN TAUX DE REMPLACEMENT SUPÉRIEUR
SELON DIFFÉRENTES STRATÉGIES D'INVESTISSEMENT
DANS LE CADRE D'UNE RENTE VIAGÈRE**

Stratégie d'investissement	Obligations	Actions	Portefeuille 60/40	Cycle de vie 10 ans	Cycle de vie 20 ans
Obligations	-	87 %	90 %	90 %	91 %
Actions	13 %	-	19 %	24 %	22 %
Portefeuille 60/40	10 %	81 %	-	61 %	41 %
Cycle de vie 10 ans	10 %	76 %	39 %	-	24 %
Cycle de vie 20 ans	9 %	78 %	59 %	76 %	-

Note de lecture : il y a une probabilité de 87 % à 91 % d'obtenir un taux de remplacement plus élevé en investissant dans des actions qu'en investissement uniquement dans des obligations.

Source : OCDE.

Il en ressort qu'il est à environ 90 % plus probable d'obtenir une rente viagère supérieure en plaçant un capital au minimum à 60 % en actions qu'en le plaçant entièrement en obligations d'État et en trésorerie. Si l'on s'inscrit dans l'horizon de long terme qui est celui qui doit prévaloir pour la constitution des retraites futures, il est donc incontestable que la dette publique est un outil de financement adapté, à condition de placer une partie des fonds récoltés dans des actifs investis dans l'économie réelle.

b. Une efficacité historique

Au demeurant, la France dispose de l'expertise lui permettant de tirer parti de cet écart entre les rendements observés sur les marchés financiers et le coût de sa dette publique. Deux exemples l'ont démontré.

Depuis 2010 ⁽¹⁾, le FRR affiche ainsi un rendement annualisé moyen de 4,4 %, soit en moyenne un écart d'environ 3 points par rapport au coût moyen de financement de la dette française sur la même période. Au 31 décembre 2025, les fonds placés depuis 2011 dans le FRR avaient permis de créer une valeur de 15,6 milliards d'euros par rapport à un investissement au coût de la dette française ⁽²⁾. Au cours de cette période, seules deux années affichaient des pertes, à savoir 2018 et 2022. Ces bonnes performances ont été réalisées dans un contexte contraint, alors que le FRR a dû verser, en 2020, en sus de ses versements annuels prévus à la CADES, 5 milliards d'euros à la Caisse nationale d'assurance vieillesse au titre de la soulte de la Caisse nationale de retraite des industries électriques et gazières (CNIEG), ce qui n'a pu que perturber sa stratégie d'investissement.

(1) L'année 2010 correspond un changement de mission pour le FRR, qui, à partir de cette date, n'a plus reçu aucun abondement, et a dû contribuer au financement de la Caisse d'amortissement de la dette sociale (CADES) à raison de 2,1 milliards d'euros par jusqu'en 2024 puis de 1,45 milliard d'euros jusqu'en 2033.

(2) Source : https://www.fondsdereserve.fr/a-propos/les-missions-du-frr/creer-de-la%20valeur/?utm_source=chatgpt.com.

Le RAFFP, qui recourt également à la capitalisation, affiche également des performances satisfaisantes. Au 31 décembre 2025, le taux de rendement interne de son portefeuille d'actifs s'établissait à 4,7 % nets de frais en moyenne annuelle depuis sa création en 2009, avec un portefeuille d'actifs moins risqué que celui du FRR, dans la mesure où il doit verser des prestations et s'inscrit ainsi, pour une partie de ses investissements, dans un horizon temporel moins long. De plus, depuis 2013, la revalorisation cumulée des prestations atteint 26,5 %, alors que l'inflation cumulée a été de 20,4 %.

Ces expériences montrent qu'en s'inscrivant dans un horizon d'investissement long, une capitalisation collective est robuste, si elle est protégée des tentations d'un État impécunieux d'y piocher et s'appuie sur une gestion professionnelle.

De manière plus générale, une étude de l'OCDE ⁽¹⁾ a comparé les performances nominales et réelles des fonds de pension sur les court, moyen et long termes, dont il ressort un taux de rendement réel positif pour la plupart des États étudiés. Certes, certaines années, ces performances ont été négatives – par exemple en 2008, en 2011, en 2018 et en 2022 –, mais ces mauvaises performances sont plus que compensées par les bonnes années. Plusieurs États (Australie, Canada, Israël, Colombie) affichent des performances réelles supérieures à 4 % par an en moyenne sur les dix ou quinze dernières années. Dans quelques rares États, la performance des fonds de pension a été inférieure à l'inflation en moyenne sur les quinze dernières années – c'est le cas en Turquie, en République tchèque et en Slovaquie. Toutefois, dans ces cas, il faut prendre en considération dans le détail les circonstances historiques ainsi que les modes de gestion et de contrôle.

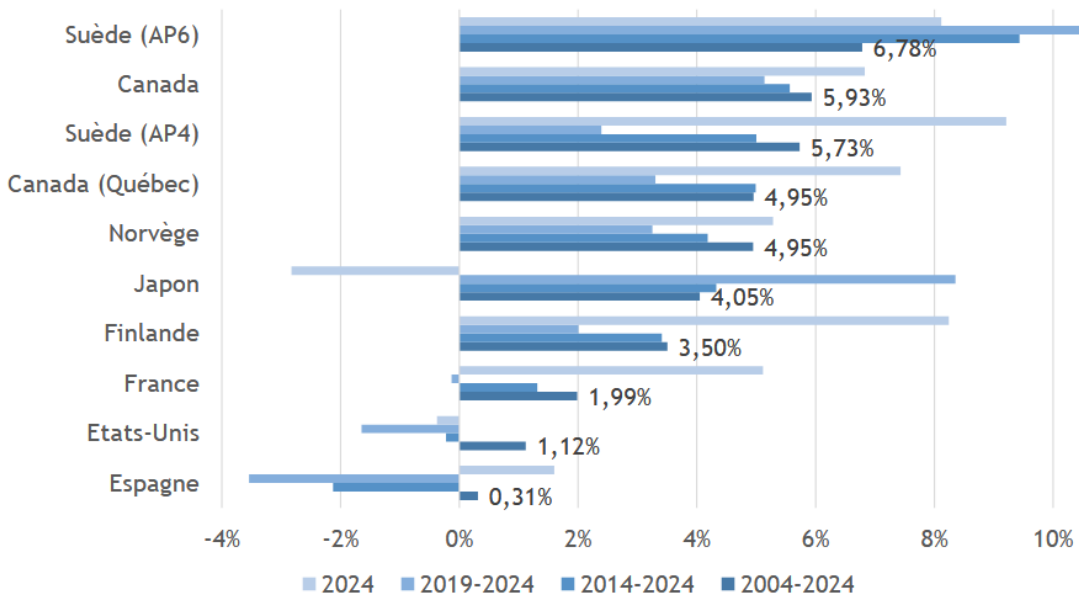
À ce sujet, l'OCDE présente spécifiquement les performances nominales et réelles des fonds de pension publics. Sur 21 fonds étudiés, deux fonds de pension publics affichent des performances réelles négatives ou nulles en moyenne sur les quinze dernières années, contre 16 affichant un taux de rendement réel supérieur à 3 % en moyenne sur la même période – la meilleure performance étant celle du *Superannual Fund* néozélandais, de 9,6 %.

Le graphique suivant présente, à partir de ces données, le rendement réel annuel moyen (donc hors inflation) des fonds de réserve de retraite dans une sélection de pays.

(1) OECD (2025), Pension Markets in Focus 2025, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/b095d0a0-en>.
Les statistiques utilisées sont disponibles [ici](#).

RENDEMENT RÉEL ANNUEL MOYEN DES FONDS DE RÉSERVE DE RETRAITE DANS UNE SÉLECTION DE PAYS

en % des fonds placés



Source : « [Financer les retraites par capitalisation : pourquoi pas, mais avec quel capital ?](#) », Anne Lavigne, Réunion du Conseil d'orientation des retraites de décembre 2025, à partir des données de l'OCDE.

Lecture : en Suède, le rendement réel annuel moyen du fonds AP6 s'est élevé, sur la période 2004-2024, à 6,78 %.

Si certains fonds ont pu présenter des rendements négatifs à court ou moyen terme, **leurs performances sont systématiquement positives à long terme, sur la période 2004-2024.**

Les faillites de fonds de pension : mythe ou réalité ?

L'expérience montre que, lorsque les fonds de pension respectent les normes prudentielles de bonne gestion, leur fonctionnement n'est pas associé à une prise de risque excessive. Les quelques affaires parfois mises en avant s'inscrivent en dehors de ce cadre et relèvent de situations de mauvaise gouvernance ou de non-respect des règles prudentielles.

La chute de **Robert Maxwell** a été abondamment commentée. L'ex-magnat de la presse britannique, notamment propriétaire du *Daily Mirror*, avait frauduleusement utilisé l'épargne retraite de ses salariés. Sujet à une frénésie d'achats et de ventes générant un endettement croissant, il avait trouvé là un moyen de financement pour soutenir le développement de son groupe. En 1991, il apparut que ses fonds de pension ne respectaient pas les obligations légales d'information. Des salariés déposèrent des plaintes auprès des autorités britanniques et américaines. Quelques mois plus tard, en novembre, le magnat de la presse disparaissait en mer. Cette affaire a eu un écho considérable, en raison de la personnalité controversée de M. Maxwell et de l'impact sur les 32 000 bénéficiaires des fonds de pension du groupe. Les procédures montrèrent que ce n'était pas la capitalisation en elle-même qui était en cause, mais la manière dont M. Maxwell l'avait détournée en utilisant frauduleusement les actifs comme garantie de prêts accordés à son groupe. La légalité de ces opérations étant contestable, après trois ans de procédure, une partie significative des capitaux manquants fut compensée, notamment par des contributions des banques d'investissement et des cabinets d'audit ayant financé ou certifié les comptes du groupe Maxwell.

L'affaire **Enron** de 2001 a, elle aussi, été abondamment commentée. Cette entreprise, née en 1985 de la fusion de Houston Natural Gas et d'InterNorth, était devenue en quelques années l'une des plus grandes entreprises mondiales. En apparence, la rentabilité était exceptionnelle, mais les dirigeants avaient mis en place un maquis de filiales *offshore* dans lesquelles étaient dissimulées des pertes importantes. Les irrégularités comptables furent révélées et la valeur boursière d'Enron s'effondra en quelques semaines jusqu'à sa faillite en décembre 2001. Des milliers de salariés ont perdu une part plus ou moins importante de leur épargne placée en titres d'Enron, avec des pertes estimées entre 1 et 1,3 milliard de dollars. Une partie de ces pertes a été compensée grâce à des mécanismes de réparation représentant plusieurs centaines de millions de dollars, dont un accord central de 356 millions de dollars au titre des plans de retraite. Cette affaire a fréquemment été présentée comme représentative des risques associés aux fonds de pension, ce qui est discutable. Les pertes des salariés d'Enron ont été réalisées dans le cadre de dispositifs non diversifiés et massivement investis en titres de leur employeur, alors que les gestionnaires de fonds de pension veillent à diversifier les entreprises dans lesquelles ils investissent pour réduire les risques.

À l'inverse, un cas français montre que les risques découlent moins de la capitalisation elle-même que de l'insuffisance de provisionnement des engagements. Créé en 1949 par la Mutuelle retraite de la fonction publique, le **CREF** (Complément de retraite de la fonction publique) n'a pas survécu à des déséquilibres financiers liés à un provisionnement insuffisant. Ce régime de retraite supplémentaire, dont le fonctionnement reposait en grande partie sur une logique de répartition, n'avait pas provisionné ses engagements de manière actuarielle. Sa base de cotisants s'érodait tandis que le nombre de ses pensionnés augmentait, ce qui le conduisait à utiliser les cotisations des nouveaux adhérents pour financer les pensions de ses retraités. En dépit de l'octroi d'avantages fiscaux en 1992, la situation de CREF n'a jamais pu être redressée. À la fin des années 1990, environ 60 % des prestations étaient financées par les cotisations des adhérents, contre seulement 40 % par les réserves constituées. La restructuration du régime, en 2000 et 2001, s'est traduite par une baisse d'environ 30 à 35 % des rentes servies à 115 000 retraités, tandis que 230 000 autres adhérents n'ayant pas encore liquidé leur pension ont vu leurs droits revus à la baisse.

Les rares faillites de fonds sont donc chaque fois expliquées par des attitudes frauduleuses. La gestion d'un tel fonds en France, par un gestionnaire public ou privé investi d'une mission de service public, nous mettrait à l'abri de telles mésaventures.

Ces performances montrent qu'**une stratégie d'investissement adaptée permet de dégager des rendements nettement supérieurs au coût de la dette publique, permettant d'assurer le financement des retraites de manière bien plus sûre que dans un système par répartition caractérisé par des évolutions démographiques défavorables.**

c. Un dispositif qui présente des limites dans le contexte des finances publiques françaises

Le recours à l'endettement public, s'il est bénéfique sur le principe et dans la réalité de la plupart des pays étudiés, peut cependant présenter des inconvénients dans la situation dégradée des finances publiques qui est celle de la France aujourd'hui.

Tout d'abord, l'émission de volumes importants de dette aurait un **effet direct sur les intérêts à servir chaque année** aux détenteurs des titres. La direction générale du Trésor a ainsi indiqué au rapporteur général que l'émission de 30 milliards d'euros de dette supplémentaires par an conduirait, à horizon de vingt ans, à une charge d'intérêts cumulée de 23,4 milliards d'euros par an.

Ensuite, deux hypothèses existent s'agissant des conséquences de l'émission d'une quantité importante de dette destinée à financer les retraites des fonctionnaires.

Selon certains *think tanks* et plusieurs personnes auditionnées, une telle émission ne renchérirait pas le coût de financement de l'État puisqu'elle serait adossée à un actif, ce qui améliorerait la confiance des investisseurs vis-à-vis de la signature française. Il est vrai que les agences de notation, quand elles émettent un avis sur le sérieux de la signature d'un État, prennent toujours en considération la

capacité de celui-ci à percevoir des recettes, sous forme d'impôts ou de mobilisation d'actifs.

Selon la direction générale du Trésor, à l'inverse, **l'émission d'une dette nouvelle renchérirait le coût de l'ensemble de la dette française**. Dans le cadre de l'étude de l'incidence budgétaire du programme d'émissions indexées depuis sa création ⁽¹⁾, il a ainsi été estimé qu'un stock additionnel de dette de 225 milliards d'euros entraîne une hausse de *spread* de trois points de base en moyenne, avec un scénario bas à un point de base et un scénario haut à 5 points de base. Cette hausse de *spread* deviendrait effective au rythme du renouvellement de la dette existante. Dans l'équilibre financier d'ensemble, un coût d'emprunt majoré s'appliquerait donc, *in fine*, à un stock de dette publique supérieur au stock de provisionnement sur lequel porteront les rendements des placements.

En prenant en compte ces effets conjugués, la direction générale du Trésor considère que l'émission de 30 milliards d'euros de dette par an sur vingt ans, hypothèse très confortable, conduirait à un coût annuel de 26,6 milliards d'euros.

Il faut également tenir compte du fait qu'une augmentation de la dette publique comporte des risques de refinancement non-linéaires.

Le rapporteur général estime que, s'il est probable que le provisionnement des retraites des fonctionnaires ne pourrait pas être institué par le seul recours à l'endettement, le fait que cette dette nouvelle soit entièrement consacrée à la constitution d'un actif clairement identifié et sécurisé rassurera les prêteurs par son existence même et par l'allègement qu'il permettra, à terme, de la charge pesant sur l'État pour le financement des retraites de ses agents. **Si certaines conditions sont réunies – en particulier, un engagement politique fort, un cadre juridique solide et un effort de communication suffisant –, les risques de cette dette nouvelle devraient être circonscrits.**

2. Les cotisations des actifs

Au vu des pertes de pouvoir d'achat découlant du gel prolongé du point d'indice dans la fonction publique, une hausse des cotisations sur les rémunérations des fonctionnaires ne pourrait être qu'une source de financement partielle.

S'agissant des actifs du secteur privé, **le coût du travail élevé en France rend également le recours à une hausse des cotisations difficile. Cette solution ne peut, cependant, être mise de côté.**

Des États européens ont eu recours à une telle hausse ou envisagent d'y recourir. C'est ainsi que dans le cadre du mécanisme d'équité intergénérationnel, adopté en 2021, l'Espagne a augmenté les cotisations retraite de 0,6 point, dont 0,5 pour les employeurs et 0,1 pour les salariés, afin de renflouer son Fonds de réserve de la sécurité sociale entre 2023 et 2032.

(1) [Rapport](#) sur la dette des administrations publiques annexé au PLF pour 2026, encadré 8, p. 24.

L'Allemagne envisage également d'augmenter les cotisations des actifs afin de financer l'introduction d'une part de capitalisation obligatoire dans ses régimes de retraite ⁽¹⁾. Il s'agirait d'augmenter de deux points, supportés à parité par les employeurs et les salariés, le taux de cotisation à la retraite ⁽²⁾ par paliers annuels de 0,5 point de pourcentage, à partir de 2028, dans le cadre d'une réforme s'inspirant du modèle suédois.

3. La contribution des retraités

La solidarité intergénérationnelle peut également justifier de prévoir une **contribution des personnes déjà à la retraite**. Cette solution ne pourrait vraisemblablement être retenue que dans le cas où une part de capitalisation serait introduite pour l'ensemble des actifs.

Deux voies sont envisageables :

– une **sous-indexation** des pensions par rapport à l'inflation, ou un décalage de la date de leur revalorisation ;

– la **suppression ou la diminution de l'abattement fiscal forfaitaire de 10 % sur l'impôt sur le revenu ou des taux réduits de contribution sociale généralisée (CSG) dont bénéficient les pensions de retraite** ⁽³⁾.

Le produit dégagé par la sous-indexation ou par la réduction de ces avantages fiscaux pourrait être affecté au fonds recueillant les provisions destinées à financer les retraites des fonctionnaires.

Une sous-indexation des pensions a déjà été décidée en 2014 ; toutefois, l'inflation très basse observée cette année-là a nettement restreint la portée de la mesure. Elle a également été décidée en 2019 et en 2020, et avait été proposée par le Gouvernement dans le projet de loi de financement de la sécurité sociale pour 2025, sous la forme d'un report de la date de revalorisation du 1^{er} janvier au 1^{er} juillet, ce qui aurait réduit de six mois la durée sur laquelle l'inflation servant de base à la revalorisation aurait été calculée. La censure du Gouvernement votée le 4 décembre 2024 a cependant conduit à l'abandon de cette mesure.

La sous-indexation est généralement proposée sous une forme différenciée selon les niveaux de revenus, afin d'épargner les pensions les plus modestes. En 2015, un bonus de 40 euros a été versé pour compenser le gel aux retraités dont la pension était inférieure à 1 200 euros par mois. En 2020, un seuil de 2 000 euros

(1) <https://www.lesechos.fr/monde/europe/ap7-ce-fonds-suedois-qui-sert-de-modele-a-la-reforme-des-retraites-par-capitalisation-en-allemande-2238740>.

(2) Ce taux, aujourd'hui de 18,6 % du salaire brut, doit passer à 19,9 % en 2028.

(3) Cet abattement, plafonné à 4 399 euros pour les revenus de 2026, est prévu à l'article 158 du CGI.

par mois a été retenu. En 2024, le Gouvernement avait engagé sa responsabilité sur une version ne sous-indexant que les pensions excédant 1 500 euros par mois ⁽¹⁾.

Il serait également possible de s'inspirer de la règle introduite par la Suède en 2001, prévoyant un mécanisme d'équilibrage automatique conduisant à une minoration du taux de revalorisation des pensions dans le cas où l'équilibre entre le passif et l'actif du système n'est pas assuré.

4. La mobilisation d'actifs détenus par l'État

Le capital permettant de provisionner les retraites des fonctionnaires pourrait également être financé à travers certains éléments d'actifs détenus par l'État.

Par exemple, une **meilleure gestion de l'immobilier de l'État** pourrait permettre de dégager des revenus significatifs issus de la cession ou de la location de certains actifs. Pour mémoire, près de 97 millions de mètres carrés sont occupés par l'État et ses opérateurs, comprenant notamment 23 millions de mètres carrés de bureaux et 18,6 millions de mètres carrés de logement. Le parc immobilier de l'État est valorisé à 71,9 milliards d'euros ⁽²⁾.

Les **revenus dégagés par les participations publiques détenues par l'État** et gérées par l'Agence des participations de l'État pourraient également contribuer au financement de ce capital. L'APE gère en effet les participations de l'État dans 86 entreprises, dont 10 cotées, évaluées à 209 milliards d'euros, qui ont rapporté 4,6 milliards d'euros en 2025 ⁽³⁾.

Dans les deux cas, il serait envisageable de n'affecter, pour le provisionnement des retraites des fonctionnaires, qu'une quote-part des revenus proportionnelle à la part des fonctionnaires au sein de la population, pour des raisons d'équité.

Il ne pourrait toutefois s'agir, selon toute vraisemblance, que de solutions de financement d'appoint.

C. QUELLE MISE EN ŒUVRE OPÉRATIONNELLE ?

Quels que soit le scénario et les modes de financement retenus, la réussite d'un éventuel provisionnement des retraites est conditionnée au fait que les réserves

(1) « [Sous-indexer certaines pensions de retraite : pourquoi et comment ?](#) », Patrick Aubert, billet de blog de l'Institut des politiques publiques, 8 avril 2025.

(2) Source : <https://immobilier-etat.gouv.fr/qui-nous-sommes/patrimoine-etat-chiffres/>.

(3) Source : [Projet annuel de performance](#) « Participations financières de l'État » annexé au PLF pour 2026. Il s'agit de montants estimés au 30 août 2025.

Le montant de 4,6 milliards d'euros s'explique par le versement d'un dividende d'EDF de 2 milliards d'euros. En 2026, les dividendes perçus par l'État sont estimés à 2,3 milliards d'euros, ce qui correspond à leur montant approximatif habituel depuis 2021.

ne soient pas détournées de leur objectif initial, et qu'elles servent effectivement, à long terme, à alléger la charge liée au paiement des pensions de retraite des fonctionnaires dans les budgets publics ainsi qu'à atténuer la diminution annoncée du taux de remplacement des agents publics.

Par ailleurs, la constitution de réserves poserait nécessairement la question de leurs modalités de gestion, avec un équilibre à trouver entre un objectif de rendement et un objectif de financement de l'économie française.

1. Comment éviter le « détournement » des fonds provisionnés par les pouvoirs publics ?

Tout provisionnement des retraites nécessiterait de **définir les objectifs et le calendrier de décaissement des réserves** plus clairement que cela n'a été fait pour le FRR, mais aussi de trouver des solutions pour **garantir que ceux-ci soient respectés sur plusieurs décennies**. Trois solutions, distinctes mais pouvant se cumuler, semblent envisageables afin d'éviter des détournements anticipés.

a. Consacrer les réserves à un niveau supra-législatif

Une première manière de procéder consisterait à consacrer les réserves provisionnées à un niveau supra-législatif, **de telle manière que ni une loi de finances, ni une loi de financement de la sécurité sociale, ni une loi de programmation, ni aucune autre loi ordinaire ne puisse décider d'une réorientation des fonds**.

Élever un principe de provisionnement des retraites **au niveau organique** est **délicat** à envisager, dans la mesure où une loi organique ne peut intervenir que dans les domaines et pour les objets limitativement énumérés par la Constitution. Or aucune disposition constitutionnelle ne semble susceptible de constituer une base juridique permettant l'adoption d'une telle loi organique.

En tout état de cause, on peut noter que, si le FRR avait bien été mis en place par des lois ordinaires, le détournement de ses ressources vers la CADES a été décidé, en 2010 comme en 2020, par l'adoption concomitante d'une loi ordinaire et d'une loi organique, dans la mesure où tout allongement de la durée d'amortissement de la dette sociale relève du niveau organique⁽¹⁾. Même si les conditions d'adoption d'un texte organique sont plus contraignantes que celles d'une loi ordinaire, le niveau organique **ne suffirait donc probablement pas** à protéger les réserves provisionnées d'un détournement anticipé.

La consécration d'un éventuel provisionnement à un niveau supra-législatif nécessiterait donc **une réforme constitutionnelle**. Outre les conditions de procédure inhérentes à toute modification de la Constitution, se poserait alors la question de son insertion dans la Constitution et de la formulation les plus adéquates pour définir

(1) Conseil constitutionnel, décision n° 2005-519 DC du 29 juillet 2005 – Loi organique relative aux lois de financement de la sécurité sociale (considérants 39 et 40).

clairement les objectifs du dispositif et garantir un certain niveau de réserves à un horizon de temps précis sans descendre à un niveau de détails inadapté au niveau constitutionnel.

Dans la mesure où le Conseil constitutionnel déduit du onzième alinéa du préambule de la Constitution de 1946 – selon lequel la Nation « *garantit à tous, notamment à l'enfant, à la mère et aux vieux travailleurs, la protection de la santé, la sécurité matérielle, le repos et les loisirs. Tout être humain qui, en raison de son âge, de son état physique ou mental, de la situation économique, se trouve dans l'incapacité de travailler a le droit d'obtenir de la collectivité des moyens convenables d'existence* » – qu'il implique la mise en œuvre d'une politique de solidarité nationale en faveur des travailleurs retraités, **le provisionnement des retraites pourrait être consacré au sein du Préambule de 1946**. Le rapport du Comité de réflexion sur le Préambule de 1946, remis au Président de la République en 2008, a confirmé à cet égard que rien ne faisait obstacle à la modification du Préambule de 1946 dès lors que l'enrichissement avait un effet utile ⁽¹⁾.

b. Confier la gestion des réserves à un organisme indépendant

Une deuxième façon d'éviter un détournement anticipé des réserves provisionnées consisterait à **confier ces réserves à un organisme indépendant des décisions, parfois court-termistes, du Gouvernement ou du Parlement**.

Si la création d'une **entité *ad hoc*** est possible, il paraît préférable d'envisager le recours à un **organisme existant**, dans une optique de rationalisation des moyens publics, d'optimisation de gains de performance et de limitation des risques. Parmi les organismes susceptibles de gérer le provisionnement, deux choix ont été régulièrement évoqués lors des auditions du rapporteur général et pourraient être alternativement envisagés selon le scénario retenu :

– en cas de mise en place du premier ou du second scénario (provisionnement de la retraite de chaque nouveau fonctionnaire ou d'une part de PIB pendant plusieurs décennies), les réserves pourraient être confiées au **FRR**, qui a démontré sa capacité à gérer les sommes qui lui étaient confiées et à dégager du rendement malgré les changements de cap qui lui étaient imposés ;

– en cas d'élargissement du RAFP, les provisions du régime continueraient d'être gérées par l'établissement de retraite additionnelle de la fonction publique (**ERAFP**), dont l'aptitude à gérer des actifs tout en garantissant la couverture de ses engagements et le versement de prestations n'est plus à prouver.

On peut toutefois douter que le statut d'établissement public du FRR ou de l'ERAFP suffise à les protéger de toute tentation de détournement des réserves provisionnées. Aussi une **modification de leur statut** ou un **renforcement de leur gouvernance** pourraient être envisagés pour accroître leur indépendance.

(1) Comité de réflexion sur le Préambule de 1946, présidé par Mme Simone Veil, « Rapport au Président de la République », décembre 2008.

Parmi les autres organismes existants, la Caisse des dépôts et consignations a démontré tant sa capacité de gestion d'actifs que celle de gestion des régimes de retraite. Elle dispose par ailleurs d'un statut et d'une gouvernance qui lui octroient une autonomie certaine vis-à-vis du Gouvernement.

Il convient toutefois d'admettre que **le critère organique n'est sans doute pas le plus pertinent** pour garantir l'absence de détournement des réserves, sauf à les confier directement à la Banque de France, l'État n'ayant pas la possibilité de prélever dans les comptes de la banque centrale. Mais, d'une part, la gestion de telles réserves excéderait largement le champ des missions de la Banque et, d'autre part, on peut noter que malgré son indépendance elle a depuis 2020 été amenée à reverser ses excédents de couverture à l'État.

c. Associer les réserves à des droits individuels

Une autre manière de protéger les réserves provisionnées contre les tentatives de détournement, qui pourrait se combiner avec les deux autres, serait d'**associer ces réserves à des droits individuels** afin de permettre à chacun des affiliés de suivre et de surveiller l'évolution de ses propres droits, rendant ainsi immédiatement visible, et donc scandaleuse, toute tentative des pouvoirs publics de prélever dans les réserves provisionnées.

Il s'agit ici d'une différence fondamentale entre le fonctionnement du FRR, qui constitue une réserve générale dans laquelle on peut prélever à tout moment sans affecter directement ceux qui auraient pu bénéficier des fonds provisionnés, et celui du RAFF, qui associe des droits individuels aux cotisations versées. Un tel fonctionnement serait mécaniquement repris si l'ERAFP était choisi comme gestionnaire du nouveau dispositif, mais il devrait également être mis en place s'il s'agissait du FRR ou de tout autre organisme.

Quel que soit l'organisme gestionnaire, il conviendrait, selon la même logique, que la gouvernance des réserves provisionnées associe les partenaires sociaux, et donc les **syndicats représentatifs des fonctions publiques** étatique, territoriale et hospitalière. En effet, l'expérience des pays étrangers montre que le paritarisme est un moyen de protéger la capitalisation collective contre les velléités des pouvoirs publics de prélever dans les provisions.

Associer les réserves à des droits individuels **renforcerait la confiance des bénéficiaires de ces réserves dans le nouveau dispositif** ainsi que dans le système de retraite dans son ensemble, tout en créant *de facto* un droit de regard des cotisants. Ces droits individuels pourraient être exprimés soit en points, comme c'est aujourd'hui le cas pour l'ERAFP, soit en euros pour les rendre encore plus lisibles.

Cette option imposerait toutefois des règles prudentielles plus strictes que celles du FRR actuel et plus proches de celles de l'ERAFP. En effet, dès lors que les réserves provisionnées seraient associées à des engagements de retraites précis, ces derniers devraient être couverts par des actifs d'un montant au moins équivalent,

ce qui impliquerait des obligations de liquidité plus importantes et donc un horizon de placement différent.

2. Quelle politique de placement ?

La mise en place d'un provisionnement des retraites publiques nécessiterait de **définir clairement des objectifs et des priorités dans l'utilisation des réserves.**

S'il est établi que les réserves ne pourront être utilisées avant plusieurs décennies, l'organisme gestionnaire disposerait d'un **horizon de placement suffisamment long pour chercher davantage de rendement** et investir non seulement dans des actifs sans risque (obligations souveraines et actifs monétaires) mais aussi dans des **actifs plus risqués et plus diversifiés** (obligations d'entreprises, actions, actions non cotées, immobilier, etc.).

Se poserait toutefois la **question de la diversification géographique des placements.** La constitution de réserves de long terme pourrait profiter au **financement de l'économie française**, dans un contexte où l'absence de fonds de pension constitue aujourd'hui un handicap majeur pour le financement des entreprises et de l'innovation ainsi que pour la protection des actifs stratégiques du pays. Néanmoins, cet objectif pourrait affaiblir **la recherche de rendement**, puisqu'il conduirait à investir uniquement dans des actifs français et empêcherait des placements potentiellement plus rémunérateurs dans d'autres zones géographiques.

Si l'objectif prioritaire du provisionnement est d'alléger pour les budgets publics la charge liée au paiement des pensions des anciens fonctionnaires et d'atténuer pour ces derniers la diminution annoncée des taux de remplacement, alors **la priorité doit être donnée à la recherche de rendement plutôt qu'au seul financement de l'économie française.** Dans cette perspective, les placements à l'étranger devraient être autorisés et encouragés à la fois pour **diversifier les risques** et pour **profiter des richesses générées dans des économies plus dynamiques.**

Malgré tout, l'expérience des pays étrangers montre que le placement des actifs est mécaniquement affecté par des **biais domestiques** qui poussent à surpondérer les investissements dans l'économie nationale par rapport à leur poids réel dans l'économie mondiale. De surcroît, les investissements dans l'innovation et les technologies d'avenir qui seraient réalisés en France, même s'ils s'accompagnent d'une recherche de rendement à l'étranger, contribueront au **développement de l'activité économique** et **renforceront donc le rendement** pouvant être retiré des placements domestiques.

D. AU-DELÀ DE LA SEULE FONCTION PUBLIQUE : INTRODUIRE UNE CAPITALISATION COLLECTIVE ET OBLIGATOIRE DANS NOTRE SYSTÈME DE RETRAITE ?

Les atouts que présenterait un provisionnement des retraites des fonctionnaires conduisent en définitive le rapporteur général à envisager **une réforme plus générale qui introduirait une part de capitalisation dans l'ensemble du système de retraites.**

Le passage à une capitalisation intégrale n'est pas réaliste – en raison des difficultés financières et pratiques considérables auxquelles il nous exposerait. Il s'agit bien plutôt de réduire ces risques en tirant parti des opportunités que fournissent la croissance mondiale et les marchés boursiers, afin de se prémunir contre le vieillissement démographique et la croissance faible que notre pays subit.

À cet égard, la **substitution à une partie du système par répartition d'un système de capitalisation collective et obligatoire** apparaît comme une option bien adaptée, d'ailleurs déjà adoptée par plusieurs de nos voisins européens. Il ne s'agirait pas de créer des droits nouveaux mais de **modifier progressivement le mode de financement d'une part croissante des retraites**, dans une proportion à définir. Le Québec et la Suède, mais aussi peut-être bientôt l'Allemagne, ont prouvé qu'une telle transition était possible ; ce sont des exemples qui doivent être suivis.

Au demeurant, certains des modes de financement envisagés dans le présent rapport seraient surtout pertinents dans le cas où une telle réforme était adoptée, sous la forme d'une capitalisation collective et obligatoire. C'est le cas, en particulier, de la sous-indexation des retraites ou de la suppression de l'abattement de 10 % sur les pensions et de la hausse des cotisations, qui pourraient difficilement ne financer que le provisionnement des retraites des fonctionnaires.

Comment une capitalisation collective obligatoire pourrait-elle être introduite en France pour tous les actifs ?

Deux rapports ont récemment traité des **modalités selon lesquelles un système de retraites par capitalisation collective obligatoire pourrait être introduit en France pour l'ensemble des actifs** :

– le premier, *Vers un système de retraite mixte répartition – capitalisation – Quelques modalités concrètes de transition*, de M. Bertrand Martinot, M. Renan Muret et M. Philippe Gravier, publié par la Fondation pour l'innovation politique (Fondapol) en novembre 2025 ⁽¹⁾ ;

– le second, le livre blanc *Retraites – Bâtir ensemble le complément par capitalisation indispensable aux Français*, publié en juin 2026 par l'Association française de la gestion d'actifs (AFG) ⁽²⁾.

● **Le rapport de la Fondapol suggère une montée en charge progressive d'un nouveau régime par capitalisation, dans lequel les premières cohortes à être intégralement incluses seraient celles qui commenceraient à cotiser l'année de son lancement.** Le régime serait calibré pour que cette génération bénéficie de ce nouveau pilier par capitalisation à **hauteur de 25 % de sa pension totale** pour une durée de cotisation totale dans le nouveau régime de 43 années. Pour les autres cotisants, dont la durée de cotisation au nouveau régime serait inférieure à cette durée, la pension versée par ce dernier serait réduite à due proportion.

Cette montée en charge progressive permettrait de n'avoir à décaisser que des sommes très faibles pendant les dix premières années suivant la réforme, réduisant ainsi à proportion les ressources nécessaires à la constitution du fonds d'amorçage ⁽¹⁾.

Pour amorcer la constitution de ce fonds, ce rapport propose notamment :

– l'affectation de participations de l'Agence des participations de l'État (APE) et de la Caisse des dépôts et consignations (CDC) parmi celles admises aux négociations sur un marché réglementé et ne relevant pas d'un monopole public. Ces participations continueraient à être gérées par l'APE et la CDC mais viendraient en couverture des engagements financiers du nouveau régime par capitalisation et verraient leurs dividendes affectés à celui-ci ;

– et la mobilisation d'une partie du patrimoine foncier et immobilier de l'État, estimé, selon les auteurs, à environ 75 milliards d'euros, *via* la création d'une foncière qui réaliserait des cessions au secteur privé, dont le produit serait apporté au fonds d'amorçage.

Ce rapport souligne également que les gains d'efficience apportés par le pilier par capitalisation pourraient être affectés, selon des proportions à calibrer, aussi bien à la baisse des charges pesant sur le travail qu'au soutien au taux de remplacement.

● **Le rapport de l'AFG rappelle, quant à lui, que la France est le pays de l'OCDE qui s'est le moins ouvert à la capitalisation** – le financement par répartition représente 98 % de ses dépenses de retraite, contre environ 83 % pour la moyenne des pays de l'OCDE – , mais que les enquêtes d'opinion montrent qu'**il n'existe pas d'opposition de principe entre répartition et capitalisation pour les Français**, qui comprennent qu'un système de retraite moderne peut reposer sur plusieurs piliers complémentaires, à l'image de ce qui existe dans de nombreux pays.

(1) Ce rapport est disponible [ici](#).

(2) Ce rapport est disponible [ici](#).

De manière concordante avec la Fondapol, l'AFG ne propose pas de mettre fin à la répartition, mais de la compléter progressivement avec un pilier de capitalisation, afin d'offrir aux actifs des sources de revenus supplémentaires pour leur retraite.

Il s'agirait de bâtir un deuxième pilier des retraites par capitalisation, aux côtés du pilier par répartition, géré par l'État, et du pilier de l'épargne individuelle, récemment renforcé grâce à l'introduction du plan épargne retraite (PER), mais aussi des retraites complémentaires par répartition de l'Agirc-Arrco. Sa gouvernance, paritaire, pourrait d'ailleurs s'inspirer de celle de ce dernier régime.

Sa montée en charge devrait être progressive afin de préserver à la fois le pouvoir d'achat des salariés et la compétitivité des entreprises, selon une trajectoire lisible. Cette lisibilité devrait être également assurée par la création d'un compte-titres individuel pour chaque salarié, qui pourra consulter à tout moment son épargne accumulée et ses rendements.

Là encore, un fonds d'amorçage semble nécessaire pour initier le nouveau système. Les auteurs suggèrent, **parmi les sources de financement possibles** :

- les produits financiers des réserves de l'Agirc-Arrco (en moyenne 1,5 milliard d'euros sur les quinze dernières années) ;
- les revenus des participations de l'Agence des participations de l'État ;
- la réorientation des recettes résultant d'une suppression de l'abattement de 10 % des pensions à l'impôt sur le revenu (4,8 milliards d'euros en 2024 et 5,3 milliards d'euros prévus en 2025 ⁽²⁾) et des taux réduits de CSG dont bénéficient les retraités ;
- la réorientation d'une partie de la désindexation des retraites (1 milliard d'euros par point de désindexation).

Ce Livre blanc souligne, enfin, que « *l'essentiel est d'engager le mouvement dès maintenant, car plus la transition est réalisée tôt, plus elle est soutenable* », ce que le rapporteur général ne peut qu'approuver.

*

* *

(1) Les auteurs soulignent cependant que, « dans un mode dégradé, s'il était possible de constituer un fonds d'amorçage d'un volume substantiel, alors même que les pensions devant être versées pendant les premières années resteraient d'un montant très faible, c'est-à-dire en surcapitalisant le régime initialement, nous pourrions fixer des taux de cotisation à la capitalisation inférieurs au taux de cotisation nécessaire à long terme pour équilibrer le système. La question de la « double cotisation » devant être payée durant la période transitoire serait atténuée d'autant plus ».

(2) Source : [Rapport](#) sur les Voies et moyens annexé au PLF pour 2026.

CONCLUSION

Comment promettre aux futures générations qu'elles recevront une pension de retraite décente après leur carrière ? C'est tout l'enjeu de ce rapport. Car, compte tenu des évolutions démographiques actuelles, et à moins de se résoudre à ne verser que des pensions de retraite de plus en plus réduites, **le maintien d'un système de retraites par répartition quasi intégral n'est pas soutenable à long terme.**

De surcroît, le financement des retraites est solidaire de la question plus générale de la **soutenabilité des finances publiques**. Notre système de retraites, qui constitue l'un des principaux facteurs de hausse des dépenses publiques, est responsable d'une part non négligeable des déficits publics, à hauteur de plusieurs dizaines de milliards d'euros selon les méthodologies retenues.

Si l'on tient compte des engagements de retraite envers les fonctionnaires – qui s'élèvent à 1 366 milliards d'euros pour les seuls fonctionnaires de l'Etat, sans évaluation précise pour les retraites futures des fonctionnaires territoriaux et hospitaliers –, **ce déficit atteint des proportions alarmantes.**

Or **les retraites futures ne sont pas financées, et rien ne garantit leur versement.** Au contraire, la baisse du rapport entre le nombre de cotisants et le nombre de retraités implique, pour les générations futures, une **diminution des pensions de retraite relativement aux salaires**. Cette diminution, qui touchera tous les secteurs, sera particulièrement forte pour les fonctionnaires de l'État, avec une pension qui diminuerait d'environ 75 % du salaire moyen par tête (SMPT) en 2025 à environ 45 % du SMPT en 2070.

Au-delà des solutions de rééquilibrage les plus classiques, **une autre option gagnerait à être explorée : le provisionnement des retraites des fonctionnaires.** L'idée serait que les employeurs publics provisionnent les retraites futures de leurs agents, en se concentrant, pour des raisons budgétaires, sur les nouveaux entrants. Un tel provisionnement permettrait de **constituer des réserves** et de **les placer dans un fonds de capitalisation** qui, grâce aux rendements générés par les marchés financiers, **couvrait à long terme une partie du coût des retraites.**

Comme le montrent les exemples de certains pays étrangers, **provisionner tout ou partie des engagements de retraites futures permettrait de faire profiter le plus grand nombre des richesses créées sur les marchés financiers.** Une telle option serait bénéfique à long terme y compris si elle était **financée par l'emprunt**, en profitant du fait que le rendement du capital, sur une longue période, est toujours supérieur au taux de croissance du PIB.

S'il était mis en œuvre, **le provisionnement des retraites publiques** permettrait ainsi d'assurer aux fonctionnaires qu'ils recevront bien une retraite décente, mais aussi de **réduire le poids des pensions versées aux anciens**

fonctionnaires dans les budgets publics, pour regagner des marges de manœuvre et investir dans les dépenses d'avenir.

Ces problématiques concernent évidemment tous les Français, fonctionnaires ou salariés du secteur privé, mais, **pour des raisons méthodologiques, le présent rapport s'est volontairement limité à étudier la question du provisionnement des retraites des agents des trois fonctions publiques**, en particulier pour les nouveaux entrants, compte tenu des coûts budgétaires inhérents à une telle réforme. Il n'est toutefois pas exclu que le provisionnement des retraites futures puisse s'appliquer également aux salariés du secteur privé, afin de maximiser encore davantage les gains financiers liés à la capitalisation collective.

Le présent rapport expose donc l'efficacité d'un provisionnement des retraites, en citant les pays qui ont mis en œuvre de tels dispositifs. **Une des conditions du succès réside dans la rigueur de la gestion des réserves provisionnées**. Celles-ci devraient être confiées à un organisme indépendant des pouvoirs publics, associant les partenaires sociaux, avec des objectifs et des modalités de décaissement suffisamment clairs et solides pour éviter toute velléité de détournement de ces sommes à des fins court-termistes.

**LISTE DES PERSONNES AUDITIONNÉES
PAR LE RAPPORTEUR GÉNÉRAL**

(par ordre chronologique)

Fonds de réserve pour les retraites (FRR) :

- Mme Sandrine Lemery, présidente du conseil de surveillance
- Mme Salwa Boussoukaya-Nasr, membre du directoire
- M. Adrien Perret, membre du directoire

Établissement de retraite additionnelle de la fonction publique (ERAFP) :

- M. Vincent Lidsky, président
- M. Régis Pelissier, directeur
- M. Matthieu Podevin, secrétaire du conseil d’administration

Direction du budget :

- M. Olivier Dufreix, adjoint à la sous-directrice de la 6^{ème} sous-direction
- M. Adrien Manas, adjoint à la cheffe du bureau des retraites et des régimes spéciaux au sein de la 6^{ème} sous-direction

Banque de France :

- M. Claude Piot, secrétaire général
- Mme Valérie Dumas, directrice financière adjointe
- Mme Véronique Bensaid-Cohen, conseillère parlementaire

Caisse de dépôt et placement du Québec :

- M. Philippe Tremblay, premier vice-président, chargé des déposants et du portefeuille global
- M. Maxime Déa, vice-président, chargé des relations mondiales et des affaires réglementaires
- M. Mathieu Provost, directeur principal, chargé du service-conseil aux déposants

Groupe APG :

- M. Johan Barnard, directeur des affaires publiques internationales
- Mme Anne-Marie Wiegers, conseillère stratégique

Institut économique Molinari :

- M. Nicolas Marques, directeur général

Fondation pour l'innovation politique (Fondapol), auteurs du rapport « Vers un système de retraite mixte répartition – capitalisation » de novembre 2025 :

- M. Bertrand Martinot, économiste et essayiste
- M. Philippe Gravier, dirigeant dans le secteur des assurances
- M. Renan Muret, dirigeant dans le secteur des assurances

Chaire « Transitions démographiques, transitions économiques » :

- M. Alain Villemeur, directeur scientifique
- M. Kevin Genna, directeur de la modélisation

Direction générale du Trésor :

– M. Stéphane Sorbe, chef du service des finances publiques et des politiques sociales

– Mme Charlotte Combiér, adjointe au chef du bureau des retraites et de la redistribution au sein du service des finances publiques et des politiques sociales

– M. Antoine Vandon, adjoint au chef du bureau des marchés et des produits d'assurance au sein du service du financement de l'économie

Caisse des dépôts et consignations :

– Mme Marianne Kermoal-Berthomé, directrice des politiques sociales

– Mme Myriam Metais-Clavereau, directrice financière au sein de la direction des politiques sociales

– M. Ronan Mahieu, directeur des études et des statistiques au sein de la direction des politiques sociales

– Mme Kathleen Agbo, conseillère auprès de la directrice

– Mme Giulia Carré, directrice des relations institutionnelles

Conseil d'orientation des retraites (COR) :

- M. Gilbert Cette, président
- M. Emmanuel Bretin, secrétaire général

**LISTE DES CONTRIBUTIONS ÉCRITES TRANSMISES
AU RAPPORTEUR GÉNÉRAL**

- Fondation iFRAP
- Ambassade de France et Service économique régional en Allemagne
- Ambassade de France et Service économique régional en Espagne
- Ambassade de France et Service économique régional en Norvège
- Ambassade de France et Service économique régional en Suède