

CONSEIL D'ORIENTATION DES RETRAITES

Séance plénière du 11 juillet 2018 à 9h30

« Engagements, réserves et dettes du système de retraite »

<b>Document n° 5</b>
----------------------

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

**Simulations d'utilisation du Fonds de Réserve pour les Retraites  
selon différents scénarios**

*Secrétariat général du Conseil d'orientation des retraites*



## Simulations d'utilisation du Fonds de Réserve pour les Retraites selon différents scénarios

Depuis 1999, année de création du Fonds de Réserve pour les Retraites (FRR) dont l'objectif était de lisser les besoins de financement<sup>1</sup> projetés des régimes alignés (CNAV, MSA, RSI) et du Fonds de Solidarité Vieillesse (FSV), les multiples réformes du système de retraites ont eu pour conséquence de limiter les déficits de ces régimes et du FSV. Les objectifs du FRR ont par conséquent été progressivement revus. Depuis la loi de 2010<sup>2</sup>, de façon transitoire jusqu'en 2024, le FRR a pour obligation de transférer annuellement 2,1 Md€ à la Caisse d'amortissement de la dette sociale (CADES), ce qui permet à cette dernière d'anticiper une date de clôture à cet horizon. Au-delà de cet horizon, la question de l'utilisation du FRR reste entière, même si le Comité de Suivi des Retraites (CSR) est en mesure, chaque année, de préconiser une utilisation de ces réserves<sup>3</sup>.

Après avoir établi, en introduction, le profil prévisionnel des réserves du FRR au début de l'année 2025, nous évaluons à l'horizon 2070 la portée de l'utilisation de ses réserves sur les besoins de financement de l'ensemble du système de retraite (partie 1), tout en présentant dans un second temps les conséquences d'une application aux seuls régimes alignés et au FSV comme prévu dans les textes fondateurs du FRR (partie 2). Nous analysons, au sein de chacune de ces deux parties trois scénarios possibles : utilisation de l'ensemble de l'actif centrée sur une période très courte pour couvrir l'intégralité des déficits éventuels, maintien du niveau de l'actif et emploi des seuls revenus des placements, ou financement d'une part constante des déficits sur la période 2025-2070. Ces calculs supposent que le FRR recevrait en guise de ressources uniquement le produit de ses propres placements, comme c'est le cas depuis 2010.

### Introduction. Situation du Fonds de Réserve pour les Retraites d'ici 2025

D'ici à 2025, le FRR ne bénéficie que du produit de ses placements et n'a que deux obligations clairement attribuées : verser annuellement 2,1 Md€ à la CADES et restituer la soulte CNIEG<sup>4</sup> qu'il aura fait fructifier à la CNAV en 2020. Après un bref retour sur les sources de financement et les transferts passés, nous présentons la situation considérée comme un point de départ de nos évaluations.

Au fil des années, le FRR s'est vu attribué différents scénarios : initialement fonds de lissage intergénérationnel pour limiter l'impact du *papy boom* sur les actifs (1999-2010), il est devenu ensuite un fonds de réserve dédié à l'apurement de la dette sociale (2010-2024). Sans

---

<sup>1</sup> L'exposé des motifs de la LFSS 1999 évoque la « consolidation de nos régimes par répartition ». Le « lissage » n'a jamais été précisé dans ses modalités : initialement il était prévu de l'appliquer entre 2020 et 2040 pour limiter la hausse des prélèvements prévue sur cette période, d'après les projections réalisées en 1998.

<sup>2</sup> Loi organique n° 2010-1380 du 13 novembre 2010 relative à la gestion de la dette sociale.

<sup>3</sup> Loi n° 2014-40 du 20 janvier 2014 garantissant l'avenir et la justice du système de retraites : « (...) *Les recommandations portent sur (...) les transferts du Fonds de réserve pour les retraites vers les régimes de retraite, tenant compte de l'ampleur et de la nature d'éventuels écarts avec les prévisions financières de l'assurance retraite* ».

<sup>4</sup> L'actif net estimé à l'horizon 2024 après épuisement des versements à la CADES s'élève à 21,7 milliards d'euros (dont 5,2 milliards d'euros de valorisation estimée de la soulte CNIEG) à fin 2017. Voir **document n° 4** pour plus de détails.

orientation supplémentaire, il deviendrait un investisseur responsable au service du système de retraite à compter de 2025, sans scénario précis.

Depuis sa création en 1999 jusqu'en 2010, le FRR a perçu 28 milliards d'euros de recettes dont les principales sont le prélèvement social sur les revenus du patrimoine (pour 8 Md€), le prélèvement social sur les produits de placement (pour 7 Md€), les excédents de la CNAV entre 2000 et 2005 (pour un peu moins de 6 Md€), auxquelles s'ajoutent les produits des licences de téléphonie mobile, les ventes des parts de caisses d'épargne et le produit de privatisations (pour un ensemble de 7 Md€).

Après 2010, il n'a plus d'autre source de financement que le produit de ses placements. Il se voit par ailleurs assigné le transfert d'une partie de ses fonds à la CADES, ainsi qu'au FSV et à l'ACOSS. De 2018 et 2024, il accompagne l'apurement de la dette sociale portée par la CADES, en lui versant 2,1 Md€ chaque année. Une fois préemptées les opérations prévues d'ici 2024, l'actif mobilisable du FRR devrait se monter à environ 15 milliards d'euros (€ 2018) début 2025, ce qui constitue le point de départ de nos simulations d'utilisation de ces fonds<sup>5</sup>.

Dans la suite du document, les montants seront exprimés en euros 2018. Nous utiliserons pour simplifier le terme « intérêts » pour décrire les produits financiers retirés des placements du FRR sur la période de projection, bien que ceux-ci puissent être mixtes (actifs monétaires, titres de dettes ou titres de propriété).

## **1. Scénarios d'utilisation de l'actif du FRR au profit de l'ensemble du système de retraites, entre 2025 et 2070**

Pour ces scénarios, nos simulations s'appuient sur les travaux du COR (voir le rapport annuel de juin 2018), à législation 2018 donnée et en dehors des conséquences possibles – pour le FRR comme pour le système de retraites – de la réforme du système de retraites à venir. En 2025, l'ensemble du système de retraite dégagerait un déficit de l'ordre de 12,2 à 14,2 Md€ (en euros 2018) à comparer aux 15 Md€ d'actifs détenus par le FRR.

Nous supposons (à l'image de ce qui est réalisé dans les projections du COR) que le rendement net des placements est égal au taux de croissance du PIB projeté. Ces rendements s'étagent donc, selon les scénarios économiques du COR, de 1,0 % à 1,8 % (ce qui représente probablement une hypothèse très conservatrice)<sup>6</sup>.

Il est probable que certains de ces scénarios pourraient contraindre le FRR à céder ses actifs les plus rentables en raison d'une mobilisation intensive à court ou moyen terme, ou au contraire permettre d'atteindre des performances supérieures en cas de report d'utilisation dans le temps. Par ailleurs, plus de la moitié des actifs détenus en 2017 sont hors de la zone euro, sans lien direct avec la croissance de l'économie française. C'est la raison pour laquelle nous présentons une variante de rendement réel fixé de manière conventionnelle à 4 % pour les différents scénarios de croissance de la productivité, en référence à la prime de risque

---

<sup>5</sup> Le FRR prévoit un actif médian de 18 Md€ fin 2024. Notre point de départ (15 Md€) serait l'actif relevant du quartile inférieur des prévisions de performance d'après les études du FRR.

<sup>6</sup> L'hypothèse sous-jacente de l'égalité entre taux de rendement et taux de croissance de l'économie est celle d'une croissance équilibrée, avec partage inchangé de la valeur ajoutée au fil des années. Dans ce schéma simplifié sans incertitude, aucune prime de risque ne différencie le rendement du capital de celui du travail.

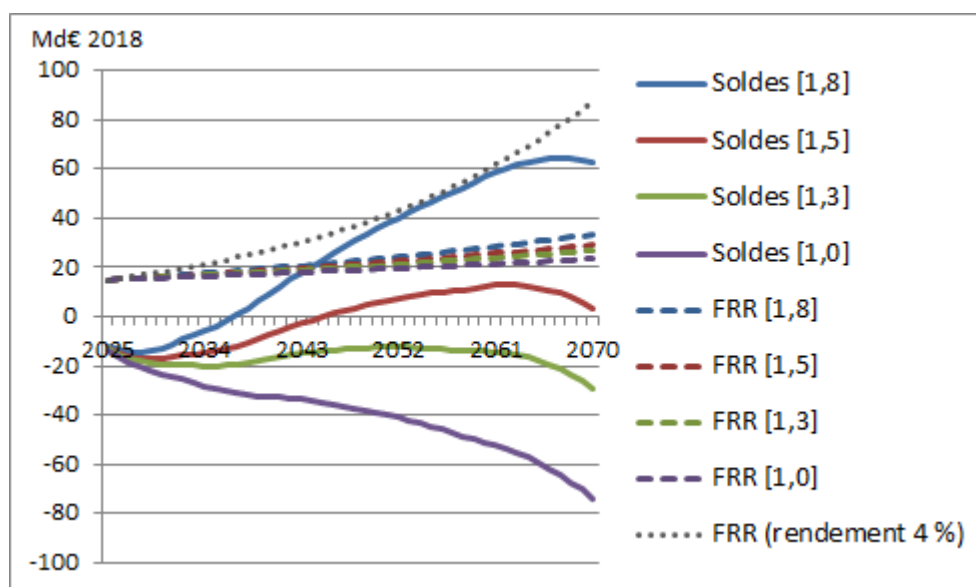
plausible sur le rendement des actions. En effet, même si la gestion de l'allocation des fonds reposait en 2017 majoritairement sur des obligations, les actions représentaient 43 % des allocations de portefeuille. Cette part d'actions a participé aux performances nettes assez élevées entre 2012 et 2017 (performance cumulée dépassant 50 % sur ces années). La performance moyenne est de 4,4 % depuis juin 2004, ce qui justifie notre choix de rendement réel conventionnel égal à 4 %.

### 1.1. Situation de référence

Dans cette situation qui sert à définir des ordres de grandeur, le FRR continue de bénéficier du rendement de ses placements, sans utilisation de l'actif constitué. À l'horizon 2070, les actifs seraient compris entre 23,5 et 33,5 Md€, selon le scénario économique retenu (voir figure 1.1). Dans la variante de rendement fixe de 4 %, l'actif du fonds atteindrait 87,6 Md€ en 2070.

La figure 1.1 permet également de présenter, en miroir, la situation financière du système de retraites telle qu'elle ressort des dernières projections du COR. Le système dans son ensemble serait déficitaire dans tous les scénarios économiques entre 2025 et 2036<sup>7</sup>. Dans les scénarios les plus favorables, des excédents apparaissent à partir de 2037 (scénario 1,8 %) ou en 2046 (scénario 1,5 %). Dans les hypothèses de croissance à 1 % ou 1,3 % et sans réformes supplémentaires, les besoins de financement du système de retraites seraient au maximum de 29 Md€ ou 74 Md€ respectivement.

**Figure 1.1. Soldes du système et réserves du FRR sans utilisation des fonds de 2025 à 2070**



Source : calculs SG-COR.

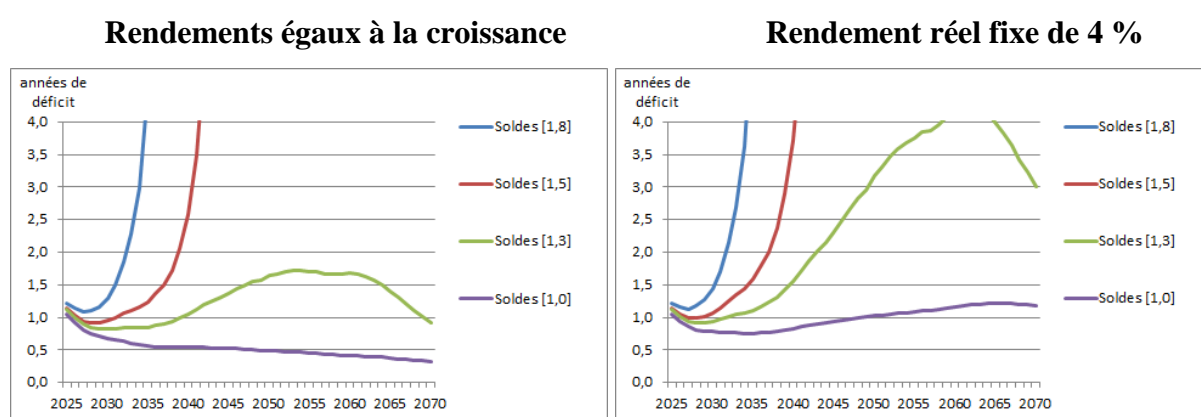
Note : pour les 4 scénarios 1,0 à 1,8, le rendement est supposé égal au taux de croissance du PIB, ou à 4 % par an dans la variante.

<sup>7</sup> Les soldes présentés sont très dépendants de la convention retenue pour la contribution de l'État au système de retraites. Les résultats sont ici présentés avec la convention COR : l'hypothèse conventionnelle retenue consiste à exprimer les contributions ou subventions publiques la dernière année connue, ici 2017, sous la forme d'un taux de cotisation ou de subvention, taux qui est ensuite supposé constant sur toute la période de projection.

### 1.2. Hypothèse « 1 » : utilisation des réserves du FRR pour couvrir la totalité du déficit du système de retraites.

Il s'agit dans ce cas de rapprocher l'actif du fonds aux déficits annuels du système de retraites, à partir d'une date donnée, dans l'hypothèse d'utiliser totalement l'actif du FRR. Comme le montre la figure 1.2, les fonds correspondraient à un peu plus d'une année de déficit en 2025. Une fois choisie l'année d'utilisation du FRR, le point de la courbe correspondant à cette année donne la durée d'annulation des déficits successifs à compter de la date choisie. Autour de 2070 et pour le scénario à 1 %, l'utilisation hypothétique du FRR pour annuler le déficit du système de retraite couvrirait moins de 6 mois de besoin de financement (ou un peu plus d'un an dans la variante de rendements réels de 4 %), malgré le rendement généré par les placements entre 2025 et l'année d'utilisation massive des fonds rémanents.

**Figure 1.2. Déficits du système de retraites rapportés à l'actif du FRR, en années**



Source : calculs SG-COR.

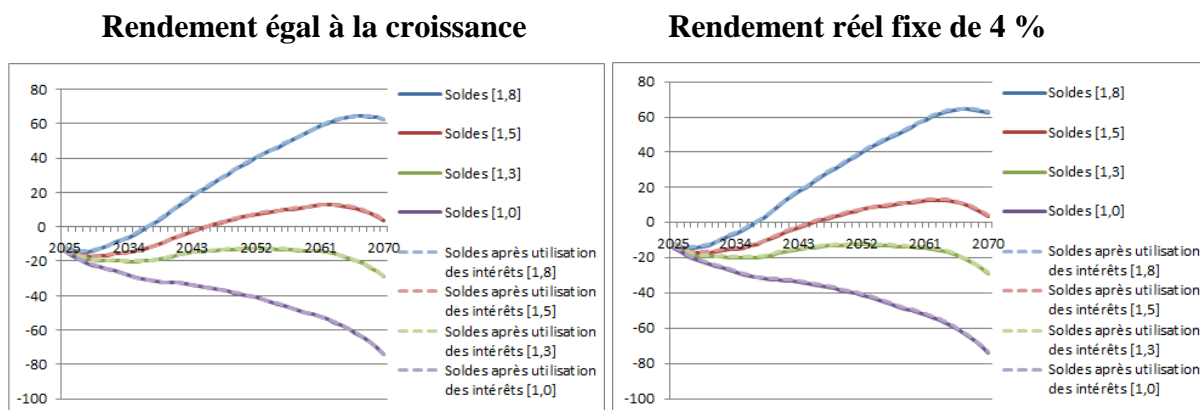
Note : dans les hypothèses économiques les plus favorables (1,8 % et 1,5 %), le solde du système de retraites est positif à partir de 2037 (2047 respectivement) et ne nécessite plus d'action de couverture ou de lissage des déficits par le FRR. L'apport potentiel du FRR pour la ou les dernières années de déficits devenant très grand, certains points ont été gommés pour faciliter la lisibilité du graphique.

Lecture : En 2039, l'actif du FRR correspondrait à environ 2 années de déficit du système de retraite dans l'hypothèse d'une croissance de 1,5 %.

### 1.3. Hypothèse « 2 » : utilisation des seuls intérêts du FRR

Dans ce scénario, nous supposons que l'actif du FRR atteint en 2025 est préservé en euros constants et reste à son niveau de 15 Md€ tout au long de la projection. Seuls les revenus générés par les placements sont utilisés pour financer une partie des déficits du système. La figure 1.3 illustre le faible impact de l'utilisation, année après année, des seuls revenus des placements.

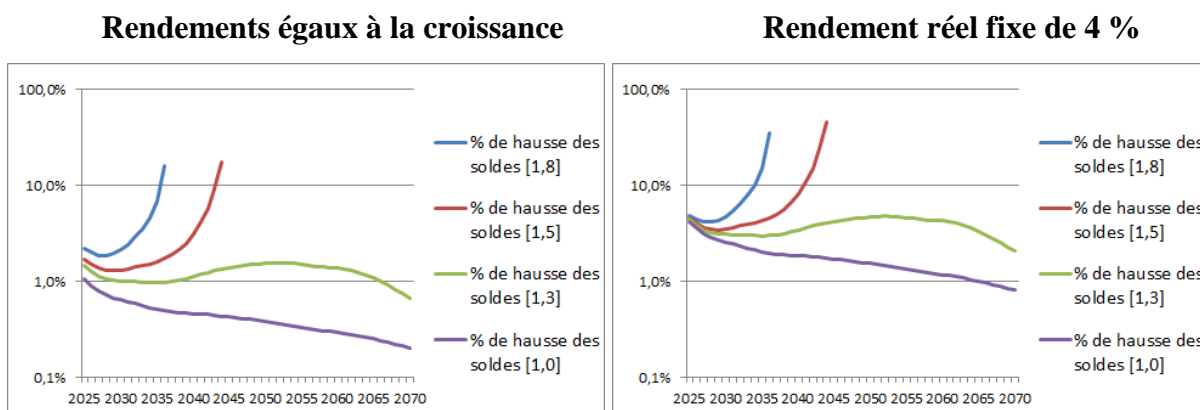
**Figure 1.3. Soldes du système (en Md€ 2018) avec utilisation des seuls revenus des placements du fonds de 2025 à 2070 (actif du FRR maintenu à sa valeur 2025)**



Source : calculs SG-COR

Les soldes du système de retraites seraient très peu modifiés par cette opération. En effet, dans l'hypothèse d'une conservation de l'actif en euros constants, les revenus issus des placements seraient compris entre 150 et 270 M€, jusqu'à 600 M€ pour la variante de rendement fixe de 4 %, ce qui reste faible en comparaison des déficits du système. Sur l'ensemble de la période de projection, l'apport moyen de l'ensemble des revenus des placements rapporté à la somme des déficits serait de 1,3 % dans les 4 scénarios (et de 3,7 % dans la variante de rendements à 4 %). Au-delà de cet apport moyen, les parts sont différentes d'une année à l'autre comme illustré par la figure 1.4.

**Figure 1.4. Part des déficits du système de retraites amortis en stabilisant l'actif du FRR**



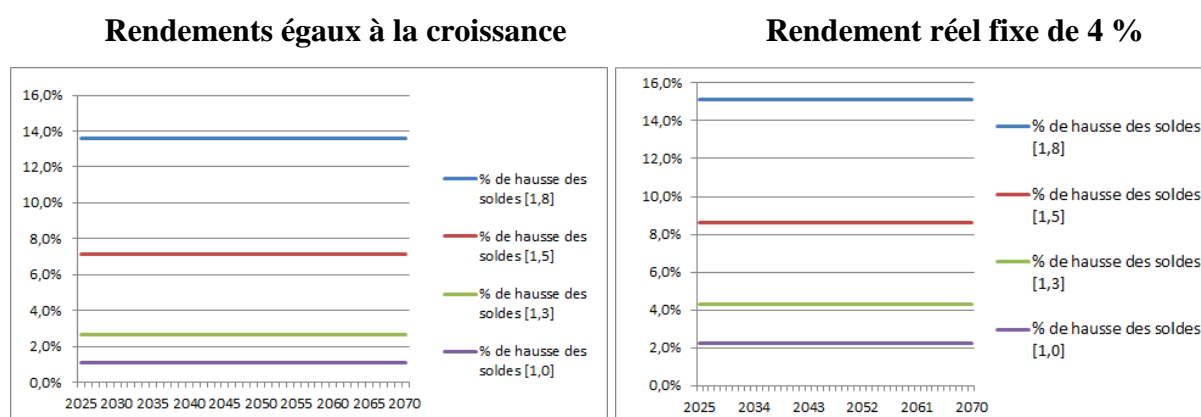
Source : calculs SG-COR

Note : échelle verticale logarithmique car les déficits des deux scénarios les plus favorables s'annulent graduellement : le ratio des revenus des placements rapporté à de faibles déficits devient alors très important.  
Lecture : dans l'hypothèse d'une croissance de 1,3 %, l'utilisation des seuls revenus des placements du FRR couvrirait 1 % des déficits du système en 2030 (2 % des déficits en supposant un rendement réel de 4 %).

1.4. Hypothèse « 3 » : extinction du FRR en 2070 afin de résorber une part constante des déficits du système de retraites sur la période de projection.

L'actif y compris revenus des placements pourrait être utilisé pour alléger une part constante des déficits encourus par le système de retraites entre 2025 et 2070, dans l'hypothèse que cette utilisation annule l'actif au moment où le système n'est plus déficitaire, et au plus tard en 2070. En optimisant ainsi l'utilisation des fonds et pour les 3 scénarios économiques les plus bas, l'apport du FRR diminuerait de 1,1 % (scénario 1 %) et 2,7 % (scénario 1,3 %) les déficits du système de retraite, et jusque 13,6 % dans l'hypothèse de 1,8 % de croissance. Dans la variante à rendement constant de 4 %, ces apports relatifs constants seraient respectivement de 2,2 %, 4,3 % et 15,2 %.

**Figure 1.5. Part des déficits du système de retraites amortis de façon constante chaque année en supposant le FRR éteint en 2070**

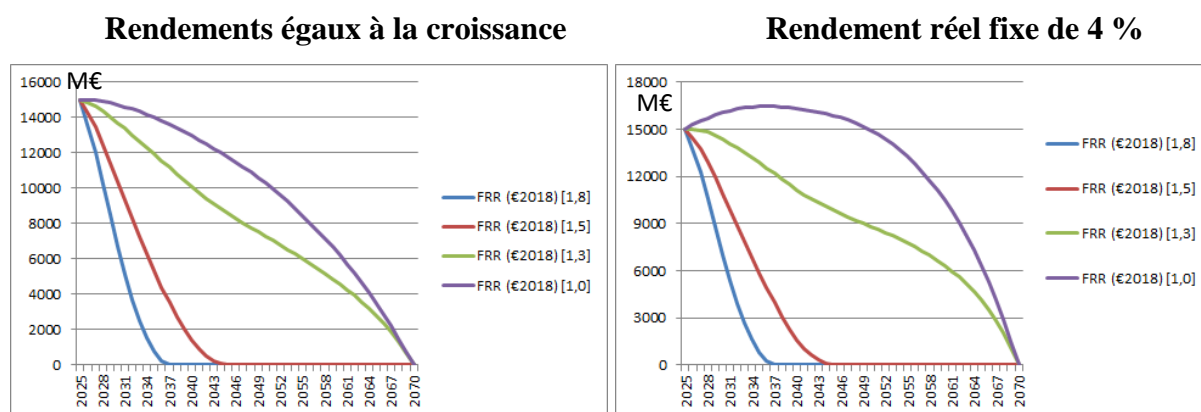


Source : calculs SG-COR

L'actif du FRR aurait dans ce cas un profil décroissant, décrit par la figure 1.6. Les réserves sont davantage préservées en début de période dans les scénarios de plus faible croissance car l'hypothèse d'un apport relatif constant limite cet apport à des taux faibles pour ces scénarios économiques moins favorables, comme illustré par la figure 1.5. Dans l'hypothèse d'une croissance économique de 1,0 % et de taux de rendement des placements de 4 %, l'actif se maintiendrait au-dessus de son niveau initial jusqu'en 2050, pour une utilisation annuelle correspondant à une baisse de 2 % des déficits du système de retraites sur toute la période projetée.



**Figure 1.6. Actif du FRR (en M€ 2018) dans l'hypothèse d'une réduction relative constante des déficits du système de retraites et d'une fermeture du fonds en 2070**

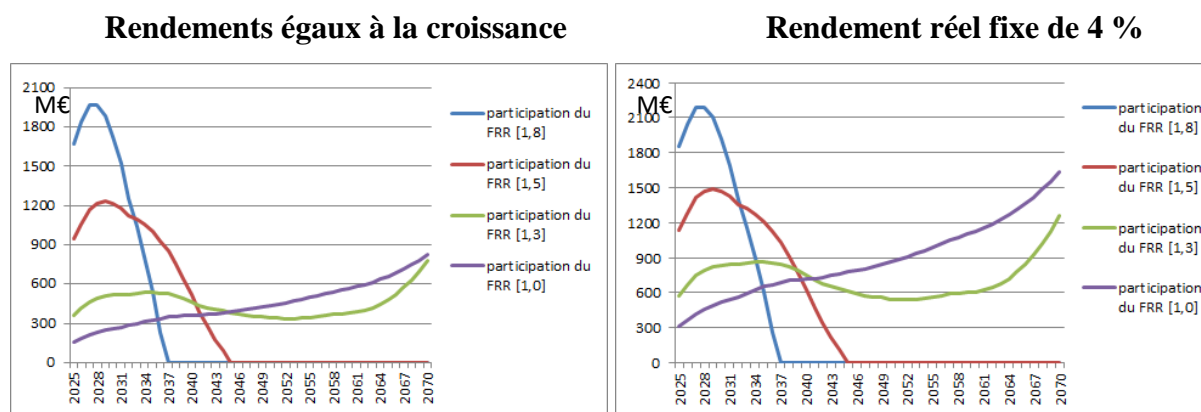


Source : calculs SG-COR

Note : réserves plus faibles dans le scénario économique le plus favorable en raison d'une utilisation plus massive chaque année des fonds avant extinction en 2070 et d'un déficit du système maintenu sous les 20 Md€.

Ces transferts annuels au profit du système de retraites seraient compris entre 0,3 Md€ et 0,8 Md€ entre 2040 et 2070 dans l'hypothèse d'une croissance de 1,0 ou 1,3 % par an, comme illustré par la figure 1.7. Dans la variante de rendements à 4 % et pour ces mêmes scénarios économiques, ils seraient compris entre 1,2 Md€ et 1,7 Md€ en 2070.

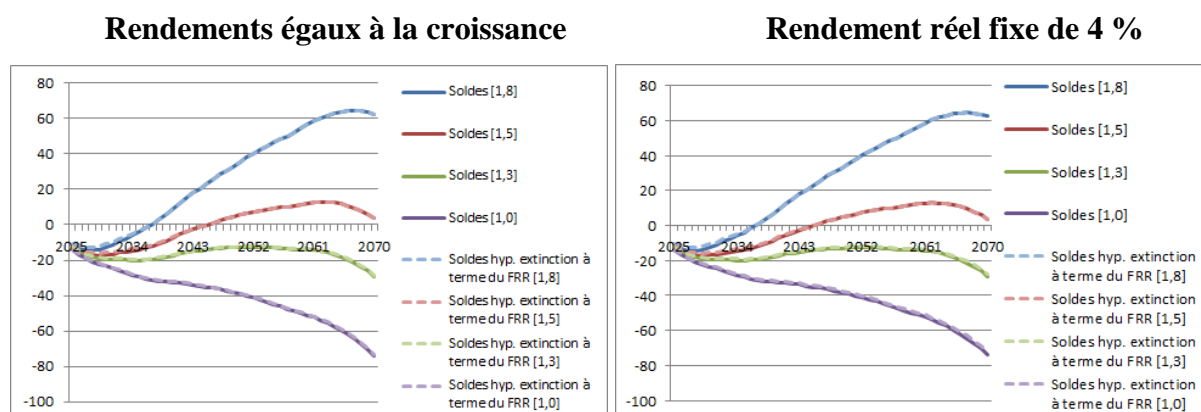
**Figure 1.7. Montants (M€ 2018) transférés annuellement pour une réduction relative constante des déficits du système de retraites et d'une fermeture du fonds en 2070**



Source : calculs SG-COR

L'hypothèse de fermeture du FRR en 2070 est à mettre en perspective avec l'horizon temporel des projections du COR (calé sur celui des projections démographiques 2016 de l'INSEE). À cet horizon, les déficits du système de retraites ne sont pas en voie de résolution dans les différents scénarios économiques. Le choix de cet intervalle est donc critiquable : dès 2071, les comptes du système de retraites ne bénéficieraient plus de cet apport supérieur à 1 Md€ chaque année vers 2070, et resteraient conséquents ensuite – compris entre 0,1 % et 0,8 % du PIB 2070 pour ce seul régime (voir figure 1.8).

**Figure 1.8. Soldes du système de retraites (en Md€ 2018) dans l'hypothèse d'une réduction relative constante de ses déficits et d'une fermeture du fonds en 2070**



Source : calculs SG-COR

Que ce soit dans le cas d'une utilisation des seuls intérêts générés par les placements du FRR ou d'une part constante des déficits du système de retraites, les montants transférés annuellement resteraient mineurs en comparaison des besoins de financement projetés. Ce n'est que dans l'hypothèse d'une croissance forte (1,8 %), donc d'un déficit présent uniquement entre les années 2025 et 2036, que le FRR parvient à alléger d'une fraction proche de 15 % ces déficits. Dans les hypothèses les moins favorables l'actif permet de couvrir 1 % des besoins de financement annuels.

## 2. Scénarios d'utilisation de l'actif du FRR au profit des régimes alignés (CNAV, MSA salariés, RSI) et du FSV, entre 2025 et 2070

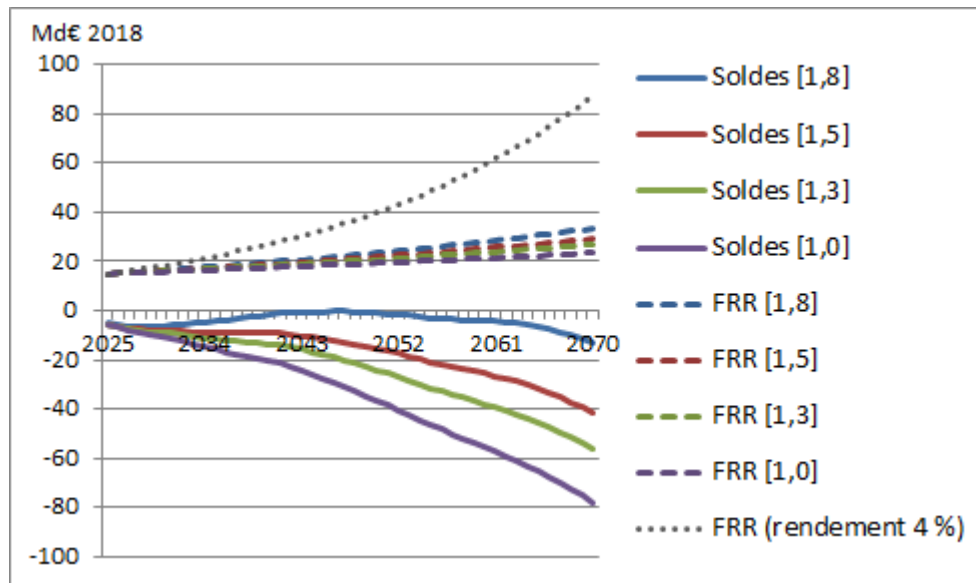
Nous nous restreignons dans cette seconde partie à imaginer des scénarios de transferts au profit de la CNAV (après incorporation dans ses comptes de la MSA et du RSI) et du FSV regroupés, afin de respecter la cible initialement prévue pour le fonds de lissage. En 2025 cet ensemble serait déficitaire pour des montants allant de 5,3 Md€ à 6 Md€ (en euros 2018) selon les hypothèses économiques, à comparer aux 15 Md€ du fonds.

Dans cette seconde partie, les figures sont similaires à celles de la partie consacrée à l'utilisation du FRR pour le système de retraites dans son ensemble : les commentaires de la première partie sont quasiment inchangés malgré des besoins de financement plus prégnants pour les régimes alignés et le FSV sur la période de projection.

### 2.1. Situation de référence

Le graphique suivant représente la situation financière de l'ensemble CNAV+FSV dans les projections du COR, déficitaire dans tous les scénarios économiques sur toutes les années de projection. Les besoins de financement CNAV+FSV resteraient inférieurs à 14 Md€ dans l'hypothèse la plus favorable, allant jusque 78 Md€ dans le scénario économique à 1 %.

**Figure 2.1. Soldes CNAV+FSV et réserves du FRR sans utilisation des fonds de 2025 à 2070**



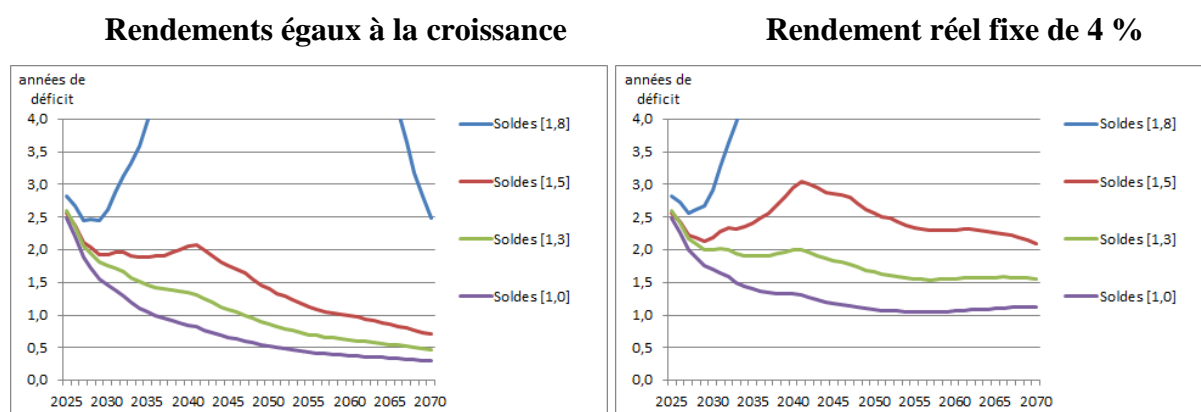
Source : calculs SG-COR.

Note : pour les 4 scénarios 1,0 à 1,8 le rendement est supposé égal au taux de croissance du PIB, ou à 4 % par an dans la variante.

## 2.2. Hypothèse « 1 » : utilisation des réserves du FRR pour couvrir la totalité du déficit CNAV+FSV.

Comme le montre la figure 2.2, les fonds correspondraient à un peu plus de 2,5 années de déficit en 2025. Autour de 2070 et pour le scénario à 1 %, l'utilisation hypothétique du FRR pour annuler le déficit CNAV+FSV couvrirait moins de 4 mois de besoin de financement (ou un peu plus d'un an dans la variante de rendements réels de 4 %), malgré le rendement généré par les placements entre 2025 et l'année d'utilisation massive des fonds rémanents.

**Figure 2.2. Déficits CNAV+FSV rapportés à l'actif du FRR, en années**



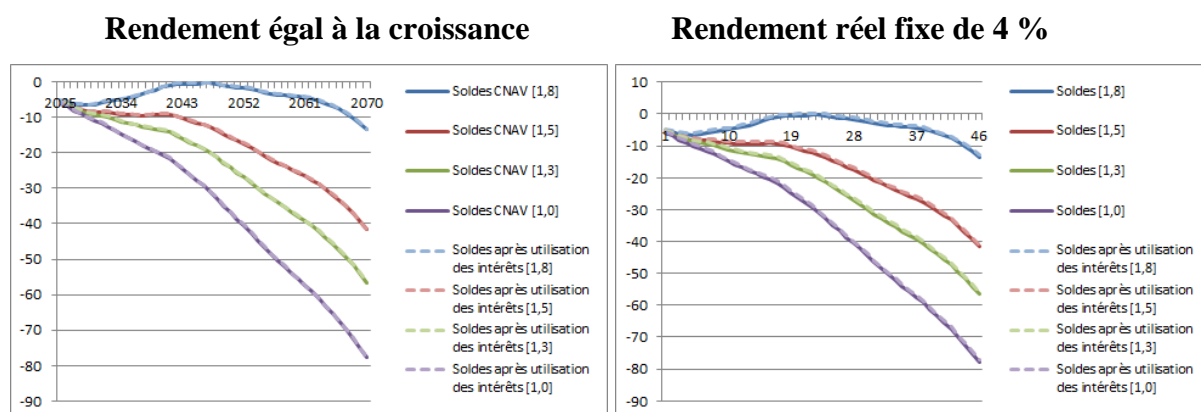
Source : calculs SG-COR.

Note : dans le scénario 1,8 %, le solde CNAV+FSV est très proche de l'équilibre entre 2040 et 2050. L'apport potentiel du FRR devenant très grand, certains points ont été gommés pour faciliter la lisibilité du graphique.  
Lecture : En 2047, le FRR pourrait combler 1 année de déficit CNAV + FSV dans l'hypothèse d'une croissance de 1,3 %.

### 2.3. Hypothèse « 2 » : utilisation des seuls intérêts du FRR

Dans ce scénario, nous supposons que l'actif du FRR atteint en 2025 est préservé en euros constants et reste à son niveau de 15 Md€ tout au long de la projection. Seuls les revenus générés par les placements sont utilisés pour financer une partie des déficits CNAV + FSV.

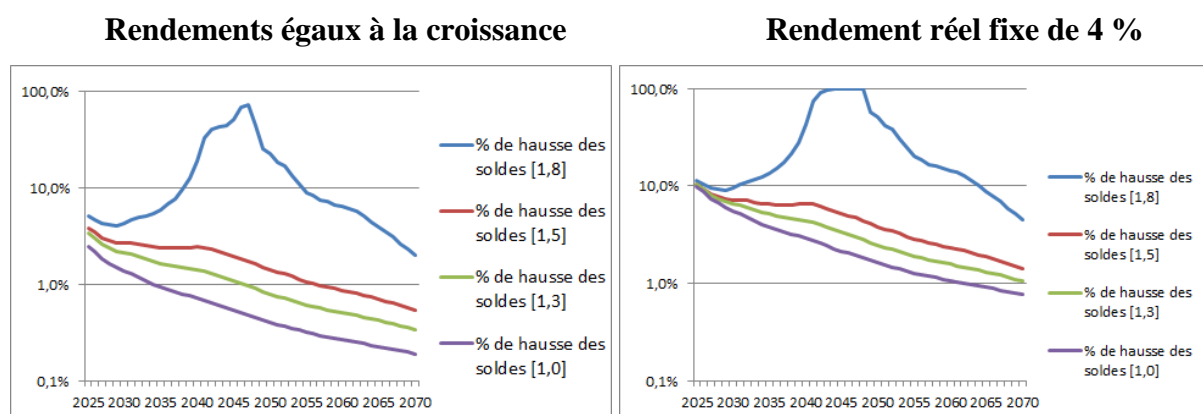
**Figure 2.3. Soldes CNAV+FSV (en M€ 2018) avec utilisation des seuls revenus des placements du fonds de 2025 à 2070 (actif du FRR maintenu à sa valeur 2025)**



Source : calculs SG-COR

Les soldes CNAV+FSV seraient encore moins modifiés par cette opération que ceux portant sur le système de retraite, hormis pour le scénario 1 % relativement comparable. Les revenus issus des placements seraient identiques à ceux évoqués en partie 1.3 (compris entre 150 M€ pour le scénario 1 % et 600 M€ pour la variante de rendement fixe de 4 %), toujours faibles en comparaison des déficits CNAV. Sur l'ensemble de la période de projection, l'apport relatif moyen serait de 1,0 % dans les 4 scénarios (et de 2,9 % dans la variante de rendements à 4 %), légèrement inférieurs à ceux visant à modérer les déficits de l'ensemble du système.

**Figure 2.4. Part des déficits CNAV + FSV amortis en stabilisant l'actif du FRR**



Source : calculs SG-COR

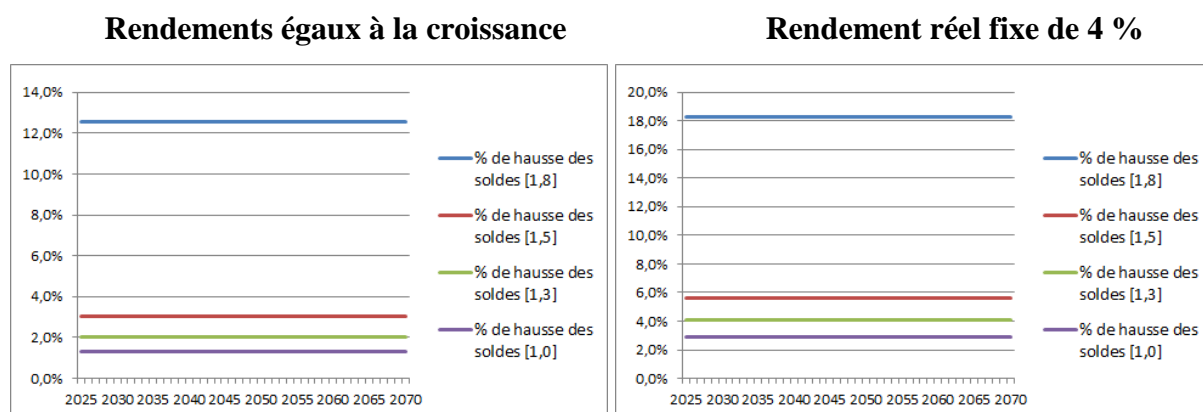
Note : échelle verticale logarithmique.

Lecture : dans l'hypothèse d'une croissance de 1,0 %, l'utilisation des seuls revenus des placements du FRR couvrirait 1 % des déficits CNAV+FSV en 2047 (2 % des déficits en supposant un rendement réel de 4 %).

**2.4. Hypothèse « 3 » : extinction du FRR en 2070 afin de résorber une part constante des déficits CNAV+FSV sur la période de projection.**

À nouveau, dans l'hypothèse où l'actif du FRR est utilisé pour une part fixe des déficits CNAV+FSV, l'apport du fonds diminuerait de seulement 1,3 % (scénario 1 %) ou 2,0 % (scénario 1,3 %) des déficits CNAV + FSV, ou jusque 12,6 % des déficits dans l'hypothèse de 1,8 % de croissance. Dans la variante à rendement constant de 4 %, ces apports relatifs constants seraient respectivement de 2,9 %, 4,1 % et 18,3 %.

**Figure 2.5. Part des déficits CNAV + FSV amortis de façon constante chaque année en supposant le FRR éteint en 2070**

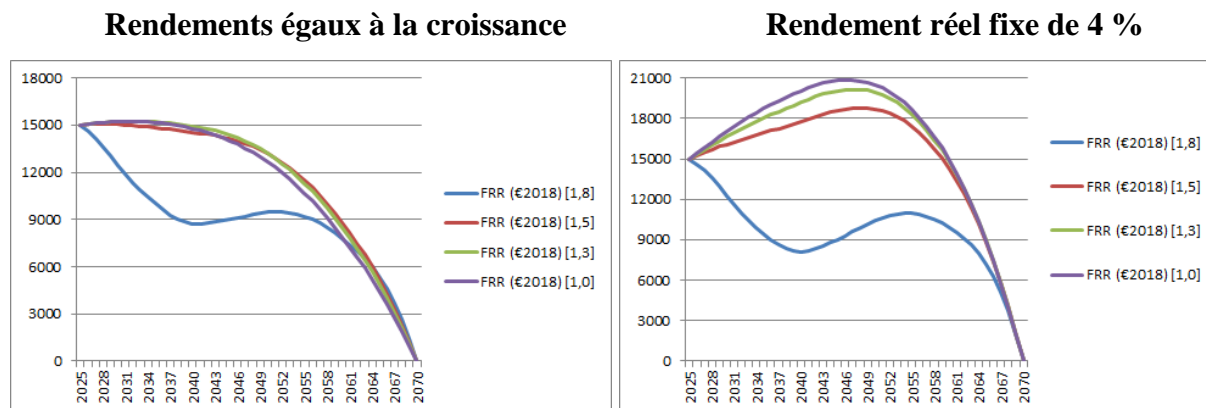


Source : calculs SG-COR

L'évolution de l'actif du FRR est décrite par la figure 2.6. Une fois encore, les réserves sont davantage préservées dans les scénarios de plus faible croissance car l'hypothèse d'un apport relatif constant limite cet apport à des taux faibles pour ces scénarios économiques moins favorables, comme illustré précédemment par la figure 2.5. Dans l'hypothèse d'une croissance économique de 1,0 % et de taux de rendement des placements de 4 %, l'actif

monterait jusque 21 Md€ en 2047 avant de décroître, pour une utilisation annuelle de presque 3 % des déficits CNAV+FSV sur toute la période projetée.

**Figure 2.6. Actif du FRR (en M€ 2018) dans l'hypothèse d'une réduction relative constante des déficits CNAV + FSV et d'une fermeture du fonds en 2070**

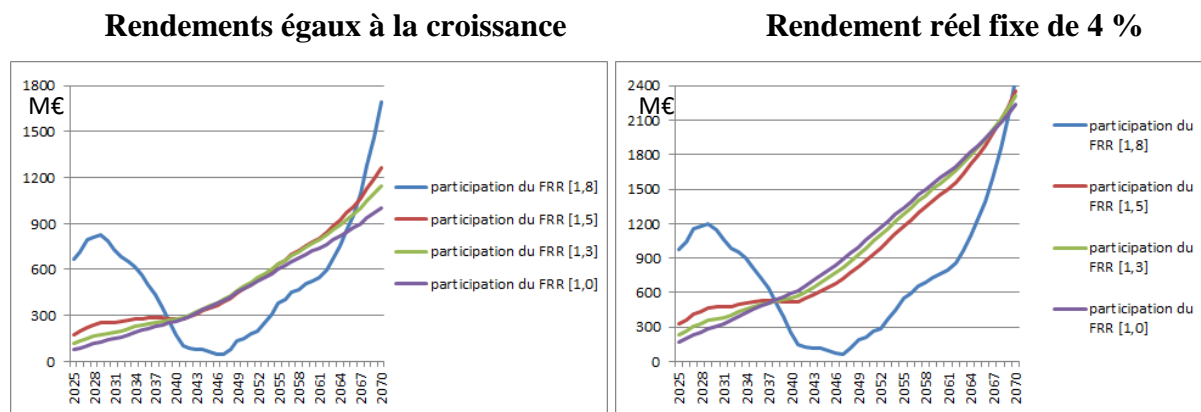


Source : calculs SG-COR

Note : réserves plus faibles dans le scénario économique le plus favorable en raison d'une utilisation plus massive chaque année des fonds avant extinction en 2070 et d'un déficit CNAV maintenu sous les 14 Md€.

Ces transferts annuels au profit de la CNAV seraient compris entre 0,3 Md€ et 1,2 Md€ entre 2040 et 2070, comme illustré par la figure 2.7. Dans la variante de rendements à 4 %, ils seraient de l'ordre de 2,2 Md€ à terme, après 2065.

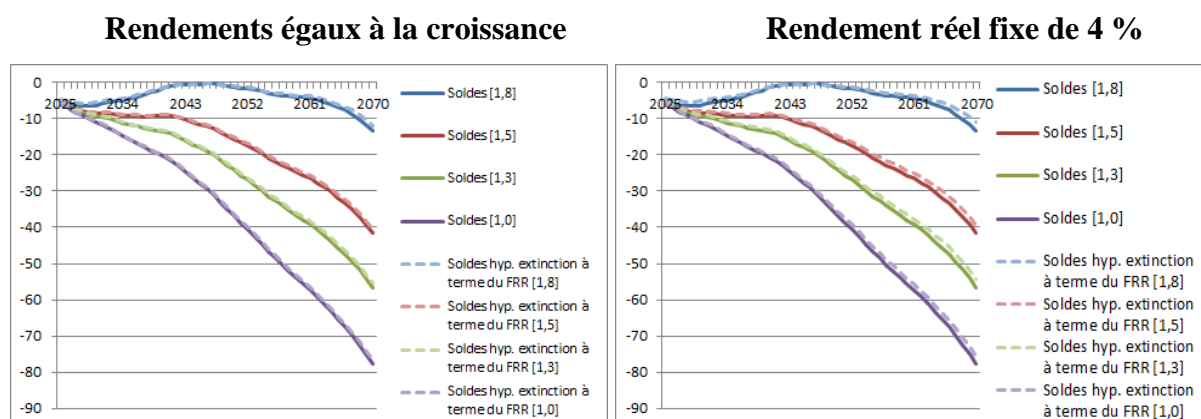
**Figure 2.7. Montants (M€ 2018) transférés annuellement pour une réduction relative constante des déficits CNAV+FSV et d'une fermeture du fonds en 2070**



Source : calculs SG-COR

LA CNAV et le FSV regroupés bénéficieraient d'un apport supérieur à 1 Md€ chaque année vers 2070 mais leurs déficits resteraient supérieurs à 10 Md€ dans le meilleur des scénarios économiques envisagés (voir figure 2.8).

**Figure 2.8. Soldes CNAV+FSV (en M€ 2018) dans l'hypothèse d'une réduction relative constante des déficits CNAV et d'une fermeture du fonds en 2070**



Source : calculs SG-COR

Le constat porté par la première partie est maintenu dans le cas d'une utilisation restreinte aux régimes alignés et au FSV. Dans les hypothèses les moins favorables, l'actif permet seulement de couvrir 1,3 % des besoins de financement annuels de la CNAV et du FSV.

## Conclusion

Considérant la portée relativement faible des différents scénarios d'utilisation du FRR, celui-ci apparaît assez largement sous-dimensionné face aux déficits restant à couvrir, que ce soit pour l'ensemble du système de retraite, ou seulement pour les régimes alignés et le FSV. Ce résultat n'est pas surprenant suite à la suppression des abondements au fonds en 2011 et l'utilisation de ses réserves pour l'amortissement de la dette sociale logée à la CADES.

Privé d'objectifs clairs de décaissements à partir de 2025, il est essentiel d'assigner rapidement au FRR une stratégie claire et un horizon de placement afin d'optimiser la politique de placement de ses actifs. Cette clarification passe par l'élaboration d'une doctrine d'utilisation de ces sommes, voire d'une programmation d'éventuels futurs décaissements et plaide surtout pour éviter tout décaissement non anticipé.