

Questions retraite

Document de travail de la Branche Retraites de la Caisse des dépôts et consignations n° 99 - 19
Contact : Laurent Vernière ☎ 01 40 49 89 55 — Réalisation : Direction de la Communication Juin 99

Le rôle du fonds de réserves aux États-Unis et les propositions de réforme de la Social Security.

dossier préparé par Laurent Vernière

Pour bien marquer l'importance qu'il accorde à ce domaine, le Président Clinton a commencé son discours sur l'État de l'Union, prononcé en janvier 1999, par l'annonce de diverses mesures destinées à sauvegarder la *Social Security*¹, le régime de retraite et d'invalidité de base, fonctionnant en répartition et couvrant la presque totalité de la population active. Cette décision fait suite à un intense débat académique et politique ouvert depuis la publication en 1996 du rapport de l'Advisory Council on Social Security, instance chargée d'examiner les perspectives à très long terme du régime de retraite et de proposer des réformes susceptibles de restaurer l'équilibre actuariel. En l'absence de consensus, trois scénarios contrastés avaient été proposés², traduisant de profondes divergences entre les membres de l'Advisory Council à la fois sur les objectifs assignés au régime de retraite et sur l'impact du système de retraite sur l'économie.

Schématiquement, deux écoles s'opposaient, l'une prônant la « privatisation » du régime de retraite, c'est-à-dire l'abandon de la technique de la répartition et le passage à la capitalisation par la création de comptes individuels destinés à recevoir les cotisations retraite, l'autre cherchant à préserver le système actuel en modifiant les conditions d'acquisition et de liquidation des droits à la retraite et en autorisant la diversification des placements du fonds de réserves (Trust Fund)

afin d'en accroître la rentabilité financière. Cette diversification devait reposer essentiellement sur le placement d'une fraction des réserves sur le marché boursier afin de bénéficier des rendements plus élevés des actions sur longue période.

Depuis quatre ans, les différents acteurs politiques, économiques et académiques ont multiplié les analyses, les propositions et les prises de position en faveur de l'une ou l'autre des solutions préconisées pour rendre viable à long terme la *Social Security*. Les deux Chambres, la Chambre des Représentants et le Sénat, ont été particulièrement actives par l'intermédiaire de leurs différents comités pour auditionner nombre de spécialistes et d'experts sur les différents aspects des réformes proposées. Le monde académique a été souvent sollicité pour apporter et développer sa capacité d'analyse, avec un intérêt marqué pour les conséquences en termes de

LES NOUVEAUTÉS SUR DANTE LE SITE INTERNET DE LA BRANCHE RETRAITES

Observatoire des débats parlementaires, recueil hebdomadaire des textes et analyses, observatoire des fonds de pension, revue de presse et analyse bimensuelle, monographie des régimes de retraite publique en Europe, comparaison des dispositifs, risques professionnels, simulation de calcul des pensions.

Dante présente également des études et des informations sur la retraite et l'indemnisation des risques professionnels pour les employeurs, les affiliés et les retraités de la CNRACL, de l'IRCANTEC et de FONPEL.

Vous pouvez aussi télécharger "Questions Retraite" à partir du site.

Son adresse :
www.caissedesdepots.fr/dante

¹ La « *Social Security* » est officiellement connue sous le nom de *Old-Age, Survivors and Disability Insurance (OASDI)*, régime qui couvre les risques vieillesse (*Old-Age and Survivors Insurance* ou *OASI*) et invalidité (*Disability Insurance* ou *DI*).

² Cf. *Questions Retraite* n° 97-01 « Sécurité Sociale aux États-Unis. Le débat sur la privatisation ». Laurent Vernière.

partage intergénérationnel des risques d'une gestion financière active du fonds de réserves. Enfin, de multiples réunions publiques ont été organisées à travers le pays afin d'informer et de sensibiliser l'opinion publique.

Les annonces de la Présidence sont à ce stade sommaires dans leur énoncé en ce sens que ce sont plutôt des orientations cherchant à tracer une ligne médiane entre les multiples propositions de sauvegarde de la *Social Security*. Dans un premier temps, le Président Clinton a confirmé pour le prochain siècle le principe du maintien de la *Social Security* dans sa fonction de régime par répartition, collectif, obligatoire et redistributif en faveur des faibles salaires et des invalides. En second lieu, les décisions reposent sur l'utilisation des excédents budgétaires attendus au cours des quinze prochaines années. Il est proposé d'affecter 62 % des excédents budgétaires au fonds de réserves et d'investir 20 % des sommes affectées sur les marchés financiers privés afin d'en accroître le rendement financier. Ces mesures seraient suffisantes pour maintenir la viabilité du régime jusqu'en 2055. Par ailleurs, 12 % des excédents budgétaires seraient consacrés à l'abondement de comptes d'épargne-retraite individuels (« *USA Accounts* »), comptes

créés afin d'encourager l'effort d'épargne individuel en vue de la retraite et d'accroître ultérieurement les revenus de ceux des retraités qui n'ont accès qu'au régime de base. Au total, près des trois quarts des excédents budgétaires seraient affectés à la préservation et à la consolidation du système de retraite actuel.

Ces propositions apparaissent au premier abord comme une solution de contournement du problème de financement des retraites puisqu'elles reposent sur un apport financier extérieur, les excédents budgétaires, et sur un double pari, la pérennité de ces excédents au cours des quinze prochaines années et la bonne santé des marchés financiers. Elles posent également un problème d'interprétation puisque les excédents budgétaires alloués à la *Social Security* sont ceux du budget fédéral unifié, c'est-à-dire qu'ils comptabilisent déjà les excédents attendus de l'*OASDI*. Les commentateurs ont ainsi fait aux propositions présidentielles un reproche de « double compte », c'est-à-dire d'utiliser deux fois le même excédent.

On remarque cependant que l'existence d'un fonds de réserves est un atout pour la gestion à long terme du régime de retraite. Il constitue en effet un instrument supplémentaire, à côté des taux de cotisation, des taux de liqui-

dation des pensions et de l'âge de départ à la retraite, pour réguler le régime de retraite sur longue période lorsque doivent se produire des ruptures liés aux chocs démographiques. De ce point de vue, les propositions du Président américain peuvent s'interpréter différemment : elles consistent à transférer au fonds de réserves une partie d'une composante de l'épargne nationale, les excédents budgétaires. Ce faisant, elles ajoutent une réponse supplémentaire aux questions récurrentes concernant les utilisations possibles d'excédents budgétaires, à savoir les diminutions d'impôts et/ou l'augmentation des dépenses budgétaires, la réduction de la dette publique. C'est pourquoi il apparaît utile d'analyser l'expérience américaine au moment où la France s'engage à mettre en place un fonds de réserves. Après avoir présenté les principales caractéristiques de la *Social Security*, on s'intéressera au contenu du plan Clinton et au rôle joué par le fonds de réserves.

Les principales évolutions de la Social Security depuis 1975

La *Social Security* a été créée en 1935 et a versé ses premières prestations en 1938. Dès l'origine, elle a dégagé des excédents alimen-

tant un fonds de réserves qui a représenté de 3 à 5 points de PIB entre 1945 à 1975. Bien que ses initiateurs aient eu l'ambition, lors de sa création, de préfinancer en totalité les engagements, les circonstances les ont rapidement conduit à adopter la technique de la répartition en raison de la volonté, commune dans de nombreux pays, d'améliorer la situation des retraités au sortir de la seconde guerre mondiale. Les réserves, quoiqu'importantes, avaient une fonction d'épargne de

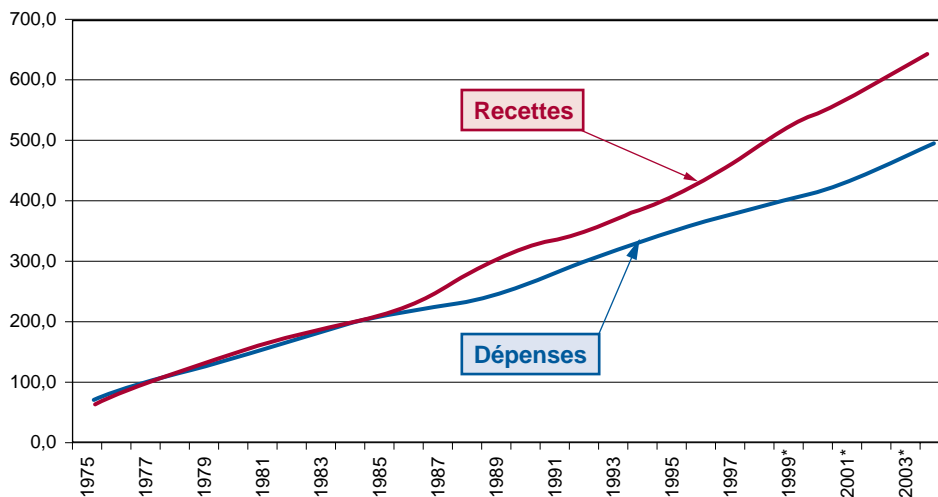
sécurité. À partir de 1976, à la suite d'améliorations successives de la législation, la situation du régime s'est dégradée avec 7 années consécutives de déficit au point qu'en 1982, le fonds de réserves était quasiment épuisé. La réforme de 1983 a rétabli la situation financière avec la décision de constituer un fonds de réserves permettant de préfinancer une fraction des engagements en faveur des générations du baby boom. Depuis la réforme de 1983, l'OASDI enregistre des excédents

croissants qui grossissent le fonds de réserves. Pour l'année fiscale 1998, le surplus est de l'ordre de 100 milliards de dollars et, selon l'OMB, il atteindrait 158 milliards de dollars en 2004. Le fonds de réserves représente 8,7 points de PIB en 1998 et s'élèverait à 14,5 points de PIB en 2004.

Cette accumulation rapide de réserves devrait toutefois prochainement s'interrompre. Selon les dernières projections à 75 ans réalisées par l'OASDI³, le régime

Dépenses et recettes de l'OASDI

En milliards de dollars



Source : Office of Management and Budget (OMB), Loi de finances pour l'année fiscale 2000. Les données sont relatives aux années fiscales. Jusqu'en 1976, l'année fiscale commençait le 1^{er} juillet. Depuis 1977, l'année fiscale débute le 1^{er} octobre. Les années 1999* à 2004* sont prévisionnelles.

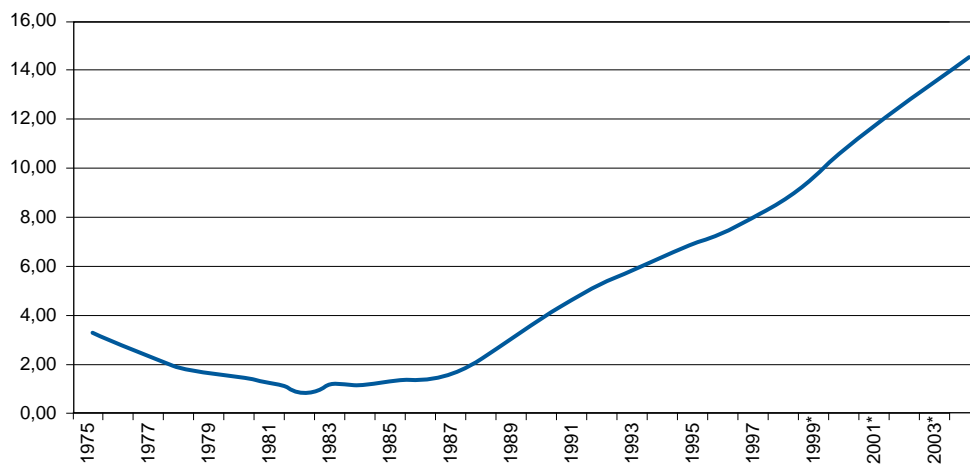
devrait renouer avec les déficits à partir de 2012 et le fonds de réserves serait épuisé en 2032.

Après avoir atteint un maximum vers 2015 (15,7 points de PIB), le fonds de réserves serait épuisé en

20 ans. C'est cette situation financière qui a motivé le débat autour de la réforme de la Social Security.

³ Rapport 1998. The Board of Trustees, Federal Old-Age and Survivors Insurance and Disability Insurance Trust Funds.

Fonds de réserves en % du PIB



Source : Office of Management and Budget (OMB), Loi de finances pour l'année fiscale 2000. Les années 1999 à 2004 sont prévisionnelles.

2 La politique d'investissement du fonds de réserves

La gestion financière du fonds de réserves est apparue comme un moyen de détendre les contraintes budgétaires que rencontrera dans le futur le régime. Elle est au cœur de nombreuses propositions de réformes et le projet présenté par le Président Clinton introduit la possibilité d'investir 20 % des excédents budgétaires alloués à la *Social Security* sur les marchés financiers. Cependant avant d'examiner le contenu de ce plan, il est utile de rappeler les principales caractéristiques de la gestion financière actuelle du fonds de réserves de l'OASDI⁴.

2.1. Le rôle principal est tenu par le Trésor américain

Les opérations d'encaissement de cotisations sociales et autres recettes de l'OASDI sont retracées dans un compte séparé auprès du Trésor américain. Ce compte séparé est appelé *Trust Fund*, sur lequel sont tirées les sommes nécessaires au paiement des pensions. La trésorerie disponible est investie en obligations. Il en résulte que, de par la loi, le Secrétaire au Trésor est le seul responsable de la politique d'investissement du *Trust Fund*. Il est tenu d'investir les disponibilités qui ne sont pas nécessaires au paiement immédiat des dépenses courantes.

Les investissements ont pour support les obligations **émises ou garanties** par le Gouvernement Fédéral (garantie portant sur le principal et les intérêts). Ces obligations peuvent être acquises lors de leur émission à leur prix d'émission ou sur le marché au prix du marché. Toutefois, depuis 1960, des « **obligations spéciales** »⁵, émises par le Trésor et achetées exclusivement par les *Trust Funds*, sont l'instrument financier préféré utilisé pour investir la trésorerie et les réserves. Ce sont soit des « certificats de dette » à court terme, soit des obligations à plus long terme.

⁴ Cf. *Social Security Trust Fund Investment Policies and Practices*. Jeffrey Kunkel. Actuarial Note n°142, Janvier 1999, Social Security Administration

⁵ Les « obligations spéciales » sont appelées « *Special Public-Debt Obligations* ».

Ces « obligations spéciales » présentent des caractéristiques particulières. Elles peuvent être remboursées avant leur échéance sans risque de perte de capital pour le Trust Fund (garantie du principal). Ce remboursement ne peut avoir lieu qu'en cas de besoin du Trust Fund pour payer ses dépenses courantes et non pas dans le but de réinvestir afin de bénéficier de taux de rendement plus élevés offerts par d'autres types d'actifs financiers (pas d'arbitrage sur les taux de différentes catégories d'actifs financiers). Le remboursement suit un ordre hiérarchique : sont

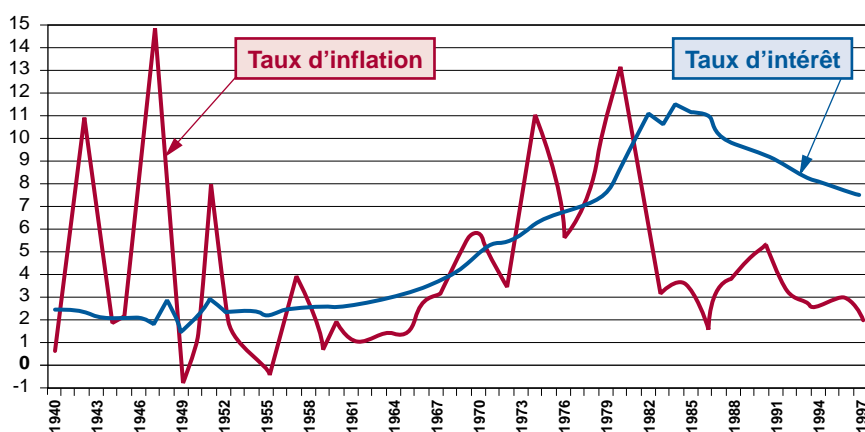
d'abord remboursées les obligations ayant la plus proche échéance, puis parmi celles-ci, celles qui ont le taux d'intérêt le plus faible. Les obligations normales ne peuvent être remboursées avant l'échéance sauf circonstances exceptionnelles.

Les intérêts versés semestriellement créditent le Trust Fund et sont, en règle générale, réinvestis en obligations spéciales. Le taux d'intérêt sur les obligations spéciales est égal au rendement moyen observé du marché de toutes les obligations améri-

caines ayant une échéance supérieure à 4 ans au moment de l'émission des obligations spéciales.

Les obligations spéciales ont des maturités fixées en fonction des besoins du Trust Fund. Elles s'étalent de un à quinze ans avec une échéance toujours fixée le 30 juin. La trésorerie disponible entre deux 30 juin successifs est investie dans des certificats à court terme à échéance le 30 juin suivant. Chaque 30 juin, ces certificats et les obligations arrivant à échéance sont réinvesties dans

Taux d'inflation et taux d'intérêt effectif gagné par l'OASDI



Source : Office of Management and Budget (OMB), Loi de finances pour l'année fiscale 2000.

des obligations spéciales avec des maturités allant de un à quinze ans, avec la règle que les quinze échéances représentent un montant identique. Le graphique précédent présente depuis 1940 le

taux d'intérêt nominal effectif⁶ gagné par l'OASDI et le taux d'inflation mesuré par l'indice des prix à la consommation utilisé pour revaloriser les pensions⁷. On observe que depuis 1982, le

rendement réel est supérieur à quatre points. En 1998, les recettes d'intérêts ont représenté près de 10 % des recettes totales de l'OASDI.

⁶ Le taux d'intérêt effectif dépend de la structure du portefeuille d'obligations spéciales et des règles de remboursement.

⁷ Cf. Effective Annual Interest Rates Earned by the OASI and DI Trust Funds, 1946-96. Jeffrey Kunkel. Actuarial Note n° 138, Octobre 1997, Social Security Administration.

2.2. Les principes d'investissement du Trust Fund

Les modalités de la politique d'investissement du *Trust Fund* résultant de plus d'un demi-siècle de pratique légale et administrative ont progressivement institué trois grands principes :

- un premier principe de **non intervention** dans l'économie privée et sur les marchés financiers privés. Ce principe a conduit à la création et à l'utilisation d'obligations spéciales comme support de la politique d'investissement du *Trust Fund*,
- un second principe de **sécurité**. Le principal et les intérêts sont garantis par l'État quel que soit l'actif dans lequel sont investies les réserves,
- un troisième principe de **neutralité** selon lequel les politiques d'investissement des *Trust Funds* ne doivent ni avantager ni désavantager les prêteurs ou les emprunteurs. Cette neutralité repose sur des règles qui interdisent les arbitrages et les interventions discrétionnaires :
 - le taux d'intérêt doit être équitable,
 - la structure des échéances est prédéterminée,
 - la politique de remboursement est fixée,

- la gestion des investissements est minimale et élimine tout aspect discrétionnaire.

La politique d'investissement du *Trust Fund* est ainsi assez éloignée d'une gestion financière active d'un portefeuille destiné à couvrir une partie des engagements d'un régime de retraite. Elle se traduit a priori par une absence totale de risques financiers sauf si la politique budgétaire fédérale n'est pas soutenable à long terme. De fait, le *Trust Fund* est intégré dans le budget fédéral et les caractéristiques financières des réserves accumulées ne peuvent s'interpréter qu'au regard de la politique budgétaire et financière suivie par l'État fédéral. Les obligations spéciales détenues par le *Trust Fund* ne sont pas matérialisées par des actifs représentatifs de richesses accumulées. Elles sont créées et émises par le Trésor dès l'apparition d'excédents de la *Social Security*. Elles alimentent et gonflent la part de la dette fédérale qui n'est pas détenue par les agents privés dès lors que l'État fédéral utilise ces excédents pour financer les dépenses fédérales courantes. Elles devront être remboursées par le budget fédéral lorsque les besoins de financement de l'OASDI l'exigeront. Cette situation devrait prévaloir après 2012 si aucune réforme n'est engagée, ce qui signifie que l'État fédéral devra alors soit augmenter les prélèvements, soit

diminuer les dépenses, soit accroître son endettement auprès des ménages. En conséquence, **les réserves accumulées par le Trust Fund sont équivalentes à une dette que le budget fédéral se doit à lui-même.**

On constate ainsi que la notion d'excédents ou de déficits budgétaires n'est pas dénuée d'ambiguïtés quand il s'agit d'interpréter la politique budgétaire américaine. C'est pourquoi la place du fonds de réserves et son impact sur les soldes budgétaires doivent être soigneusement examinés si l'on veut correctement interpréter les propositions du Président Clinton.

3 L'analyse des propositions du Président Clinton sur la Social Security

Les propositions du Président Clinton reposent sur l'utilisation des excédents budgétaires attendus pour la période 2000-2014. Ces excédents sont ceux issus du budget « unifié » (ou consolidé) qui est la somme de deux composantes, les opérations « On-Budget » d'une part et les opérations « Off-Budget » d'autre part :

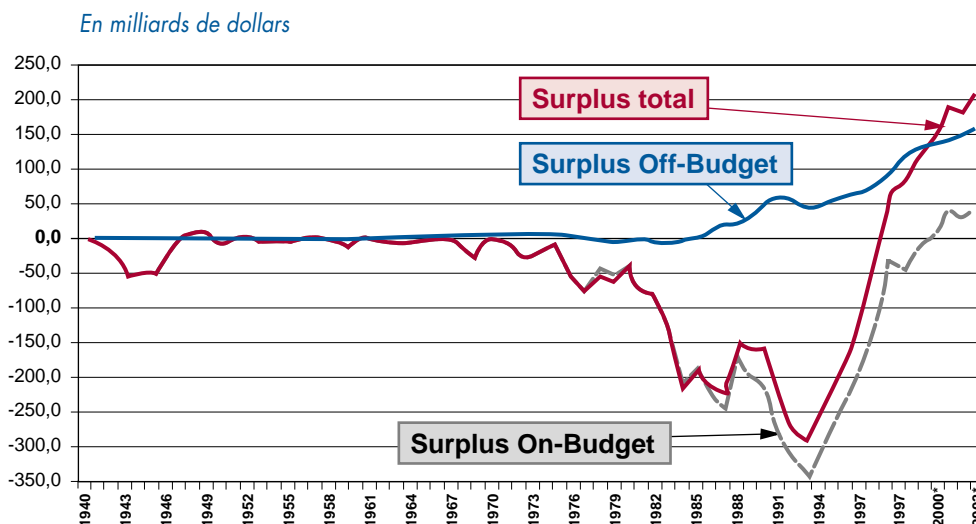
- la composante dénommée « Off-Budget » reflète les opérations d'entités gouvernementales que la loi a expressément exclues des opérations « On-Budget ». Il s'agit des opérations de la Social Security (OASDI Trust Fund) et du fond du service postal,

- la composante « On-Budget » comprend toutes les autres opérations budgétaires.

Cette distinction est importante quand on sait que la Social Security dégage des excédents croissants depuis 1983, excédents

automatiquement investis en obligations spéciales émises par le Trésor qui, toutes choses égales par ailleurs, gonflent la dette fédérale. Cette double composante des soldes conduit à distinguer deux types de dette fédérale, celle détenue par les agents privés⁸ et celle qui résulte des opérations internes entre les différents programmes fédéraux. Le « bon » indicateur de l'impact de la politique budgétaire fédérale sur les grandeurs macro-économiques est évidemment le solde « On-Budget ».

Soldes du budget fédéral



Source : Office of Management and Budget (OMB), Loi de finances pour l'année fiscale 2000.

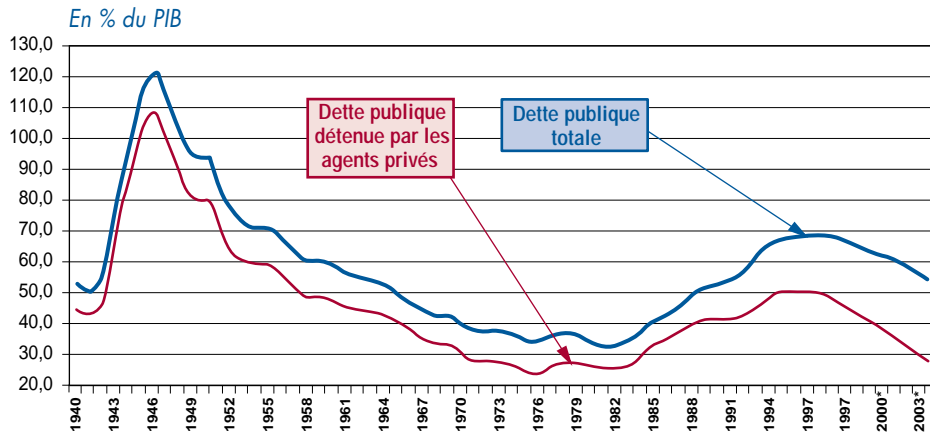
Le graphique des soldes montre bien la contribution des opérations « Off-Budget » aux excé-

dents attendus à partir de l'année 2000. Le solde « On-budget » n'est positif qu'à partir de 2001 et pour

des montants relativement faibles (moins de 50 milliards de dollars).

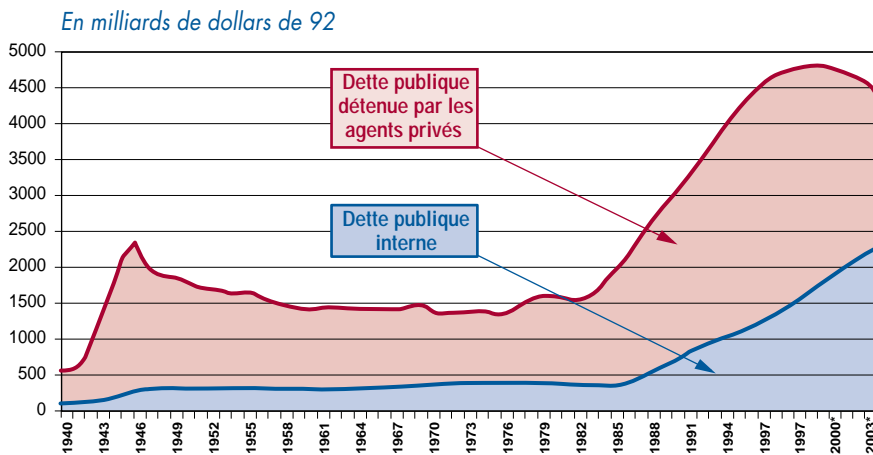
⁸ Banques, fonds de pension, ménages et entreprises, investisseurs étrangers, etc. Les commentateurs soulignent que la dette détenue par les agents privés est la variable à prendre en compte lorsqu'on examine les effets directs de la politique budgétaire sur l'économie et les marchés financiers. Lorsque l'État emprunte auprès des agents privés pour financer les déficits budgétaires, il absorbe une fraction de l'épargne nationale qui n'est plus disponible pour financer les investissements productifs privés.

Dettes publique fédérale



Source : Office of Management and Budget (OMB), Loi de finances pour l'année fiscale 2000.

Dettes publique fédérale



Source : Office of Management and Budget (OMB), Loi de finances pour l'année fiscale 2000.

- 3.1 Le plan Clinton pour la Social Security

Pour sauvegarder et pérenniser la Social Security, le Président Clinton a proposé trois mesures :

- allouer 62 % des excédents budgétaires cumulés⁹ (dans la version budget unifié) au Trust Fund de l'OASDI afin d'accroître les réserves accumulées,

- permettre l'investissement de 20 % de ces transferts sur le marché des actions pour accroître le rendement financier des réserves,

⁹ 62 % des excédents budgétaires diminués des coûts financiers liés à la non diminution de la dette fédérale par rapport à la situation sans réforme de la Social Security.

- consacrer 12 % des excédents budgétaires pour subventionner de nouveaux comptes d'épargne-retraite individuels appelés « *Universal Retirement Accounts* » (URAs).

L'Office of Management and Budget (OMB) a établi des perspectives budgétaires à l'horizon 2014 incluant les propositions du Président Clinton. Ces perspectives sont récapitulées dans le tableau suivant qui montre que dans les quinze prochaines années, 2764 milliards de dollars seraient trans-

férés au *Trust Fund* de la *Social Security* et 536 milliards de dollars abonderaient les comptes d'épargne nouvellement créés.

Entre 2000 et 2004, le *Trust Fund* recevrait 445 milliards de dollars soit l'équivalent annuel de 0,9 point de PIB pendant cinq ans. Il devrait investir 93 milliards de dollars sur les marchés financiers afin d'acquérir des actifs offrant un rendement plus élevé que les obligations spéciales dans lesquelles est investi le reste des réserves. En 2004, le fonds de

réserves de la *Social Security* culminerait à 2016 milliards de dollars après la mise en œuvre des mesures proposées, soit 18,6 points de PIB et plus de quatre années de prestations. La part des réserves placées sur le marché des actions ne devrait donc pas dépasser 5% du total. En 2014, le fonds de réserves devrait atteindre près de 4600 milliards de dollars (environ 22 points de PIB) dont 550 milliards de dollars investis en actions, soit 12 % du total.

Propositions du Président Clinton d'utilisation des excédents budgétaires

En milliards de dollars

	2000	2001	2002	2003	2004	Total 2000 2004	Total 2005 2009	Total 2010 2014	Total 2000 2014
Excédents budgétaires (budget unifié) de 2000 à 2014									
Surplus « <i>On-Budget</i> »	-12,2	0,2	44,4	31,4	49,9	113,7	nd	nd	nd
Surplus « <i>Off-Budget</i> »	129,5	133,9	142,3	150,7	157,8	714,2	nd	nd	nd
Surplus total	117,3	134,1	186,7	182,1	207,7	827,9	1582	2445	4854,9
Utilisation des excédents dans les propositions du Président Clinton									
1. Transferts au <i>Social Security Trust Fund</i>	84,7	69,9	91,6	90,3	108,9	445,4	886	1433	2764,4
2. Comptes d'épargne retraite	14,0	15,9	21,9	20,9	23,6	96,3	176	264	536,3
3. Autres programmes	18,3	46,6	68,9	63,4	64,6	261,8	406	500	1167,8
4. Sous-total 1 + 2 + 3	117,0	132,4	182,4	174,6	197,1	803,5	1468	2197	4468,5
5. Coûts financiers	0,3	1,7	4,3	7,5	10,6	24,4	114	248	386,4
Total 4 + 5	117,3	134,1	186,7	182,1	207,7	827,9	1582	2445	4854,9

Source : Office of Management and Budget (OMB), Loi de Finances pour l'année fiscale 2000.

Ce plan est séduisant mais il a une contrepartie qui résulte du fait que sont redistribués les excédents du budget unifié. Une part de ces excédents provient des surplus de la *Social Security* qui créditent déjà le *Trust Fund*. Les transferts à la *Social Security* du plan Clinton seront réalisés par la création additionnelle d'obligations spéciales par le Trésor américain dont la contrepartie sera un gonfle-

ment de la part de la dette fédérale générée par les programmes fédéraux¹⁰. Ils représentent un jeu d'écritures internes entre les différents programmes fédéraux¹¹. La part de la dette fédérale détenue par les agents privés diminuera effectivement puisque des excédents sont disponibles pour que l'État se désendette mais simultanément la dette issue des programmes fédéraux augmente. Le

tableau suivant montre bien comment sur la période 2000-2004 devrait évoluer la dette fédérale.

Dettes fédérales

En milliards de dollars

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Dettes fédérale détenue par les agents privés	3669,7	3604,4	3547,3	3465,6	3386,9	3289,6
Dettes fédérale vis-à-vis des programmes fédéraux	1945,2	2226,8	2495,7	2811,9	3133,8	3486,3
Dettes fédérale totale	5614,9	5831,2	6043,0	6277,5	6520,8	6776,0

Source : Office of Management and Budget (OMB), Loi de finances pour l'année fiscale 2000.

Comme l'a annoncé le Président Clinton, la dette fédérale détenue par les agents privés devrait passer de 42 points de PIB en 1999 à 30,4 points de PIB en 2004 et 7 points de PIB en 2014¹². Par contre, la dette fédérale vis-à-vis des pro-

grammes fédéraux devrait augmenter de 80 % entre 1999 et 2004. La contrepartie de cette dette repose sur la capacité de l'État à lever dans le futur des impôts ou à diminuer les dépenses budgétaires dans l'hypothèse où les pro-

grammes fédéraux, essentiellement la *Social Security*, auront besoin de puiser dans les réserves qu'ils ont accumulé.

10 Cf. *The Phony Issue of Double-Counting*. Henry Aaron, Brookings Institution, Février 1999.

11 L'ensemble des propositions du Président Clinton devrait conduire, sur la période de projection, à des besoins de financement pour la partie « On-Budget » et à une augmentation du surplus « Off-Budget ».

12 La diminution de la dette fédérale détenue par les agents privés réduit également le service de la dette sous la forme d'une rapide diminution des intérêts versés, ce qui contribue à diminuer les dépenses fédérales et à augmenter les excédents budgétaires « On-Budget ». Les intérêts versés sur la partie de la dette qui résulte des transferts internes entre programmes fédéraux n'a par contre aucun impact sur les soldes budgétaires.

4 Remarques de conclusion

Le contexte dans lequel ont été annoncées les propositions du Président Clinton concernant la *Social Security*, est tout à fait nouveau par rapport au passé le plus récent :

- il est prévu que la politique budgétaire des quinze prochaines années engendre des excédents importants qui offriront des **marges de manœuvre nouvelles** dans la conduite de la politique économique. Il est vrai qu'une partie de ces excédents est alimentée par les surplus temporaires de la *Social Security* et qu'il est difficile à cet horizon d'être assuré que des chocs n'induiront pas un retournement des tendances. Toutefois, les arbitrages budgétaires sont analysés et rendus avec cette perspective nouvelle d'excédents budgétaires,
- des trois utilisations possibles des excédents, rembourser la dette fédérale, augmenter les dépenses, diminuer les impôts, la priorité a été clairement donnée à la première, ce qui, dans le plan Clinton, revient à organiser un **transfert d'épargne publique en faveur de la *Social Security***¹³. La question est de savoir si cette rupture est pérenne ou si, comme plusieurs observateurs l'ont souligné, l'apparition d'excédents budgétaires risque d'induire, comme cela a

été régulièrement observé dans le passé, de nouveaux programmes de dépenses. Les propositions du Président Clinton en faveur de la *Social Security* sont sans doute les mesures les plus efficaces pour éliminer ce risque. Elles ne closent cependant pas le débat sur la meilleure utilisation possible d'excédents budgétaires, diminuer les impôts ou rembourser la dette.

Transférer une partie de l'épargne publique à la *Social Security* a également été analysé comme la reconnaissance explicite d'une partie des engagements implicites d'un régime de retraite par répartition. C'est précisément l'objet d'un fonds de réserves que de préfinancer une partie de ces engagements.

L'expérience américaine de la gestion du *Trust Fund* de la *Social Security* apporte des enseignements au moment où le France s'apprête à mettre en place un fonds de réserves. Il convient tout d'abord de souligner que la France n'est pas dans une situation d'excédents budgétaires. D'autre part, aucune décision n'a encore été prise pour déterminer comment alimenter le fonds de réserves. Par rapport à la situation américaine, deux erreurs à ne pas commettre seraient, d'une part, d'intégrer le fonds de réserves dans le budget de l'État et, d'autre part, de créer des « obligations spéciales »

comme support d'investissement des réserves accumulées. Ces deux facteurs conduisent à engendrer une catégorie de dette publique qui est le résultat des transferts internes entre les différents programmes budgétaires mais qui ne constitue pas un préfinancement des engagements des régimes de retraite sauf à supposer que le budget de l'État est indéfiniment vertueux. L'exemple américain montre bien que jusqu'à une date récente, les surplus de la *Social Security* n'ont pas été utilisés pour désendetter l'État mais pour financer des dépenses courantes. Il en résulte que les réserves accumulées ne sont pas matérialisées par des investissements dans des actifs financiers négociables sur le marché et que leur contrepartie réelle repose sur la capacité de l'État à lever des impôts supplémentaires dans le futur ou à diminuer fortement ses dépenses.

¹³ Le CBO estime que sur la période 2000-2009, 55 % des excédents budgétaires seront effectivement épargnés.