

I. L'environnement international

Marquée par la baisse du dollar et par les incertitudes qui pèsent sur le prix du pétrole après un redressement temporaire à l'automne, l'économie mondiale voit s'amorcer un double mouvement de transfert de revenu des pays pétroliers vers les autres pays, et d'homogénéisation de la croissance dans les pays industrialisés : le ralentissement de l'économie américaine est compensé par le raffermissement de l'économie européenne, où la demande inté-

rieure est l'élément moteur. Le niveau des prix et celui du chômage connaissent des évolutions modérées.

La demande mondiale de produits manufacturés adressée à la France pourrait être légèrement moins soutenue et croître désormais d'environ 1 % par trimestre. La demande en provenance des pays de l'OPEP et des pays en voie de développement ne peut en effet guère progresser tant que les cours des produits de base restent déprimés.

1. Les problèmes actuels de l'économie mondiale

Croissance insuffisante dans les pays industriels pour espérer une décrue rapide du chômage ; déséquilibre budgétaire américain massif, s'accompagnant de mouvements internationaux de capitaux tels que les évolutions des taux de change ont, jusqu'ici, aggravé les déficits et excédents commerciaux ; extrême inégalité des perspectives entre les pays industrialisés et les pays en développement, ces derniers étant d'autant moins en mesure de maîtriser leur dette extérieure que les cours des matières premières rechutent : ces problèmes majeurs de l'économie mondiale semblent, en 1985, avoir été enfin perçus comme tels par l'ensemble de la communauté internationale.

Celle-ci s'accorde également désormais pour cerner les grands traits des solutions à mettre en oeuvre : un rééquilibrage des politiques économiques devrait s'effectuer, dans un sens restrictif chez les pays dont le commerce extérieur est déficitaire -Etats-Unis en premier lieu-, expansif chez les pays excédentaires -Japon et Allemagne- ; des politiques monétaires coordonnées portant sur les taux d'intérêt et les taux de change permettraient alors de faire baisser durablement le dollar par rapport au yen et au mark, et contribueraient ainsi au rééquilibrage des balances des paiements courants ; la croissance américaine pourrait donc se poursuivre, quoiqu'à un rythme plus modéré, et serait relayée par la croissance plus vive du Japon et de l'Europe, cela sans recrudescence d'inflation ; enfin, de nouveaux prêts à long terme seraient entrepris par les pays riches en faveur des pays pauvres, consacrant sans doute en même temps le rôle accru du Japon et de l'Allemagne dans le système financier international.

De telles propositions transparaissent dans les résolutions prises le 22 septembre à New-York par le "Groupe des Cinq" pays les plus industrialisés, dont on a immédiatement perçu les conséquences sur le cours du dollar. Mais, à supposer même que les actions suivent durablement les intentions déclarées, cette stratégie de grande envergure -et qui n'est donc pas sans risque- ne saurait avoir à court terme des effets importants sur la croissance mondiale. De plus, les élus nationaux sont peut être moins portés que les experts à reconnaître les vertus de la coopération internationale, et plus tentés, à court terme, de favoriser des politiques économiques internes très prudentes (chez les pays excédentaires) ou de céder aux pressions protectionnistes de leur électorat (chez les pays déficitaires).

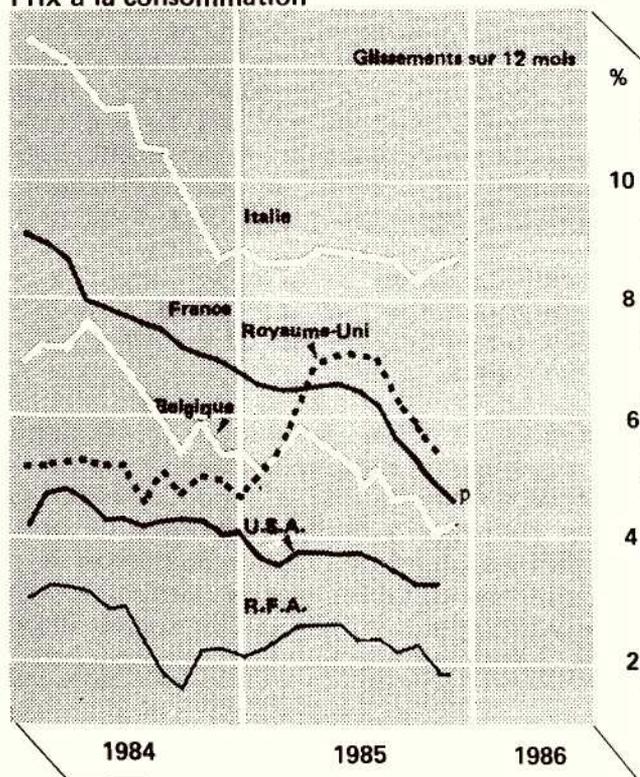
C'est pourquoi, en cette fin d'année 1985, même si les attitudes des responsables politiques (américains notamment) semblent avoir évolué dans un sens plus favorable à des actions concertées en faveur d'une croissance mondiale mieux équilibrée, les causes de dysfonctionnement sont encore présentes. Ainsi, à l'horizon rapproché de la mi-1986, et sauf à retenir le risque d'une crise financière majeure, la situation de l'économie mondiale ne devrait-elle pas connaître globalement de modification substantielle par rapport à la situation récente, le ralentissement américain étant compensé par le raffermissement européen.

Il est cependant fort possible que la baisse du prix du pétrole reprenne avec quelque ampleur au début de l'année 1986. S'ajoutant aux mouvements dans le même sens du dollar et des prix des matières premières, cette baisse pourrait très rapidement entraîner dans l'ensemble du monde un ralentissement de l'inflation plus marqué encore qu'il n'est généralement prévu actuellement. Un tel "contre-choc" pétrolier placerait les différents pays dans une situation assez symétrique de celle à laquelle ils ont fait face en 1974 et en 1979.

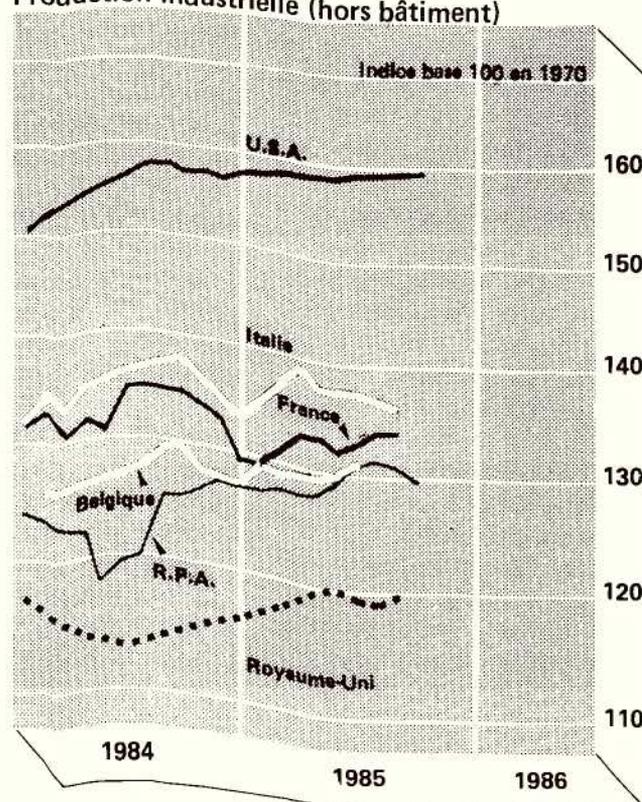
Ce sont les pays exportateurs de pétrole qui devraient réduire leur demande interne (et tout particulièrement ceux d'entre eux qui ne sont exportateurs que de pétrole) ; inversement, les pays industrialisés importateurs de pétrole (et particulièrement, au moins dans un premier temps, ceux qui n'appartiennent pas à la zone dollar) devraient déterminer s'ils préfèrent un ralentissement supplémentaire de leur taux d'inflation et une forte amélioration de leur solde extérieur, mais sans accélération notable de leur demande intérieure, ou bien au contraire s'ils jugent satisfaisant le rythme d'inflation déjà atteint et entendent consacrer la marge d'amélioration de leur solde extérieur à une relance de leur activité interne.

Il paraît vraisemblable que, s'il n'y a pas de concertation active entre les principaux pays industrialisés, notamment en matière de parités de leurs monnaies, la régulation qui prévaudra entre les deux types de politique économique qui viennent d'être évoqués s'effectuera par le canal des échanges extérieurs et de la compétitivité à l'exportation des différents pays (comme cela a déjà été le cas après les deux premiers chocs pétroliers) : le choix que feront ceux des pays in-

Prix à la consommation



Production industrielle (hors bâtiment)



dustrialisés dont la balance courante est déjà fortement excédentaire (Japon, Allemagne) sera donc décisif. Certes, une telle régulation ne s'effectuera que progressivement, mais on peut penser que si les pays actuellement excédentaires s'engageaient immédiatement, en cas de baisse renouvelée du prix du pétrole au début de l'an prochain, dans une politique de demande intérieure plus active, l'impact expansif de celle-ci serait d'autant plus rapide qu'elle entraînerait sans doute une orientation plus favorable des anticipations des agents dans l'ensemble des pays industrialisés.

2. La situation conjoncturelle de nos principaux partenaires commerciaux

Plus que le poids des **Etats-Unis** dans les exportations françaises (environ 8 % en 1984), c'est leur rôle directeur dans le monde occidental et la concurrence qu'ils font à la France sur les marchés tiers (notamment dans certains secteurs où celle-ci obtient traditionnellement de bons résultats : agro-alimentaire, aéronautique, armements) qui justifie l'intérêt porté ici à leur économie.

A la fin de l'année 1985, la conjoncture américaine suscite une interrogation : au ralentissement sensible de la croissance en moyenne annuelle (vraisemblablement de l'ordre de 2,5 % en 1985 après 6,8 % en 1984) semble s'opposer l'accélération de l'activité au cours des trois premiers trimestres de cette année (en rythme annuel : 0,3 % , 1,9 % et 4,3 % respectivement). Il paraît cependant douteux que la tendance récente se poursuive d'ici la mi-1986.

En effet, cette année, c'est encore la croissance soutenue de la consommation qui a été le principal moteur de l'activité. Or celle-ci est due surtout à une baisse du taux d'épargne rendue possible en partie par une hausse des crédits à la consommation (notamment pour les achats d'automobiles), mouvements qu'il paraît hasardeux de prolonger tant les niveaux d'épargne et d'endettement des ménages actuellement atteints semblent extrêmes.

Les autres composantes de la demande sont moins actives. L'investissement des entreprises aurait crû en 1985 de moins de 7 % après 19,8 % en 1984, et les perspectives pour 1986 seraient encore moins prometteuses (- 1 % en valeur selon l'enquête Mc Graw Hill). Après avoir longtemps résisté à la surévaluation du dollar, les exportations de produits manufacturés ont commencé à se replier (de près de 5 % sur les trois premiers trimestres) : malgré la baisse du dollar, elles ne devraient guère repartir avant la mi-1986. Aussi, concurrencée de façon massive par les importations, l'industrie américaine, après avoir réduit le rythme de formation de stocks, a-t-elle vu plafonner sa production et baisser ses profits.

C'est sans doute ce tableau mitigé -et le fait que, pour la première fois depuis 1913, les Etats-Unis deviennent un pays débiteur net- qui a incité les autorités à modifier fondamentalement leur attitude à l'égard du dollar, dont la baisse est désormais fortement encouragée, notamment par une politique monétaire plus accommodante (qui explique l'euphorie boursière actuelle).

Même si certains freins (la réduction du stockage, la surévaluation du dollar) sont désormais desserrés, on voit cependant mal ce qui pourrait tirer l'activité économique américaine à court terme. De plus, malgré les atermoiements et les tentations protectionnistes du Congrès, la menace d'une réduction du déficit budgétaire -à terme inévitable- pèse sur de nombreux secteurs de l'économie (par exemple, les industries de la défense). Il faudrait beaucoup de chance pour qu'une telle réduction des dépenses des administrations puisse être compensée parfaitement par un redressement du commerce extérieur sans regain de tension inflationniste : l'atterrissage en douceur jusqu'ici apparemment réussi ne garantit pas que le redécollage se fera aussitôt que souhaité.

C'est pourquoi la croissance de l'économie américaine à la fin de l'année 1985 et au premier semestre 1986 devrait se ralentir par rapport à celle observée au troisième trimestre, sans qu'on observe de nouveau changement majeur dans la politique économique récemment redéfinie.

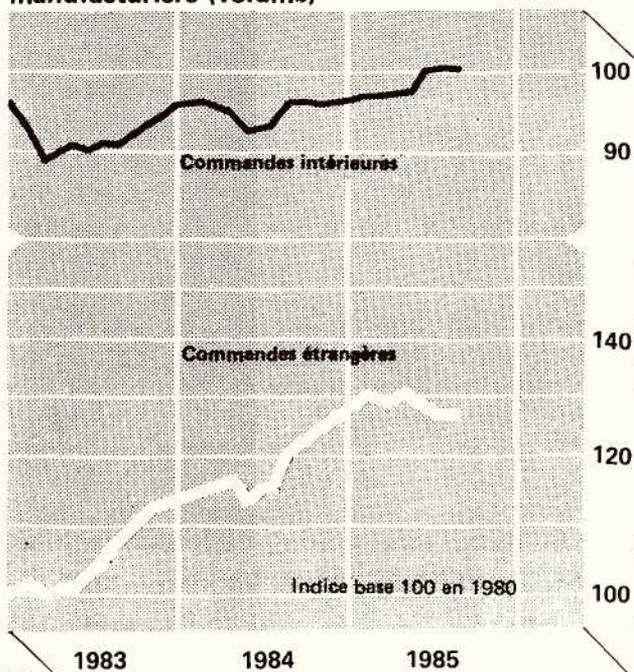
La République Fédérale d'Allemagne, à la fois principal marché extérieur (15% des exportations françaises en 1984) et principal concurrent de la France, paraît connaître en cette fin 1985 une situation conjoncturelle plus favorable qu'un premier semestre marqué par un début d'année accidentellement bas avait pu le laisser penser : ralentissement de l'inflation, dont le taux serait inférieur à 2% en glissement sur l'année ; réduction du déficit public ; progression des profits ; poursuite du boom de l'investissement productif (sans doute plus de 10% en volume en 1985) ; reprise de la consommation des ménages stimulée par une progression sensible du pouvoir d'achat des salaires et par la perspective d'allègements fiscaux.

Une telle amélioration est due pour une large part à la croissance des exportations allemandes, dont le volume a progressé plus rapidement que celui du commerce mondial depuis deux ans ; l'industrie allemande a confirmé ainsi qu'elle était remarquablement apte à répondre rapidement à toute reprise de la demande mondiale, d'autant plus facilement que le mark reste sans doute sous-évalué. A terme, le ralentissement de l'activité américaine et la baisse du dollar devraient cependant peser sur la progression des exportations, comme le laisse déjà entrevoir le plafonnement des commandes extérieures (à un niveau élevé il est vrai).

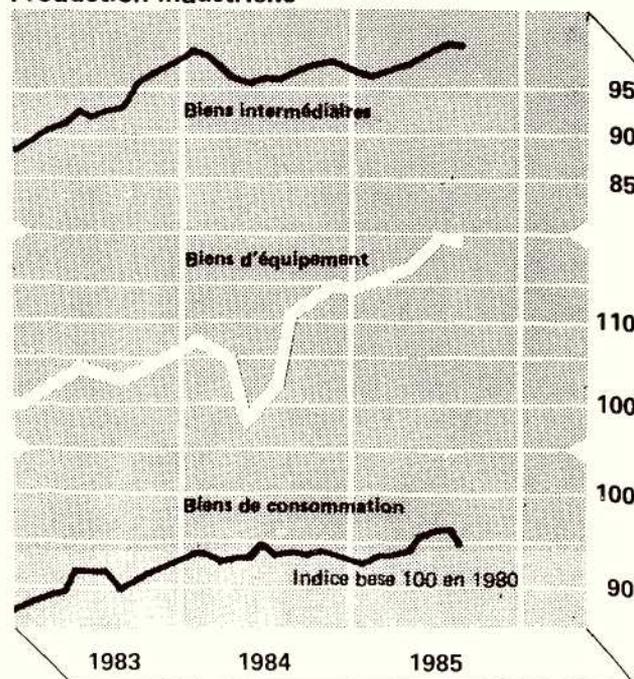
Aussi est-ce plutôt, tout comme au second semestre 1985, la demande finale, et en particulier la consommation des ménages (grâce aux fortes réductions d'impôt qui prendront effet au 1er janvier 1986), qui devraient assurer désormais la poursuite de la croissance allemande. Il ne semble cependant pas que celle-ci puisse s'accélérer encore de façon significative et s'effectuer à un rythme sensiblement supérieur à 3%. La politique budgétaire et monétaire suivie par les autorités se caractérise en effet par une prudente continuité, comme en témoigne le refus du gouvernement d'avancer le second train de réductions fiscales (prévu pour 1987) ou les décisions récentes de la Bundesbank de relever modérément les taux d'intérêt

République Fédérale d'Allemagne

Nouvelles commandes à l'industrie manufacturière (volume)



Production industrielle



dans le cadre de la politique coordonnée du Groupe des Cinq destinée à faire baisser le dollar. Il est vrai que, malgré un chômage encore fort, le taux élevé d'utilisation des capacités de production, globalement d'environ 85 %, soit un niveau très proche du précédent maximum de 1979, peut faire craindre à certains une amorce de résurgence de la hausse des prix.

Aussi le premier semestre 1986 devrait-il connaître en Allemagne une activité soutenue, peut-être un peu plus forte qu'au second semestre 1985, où la demande des ménages jouerait à nouveau un rôle important.

La **Grande-Bretagne** (8 % des exportations françaises) sera le seul des grands pays européens à avoir connu quatre années consécutives de croissance assez soutenue : de l'ordre de 3,5 % cette année, après 1,9 % , 3,2 % et 2,6 % respectivement pour 1982, 1983 et 1984.

En 1985, l'origine de cette croissance se trouve dans une progression substantielle de la demande interne, la croissance de l'investissement productif (près de 10 % en volume au premier semestre) ayant été relayée par celle de la consommation ; de fortes augmentations salariales (+ 7 % sur les 9 premiers mois) assurent aux ménages une sensible élévation de leur pouvoir d'achat, cela malgré le niveau élevé du chômage et malgré l'accélération des prix de détail enregistrée jusqu'à l'été.

Ceux-ci devraient d'ailleurs à nouveau ralentir leur progression, au moins jusqu'à la fin du premier semestre 1986, où en rythme annuel, l'inflation pourrait redescendre au voisinage de 4 % grâce à la baisse des coûts des matières premières importées.

Le rythme de la croissance se réduirait toutefois de près de moitié (en rythme annuel, elle ne serait plus que d'environ 2 % au premier semestre 1986) par suite du ralentissement de la consommation des ménages et de la forte pénétration étrangère (les importations progresseraient de plus de 5 % en rythme annuel) résultant de la perte de compétitivité des produits britanniques : afin de freiner l'inflation, les autorités monétaires soutiennent délibérément la livre par une politique de taux à court terme élevés.

L'**Italie**, qui est notre deuxième partenaire commercial (11 % de nos exportations) connaît en cette fin 1985, une situation économique meilleure qu'en 1982-1983 où la récession sévissait. Le taux d'inflation est de 8,5 %, en retrait d'environ 12 points par rapport aux sommets atteints en 1981 ; l'indice de la production industrielle comme le PNB et la consommation des ménages progressent à un rythme tendanciel de 2 % l'an.

Mais l'inflation ne décélère plus depuis le début de l'année et reste -comme d'ailleurs pour les autres pays de l'Europe du sud- nettement supérieure à la moyenne de la CEE. Malgré le déficit record des finances publiques (14 % du PNB en 1985), l'activité reste insuffisante pour enrayer la progression du chômage. Le réajustement de parité de la lire au sein du SME effectué cet été ne paraît pas suffire à corriger le fort déficit de la balance des transactions courantes en 1985.

Même si la facture énergétique doit désormais s'alléger, on ne peut guère, dans ces conditions, envisager à court terme une accélération de la croissance italienne.

Dans les pays de l'**OPEP** (10 % des exportations françaises en 1984), l'ajustement à la baisse de l'activité s'est poursuivi en 1985. Les recettes d'exportations auraient baissé de 20 milliards de dollars entre 1984 et 1985 (- 15 %) par suite de l'orientation à la baisse des prix pétroliers et de la diminution de la production de pétrole (16,8 millions de baril/jour en 1985 selon les dernières estimations de l'Agence Internationale pour l'Energie contre 18,3 millions de baril/jour en

1984). Aucun retournement du marché pétrolier mondial n'étant prévisible d'ici la mi-1986, les importations de l'OPEP pourraient, après avoir diminué de 11 % en volume en 1985, diminuer encore de 3 % au premier semestre 1986 par rapport au second semestre 1985, et peut-être davantage.

Les pays en voie de développement, selon les dernières perspectives économiques mondiales du Fonds Monétaire International, verraient leur croissance ralentir en 1985 par rapport à 1984, année où celle-ci avait été assez vigoureuse (sauf en Afrique).

Les cours mondiaux du pétrole et des matières premières tant industrielles qu'alimentaires étant orientés à la baisse en 1984 et 1985, ce sont les pays exportateurs de produits primaires dont les performances économiques seront les plus médiocres jusqu'à la mi-1986. La France compte de nombreux marchés à l'exportation dans ce groupe de pays ; l'Afrique, y compris l'Afrique du Nord, pèse plus que l'Amérique Latine et l'Asie (hors Japon) dans les exportations françaises. Pour certains de ces pays, le problème financier est alarmant. La demande adressée à la France en provenance de ces pays a été relativement médiocre depuis un an, et il ne faut pas s'attendre à un redressement sensible d'ici la mi-1986.

Au total, l'environnement international de la France devrait se situer dans la prolongation des tendances actuelles : inflation modérée, dynamisme du marché intérieur allemand contrastant avec la relative faiblesse des autres marchés traditionnels de la France, nouvelle donne en matière de compétitivité des principaux pays industrialisés à la suite des mouvements de change récents. Il est vraisemblable que d'ici la mi-1986 ce dernier facteur ne jouera encore qu'à la marge sur les échanges mondiaux, cependant que la persistance du déficit budgétaire américain continue à faire peser une incertitude sur la poursuite de la croissance mondiale au-delà de l'horizon de la note.

3. La demande mondiale et les taux de change

Compte tenu de la structure des exportations françaises, la croissance de la demande mondiale de produits manufacturés adressée à la France devrait, après un premier semestre 1985 médiocre, avoir repris au troisième trimestre pour s'établir désormais à un rythme moyen d'environ 1 % par trimestre. Seule la demande en provenance des pays de l'OPEP, qui a déjà baissé d'environ 11 % en 1984 comme en 1985, continuerait à s'effriter, tandis qu'au contraire la demande émanant de la CEE et notamment de l'Allemagne aurait une progression soutenue.

Demande mondiale de produits manufacturés adressée à la France

| | Volume CVS taux de variations % | | | | | | | | | |
|--------------|---------------------------------|------------|------------|------------|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| | 1984 | | | 1985 | | | 1986 | | | |
| | 84.3 | 84.4 | MA | 85.1 | 85.2 | 85.3 | 85.4 | MA | 86.1 | 86.2 |
| O.C.D.E. | 2,9 | 3,3 | 10 | 3,5 | -1,3 | 3,3 | 1,0 | 8,1 | 1,4 | 1,3 |
| P.V.D. | 3,9 | 1,0 | 8,3 | 1,4 | -2,7 | 3,8 | 1,4 | -4,1 | 0,9 | 0,9 |
| O.P.E.P. | -0,0 | 3,5 | -10,5 | -3,5 | -11,6 | 0,1 | 0,0 | -11,2 | 0,0 | -1,2 |
| Est | 10,6 | -5,2 | 2,5 | -4,2 | 4,9 | 0,5 | 0,5 | 0,0 | 0,5 | 0,5 |
| Monde | 3,1 | 2,7 | 8,3 | 2,5 | -2,0 | 1,7 | 1,1 | 5,0 | 1,2 | 1,0 |

Cours du dollar et du deutschemark en francs

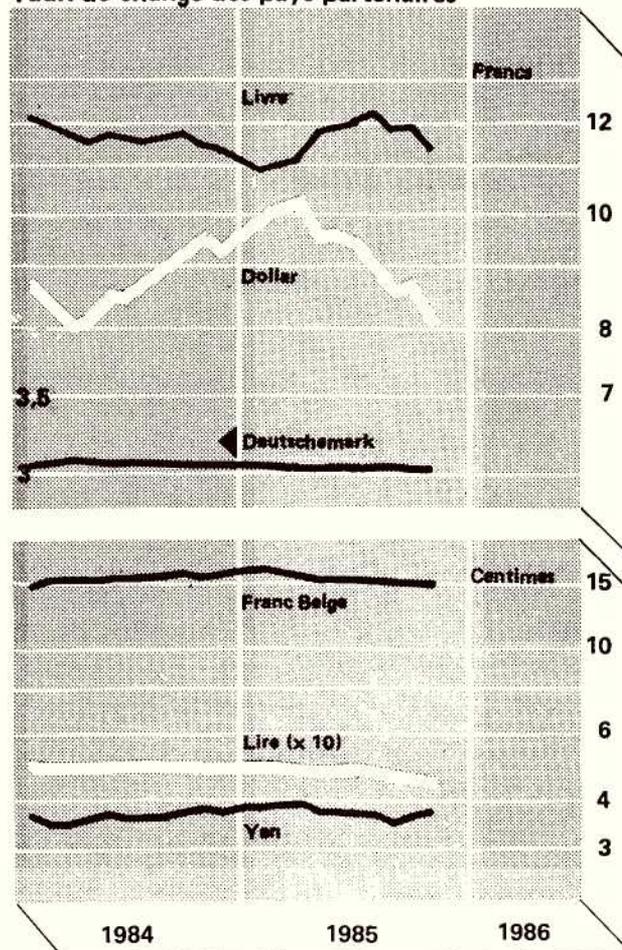
| | 1984 | | 1985 | | | | 1986 | |
|--------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| | MA | 85.1 | 85.2 | 85.3 | 85.4 | MA | 86.1 | 86.2 |
| Dollar | 8,74 | 9,95 | 9,40 | 8,69 | 8,00 | 9,01 | 8,00 | 8,00 |
| Deutschemark | 3,07 | 3,06 | 3,05 | 3,05 | 3,05 | 3,05 | 3,05 | 3,05 |

En ce qui concerne les taux de change, l'hypothèse conventionnelle faite ici est que ceux-ci se stabiliseraient, à l'horizon de la note, au niveau moyen atteint à la mi-novembre : pour le dollar, 8 francs; pour le deutschemark, 3,05 francs.

Sous cette hypothèse de stabilisation, on note qu'en moyenne annuelle et malgré la forte baisse en glissement au cours de l'année 1985 (près de 20 % entre le premier et le quatrième trimestre), le dollar croît légèrement en moyenne annuelle par rapport à 1984 (+ 3,1 %). Le premier semestre de 1986 connaîtrait toutefois une baisse modérée (- 4,1 %) par rapport au second semestre 1985 en raison de l'acquis fin 1985.

Comme on le verra plus loin pour la France, c'est en grande partie cette décreue du dollar et la baisse des cours des produits primaires (pétrole et matières premières) qui expliquent les nouveaux progrès de la désinflation depuis le printemps chez nos principaux partenaires.

Taux de change des pays partenaires



II. La politique budgétaire et monétaire

La politique budgétaire actuellement définie pour 1986 conserve pour l'essentiel les orientations de 1985. Les allègements fiscaux sont poursuivis, mais compte tenu d'un effort soutenu de limitation du déficit budgétaire et de celui de la sécurité sociale, ainsi que de rentrées fiscales et parafiscales favorisées par l'évolution conjoncturelle, la diminution des impôts devrait avoir une incidence expansive faible.

La diminution du coût du crédit est une composante importante de la politique anti-inflationniste et de l'effort de limitation des déficits. Dans un contexte monétaire et financier appelé à de fortes modifications, la baisse des taux d'intérêt réels se heurte aux contraintes de financement de l'économie et doit prendre en compte la gestion du taux de change.

1. Les allègements fiscaux et leurs effets macroéconomiques

Les allègements de 1985 (suppression de la contribution de 1 %, baisse de 5 % de l'impôt sur le revenu, allègement de la taxe professionnelle...) sont reconduits en 1986. Leur effet sur l'activité se fait principalement sentir en 1986, puisqu'ils conduisent alors à une croissance supplémentaire de l'ordre de 0,5 % de la consommation des ménages, en considérant les seuls allègements en faveur des ménages.

Le budget de 1986 prévoit de plus une réduction supplémentaire de 3 % de l'impôt sur le revenu, soit 6,4 MF, qui jouera dès les premiers acomptes de l'impôt. On fait l'hypothèse, que confirme un examen attentif des chiffres, que les réductions fiscales ont un effet sur les achats des ménages de même ampleur et de même délai qu'un accroissement équivalent de tout autre poste de leur revenu. L'effet sur la consommation des ménages est alors modeste, 0,1 % sur la croissance de 1986, et ne se fait sentir qu'à partir du deuxième trimestre. Les autres mesures fiscales de la loi de finances, par exemple l'ajournement d'un trimestre de la revalorisation habituelle de la TIPP, ont un effet négligeable.

Enfin, les ménages recevront en janvier 1986 le remboursement de l'emprunt obligatoire décidé en mars et payé en juin 1983. Il ne s'agit pas d'un allègement fiscal, ni d'une mesure discrétionnaire des pouvoirs publics (seule est discrétionnaire l'avance de cinq mois du remboursement). Le montant en jeu est important, de l'ordre de 14 MF de capital et 4 MF d'intérêts, soit 18 MF au total, somme qui surestime sans doute le montant versé : il faut prendre en compte l'impôt payé sur les intérêts pour les contribuables choisissant le prélèvement libératoire comme mode de règlement ; d'autre part, l'emprunt est transformé en impôt pour certains souscripteurs retardataires. On admet que le montant remboursé est de 16 MF, soit environ 2 % du revenu disponible du premier trimestre 1986.

Pour évaluer l'effet économique, on suppose en première approche que le remboursement aura des effets exactement symétriques à ceux enregistrés au moment de la collecte. A cet égard, l'emprunt semble avoir eu des répercussions faibles sur la consommation en 1983 et 1984, puisque la proportion de cet emprunt considéré par les ménages comme un impôt est, selon des évaluations économétriques, inférieure à 50 %. Plus de la moitié de l'emprunt obligatoire aurait donc été un simple transfert entre actifs financiers détenus par les ménages. Cette proportion est

Effets des mesures fiscales de 1985 et 1986 sur la consommation
réduction impôts ou augmentation des ressources

| | 1985 | 1986 | | | | | 1987 |
|---|------|------|-----|------|------|------|------|
| | MA | 1 | 2 | 3 | 4 | MA | MA |
| 1985 1 % sur le revenu et 5 % I.R. | | | | | | | |
| - Montant (MF) | 22 | 5,9 | 5,9 | 5,9 | 5,9 | 23,5 | |
| - Effet sur la consommation en % (*) | 0,2 | 0 | 0,1 | 0,2 | -0,1 | 0,5 | 0 |
| 1986 3 % I.R. | | | | | | | |
| - Montant (MF) | | 1,6 | 1,6 | 1,6 | 1,6 | 6,4 | |
| - Effet sur la consommation en % (*) | | 0 | 0,1 | 0 | 0 | 0,1 | 0,1 |
| 1986 Remboursement de l'emprunt payé en 1983 | | | | | | | |
| - Montant (MF) | | 16 | 0 | 0 | 0 | 16 | 0 |
| - Effet sur la consommation en % (*) | | 0,1 | 0,2 | -0,3 | 0,3 | 0,2 | -0,1 |
| Effet total sur la consommation en % | 0,2 | 0,1 | 0,4 | -0,1 | 0,2 | 0,8 | 0 |
| Effet sur le PIB (*) | 0,1 | 0,1 | 0,3 | 0 | 0,2 | 0,6 | 0,3 |

* écarts entre la croissance de la consommation des ménages (ou du PIB) suite aux mesures fiscales et la croissance qu'elle aurait enregistrée en l'absence de ces mesures.

plausible si l'on considère que l'emprunt a surtout touché des ménages à haut revenu, conscients du caractère transitoire de cette forme d'imposition, et habitués à gérer un portefeuille de titres^{1/}.

A supposer que le remboursement de 1986 est simplement le dénouement de l'opération de 1983, la moitié des 16 MF est donc accueillie comme un revenu. L'effet sur la consommation est de l'ordre de 0,2 % sur l'année 1986 et 0,3 % en glissement sur le premier semestre si l'on admet que la répercussion se fait avec les délais habituels d'un choc sur le revenu.

L'impact expansif du remboursement est donc assez faible ; il pourrait être moins faible si l'on admet une répercussion plus rapide qu'habituellement.

Au total, les différentes mesures fiscales prises en 1985 et 1986 en faveur des ménages devraient exercer un effet de l'ordre de 0,8 % sur la croissance de la consommation en moyenne annuelle, et de 0,5 % sur le glissement du premier semestre 1986.

1/ On dispose en effet d'une équation économétrique reliant, d'une façon jugée stable, le revenu et les achats des ménages sur la période passée. L'emprunt obligatoire ne fait pas partie du revenu au sens comptable. Si donc il avait été pleinement considéré comme un impôt par les ménages, son effet sur la consommation se lirait dans les résidus de l'équation, à raison de 1,8 % du revenu (montant de l'emprunt) étalé sur les 4 ou 5 trimestres à partir de la mi-1983. Or l'examen des résidus observés sur la période ne permet pas de retenir une proportion supérieure à 50 % de l'emprunt considéré par les ménages comme un moindre revenu.

Les entreprises bénéficient aussi d'une réduction de 5 points du taux de l'impôt sur les bénéficiaires, en remplacement du régime actuel d'amortissement exceptionnel instauré en 1983. Cette mesure est approximativement neutre d'un point de vue budgétaire et n'affectera pour la première fois le budget qu'en 1987.

2. Les recettes fiscales et l'effort de limitation des dépenses budgétaires

a. L'évolution des recettes en 1985 et 1986

Les données disponibles jusqu'à octobre 1985 permettent d'avoir une vision plus précise des rentrées fiscales en 1985, et donc de leur évolution en 1986, même si certains chiffres restent sujets à révision.

D'abord les impôts sur les ménages. Les allègements de **l'impôt sur le revenu** en 1985 ont porté presque intégralement sur le second semestre (voir ci-dessus) alors que les rappels d'impôts sur exercices antérieurs opérés dans le cadre de la lutte contre la fraude fiscale au premier semestre ont été exceptionnellement élevés. La croissance de l'impôt serait au total légèrement positive en 1985.

Au premier semestre 1986, les versements au titre de l'impôt seront allégés de 3 %. Ils présenteront toutefois, en raison du profil de l'impôt en 1986, une légère croissance par rapport aux versements du second semestre 1985.

Enfin, il faut prendre en compte, en 1985 comme en 1986, le mécanisme qui assure une hausse automatique du pouvoir d'achat de l'impôt en période de désinflation : le barème de l'impôt est indexé sur l'indice prévu des prix de l'année précédente. Si le ralentissement se fait au rythme de 2 % l'an, ordre de grandeur valable sur les deux dernières années, le pouvoir d'achat de l'impôt est automatiquement relevé de 2 % l'an en raison du retard de l'indexation. Ce mécanisme est à l'oeuvre pour la plupart des impôts sur rôles. Il contribue à expliquer le bon niveau des rentrées fiscales en dépit des allègements décidés.

Les **autres impôts directs** des ménages (+ 9,8 %) se composent tout d'abord des **impôts locaux**. Ceux-ci enregistrent une forte croissance, de 12 %, largement due au retard de deux ans dans l'indexation des bases imposables qui reflètent ainsi la forte inflation de 1983. Leur progression devrait être plus modérée en 1986, en raison de l'atténuation des effets de l'indexation retardée des bases introduite dans le budget de 1985. **L'impôt sur le revenu des valeurs mobilières (IRVM)** a une croissance plus modérée (+ 6 %, comme en 1984) qui reflète la baisse des taux d'intérêt.

Les **impôts à la production** des entreprises ont des évolutions très variées. Les diverses taxes sur l'énergie, regroupées depuis 1985 dans la **TIPP**, augmentent très fortement en 1985 et tirent vers le haut (+ 22 %) les **impôts sur les produits**. En 1986, l'évolution devrait être plus faible, puisqu'elle se fait à nouveau selon la règle habituelle d'indexation. La **taxe professionnelle** présente un profil 1985 - 1986 similaire à celui de l'impôt sur le revenu des ménages avec un deuxième semestre bas en 1985 en raison des dix milliards d'allègements prévus par la loi de finances 1985, et un premier semestre 1986 plus haut parce que le mécanisme des acomptes réalise une moyenne des deux semestres 1985. En 1985, le rendement de la taxe professionnelle est plus bas de 1,7 % que celui de 1984.

L'évolution de **l'impôt sur les bénéficiaires** (+ 9 %) apparaît inférieure à la croissance attendue en loi de finances initiale. Par contre, les autres impôts directs des entreprises, composés principalement de taxes locales (foncier bâti) et de taxes sur les frais généraux croîtraient de 17 %

Le rendement de la TVA (+ 8,7 %) serait plus élevé que prévu dans la loi de finances rectificative de juillet. Son évolution dépasse nettement l'évolution de la consommation en valeur (+ 7,5 %), pourtant l'élément principal de son assiette : il y a là en partie un effet de structure de la consommation, avec une part moindre dans le total, des achats alimentaires (+ 5,5 % en 1985) faiblement taxés, et une reprise de certains postes fortement grevés, comme l'automobile. Ce phénomène devrait se poursuivre au premier semestre 1986.

Le **taux de pression fiscale**, obtenu en rapportant la masse des impôts versés par les agents intérieurs au PIB en valeur atteindrait ainsi en 1985 le niveau de 25,3 %, soit 0,3 point de moins qu'en 1984. Pour chiffrer le taux de prélèvements obligatoires, il faut prendre en compte aussi l'évolution des cotisations sociales.

Les **cotisations sociales** progressent plus fortement que prévu : + 7,2 % pour les cotisations à la charge des salariés, + 8,4 % pour celles à la charge des entreprises, rythmes plus élevés que celui de la masse salariale brute (+ 4,8 %). Un ordre de grandeur des différents effets en cause est possible : la revalorisation des taux de 1985 expliquerait 1 MF de versements accrus pour les employeurs, 4,4 MF pour les salariés. Les mesures spécifiques de trésorerie auraient alourdi les charges employeurs de 7 MF en 1985. L'effet d'indexation retardée du plafond augmenterait les cotisations employeurs de 10 MF, celles des salariés de 2,5 MF.

Compte tenu de ces évaluations provisoires et encore fragiles, le **taux des prélèvements obligatoires** s'établirait autour de 45,2 % soit 0,2 % de moins qu'en 1984. Cette diminution, même légère, interrompt une tendance longue à la progression de ce taux, supérieure à 0,8 point en moyenne sur la période 1975-1984. Elle serait cependant inférieure à la diminution attendue lors de la présentation de la loi de finances initiale de 1985. Comme les allègements fiscaux prévus dans le budget (soit près de 25 MF de diminution nette des impôts selon la note de conjoncture de décembre 1984) ont été dans l'ensemble opérés, cette évolution résulte de rendements exceptionnellement élevés des impôts et des cotisations sociales, d'abord sous l'effet de mécanismes automatiques : croissance et structure de la consommation pour la TVA, effets de l'indexation retardée de l'assiette pour les impôts sur rôles et du plafond de sécurité sociale en période de désinflation ; mais aussi en raison de mesures prises par les pouvoirs publics et les partenaires sociaux (lutte contre la fraude fiscale, mesures de trésorerie et relèvements de taux pour les cotisations sociales).

b. L'effort de limitation des dépenses budgétaires en 1986

Le budget voté pour 1986 présente un déficit limité à 3 % du PIB, soit 143 MF, proportion semblable à celle des lois de finances initiales de 1984 et 1985. Le respect de la norme de déficit public correspond à un double mouvement, dans le projet de loi de finances comme dans notre prévision : le rendement des impôts devrait rester favorable et l'effort de compression des charges important.

L'évolution prévue des **dépenses** est de 3,6 %, soit un chiffre bien inférieur à l'évolution projetée du PIB en valeur (5,8 %). La **charge de la dette** (+ 10,5 % et 5,6 % si l'on retranche les intérêts au titre de l'emprunt obligatoire) a une évolution modérée qui tient compte d'une baisse marquée des taux d'intérêt.

Les **dépenses en personnel** reposent sur des perspectives de maintien, sinon de légère réduction des effectifs et d'une masse salariale limitée à la stricte évolution normative des prix en moyenne annuelle (+ 3,2 %).

Les interventions publiques ne s'accroissent que de 0,4 % en 1986, les dépenses liées au fonctionnement des services (hors pensions militaires) de 4,7 %. Les dépenses en capital se réduisent, surtout pour les crédits du Ministère de l'industrie, de 5,7 %. Ces évolutions très modérées s'accompagnent de certains transferts

de charges vers les organismes de sécurité sociale et le budget annexe des PIT. La réforme du système des prêts bonifiés (les bonifications d'intérêt vont en subventions aux entreprises) entraîne des économies encore modestes sur le budget 1986 ; elle devrait par contre jouer à plein sur les budgets ultérieurs.

Cet effort de compression des dépenses exerce à l'évidence un effet restrictif sur l'activité économique, toutefois difficile à évaluer en l'absence de critères simples pour déterminer si les réductions de dépenses résultent de décisions délibérées des pouvoirs publics ou d'évolutions largement prédéterminées. Cet effet doit cependant être gardé à l'esprit dans l'appréciation de l'impact expansif, au demeurant modéré, des mesures fiscales nouvelles de 1986.

3. La politique des taux d'intérêt

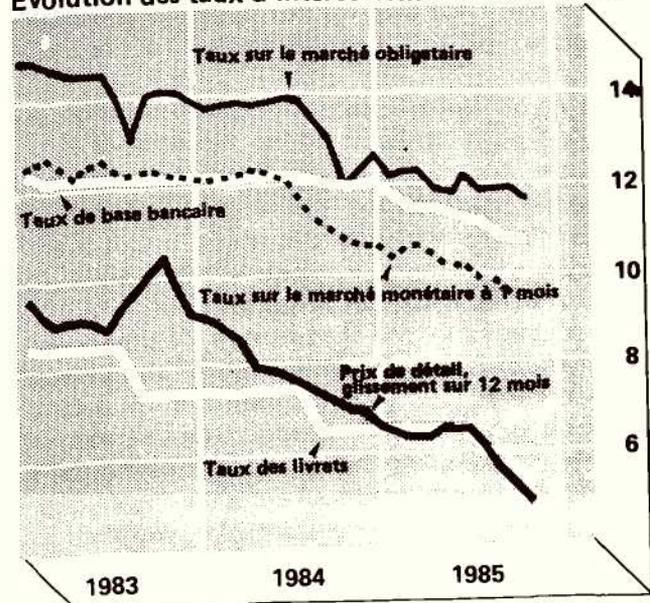
La volonté manifestée par les pouvoirs publics de faire baisser les taux d'intérêt répond à trois objectifs : favoriser la désinflation en diminuant la charge des emprunts pour les entreprises, soulager le poids du service de la dette publique dans les dépenses du budget, et enfin favoriser une croissance plus forte, à coût budgétaire réduit et dont l'investissement serait la composante active.

Dans un contexte international favorable, la décreue des taux nominaux s'est ainsi poursuivie en 1985 : le taux au jour le jour sur le marché monétaire est revenu de 10,75 % à la fin de 1984 à 8,9 % en novembre 1985.

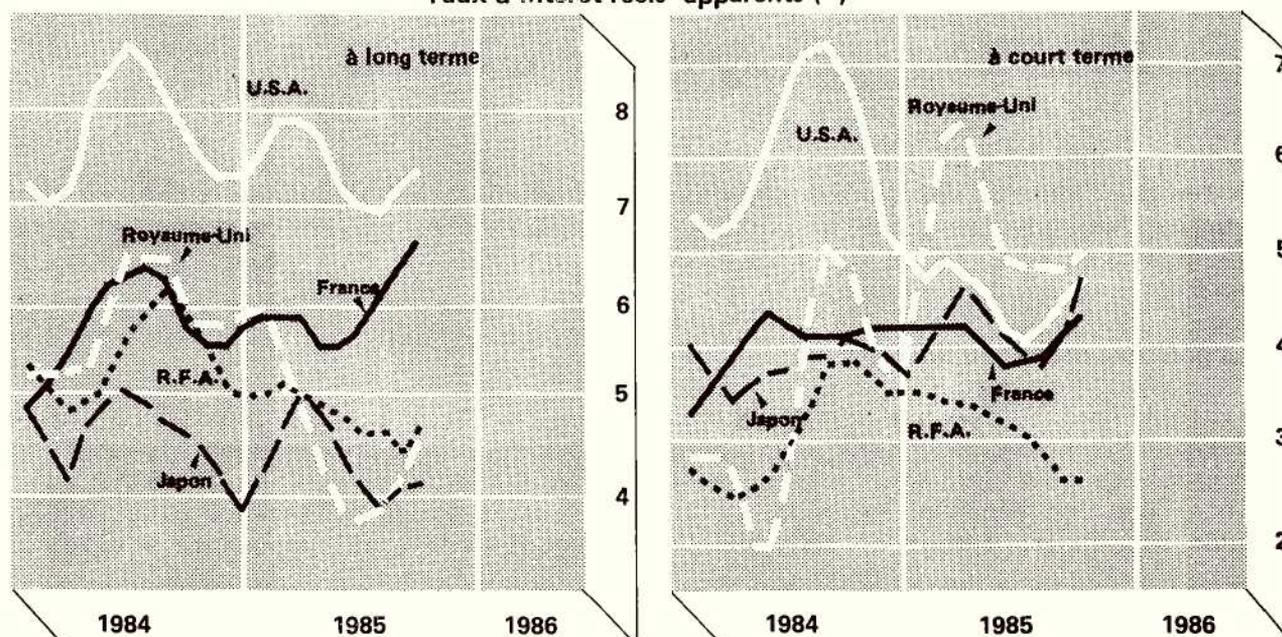
Toutefois, l'évolution des taux semble inerte au regard de la désinflation. Les taux réels apparents à court et surtout à long terme, qu'on obtient en retranchant aux taux nominaux le glissement annuel observé des prix de détail, ont continué de progresser, alors qu'ils reculaient en Allemagne et aux Etats-Unis. Cette inertie résulte d'une part de la contrainte de change et d'autre part de la contrainte liée au maintien d'une hiérarchie des taux compatible avec les modalités actuelles de financement du Trésor et des banques.

La première se reflète dans l'attitude très prudente des autorités monétaires : en dépit du glissement du dollar vis-à-vis du deutschemark, le franc s'est maintenu fermement en tête du SME. Et ce n'est que très récemment que l'écart entre les taux à court terme français et allemand s'est réduit significativement : il est passé de 5,5 à 4,4 points entre décembre 1984 et novembre 1985.

Evolution des taux d'intérêt nominaux en France



Taux d'intérêt réels apparents (*)



(*) Corrigés du glissement annuel observé des prix de détail (MM3)

La seconde résulte à la fois du moindre recours aux ressources monétaires pour financer le déficit public et de l'incitation qu'ont les banques, avec le dispositif actuel de régulation du crédit, à développer leurs ressources stables, particulièrement obligataires. Ainsi, en 1985, le Trésor et les institutions financières auront collecté plus de 80 % des souscriptions d'obligations.

En partie sous l'effet de cette seconde contrainte, l'écart entre les taux à long et à court terme, qui s'était resserré à moins de 1,5 points à la fin 1984, s'est élargi depuis. Les taux du marché obligataire se sont même tendus au cours de l'été, en liaison avec l'important volume d'émissions du deuxième trimestre, avant de retrouver en octobre leur tendance à la baisse.

De fait, la diminution du coût des ressources des banques, et donc du taux de base bancaire, ne s'est pas faite au rythme de la baisse du taux du marché monétaire (- 1,9 points entre décembre 1984 et novembre 1985 pour ce dernier ; - 1,3 points pour le taux de base bancaire).

Ainsi, même dans l'hypothèse d'une faible contrainte de change au premier semestre 1986, les taux d'intérêt réels connaîtraient au mieux une baisse très limitée.

4. La politique monétaire

Sur l'année 1985, la croissance de la masse monétaire M2R devrait être comprise entre 6,5 % et 7 %. Supérieure à l'objectif initial (compris entre 4 et 6 %), cette progression traduit cependant une stabilité du taux de liquidité de l'économie (M2R/PIB marchand) autour de 50 %. La progression de l'ensemble des placements liquides à court terme (tableau) est plus modérée, soit 6 % environ. Le rythme de l'expansion monétaire a été marqué depuis le début de l'année par les fluctuations du marché obligataire. Très fort (plus de 8 % par an) lorsque ce dernier était mal orienté, il est revenu en-dessous des 6 % au second trimestre avec la reprise des émissions. Sur la base de statistiques allant jusqu'en août pour les agrégats monétaires et des tendances récentes du marché obligataire, le profil du second semestre serait proche du premier : une croissance forte au troisième trimestre, plus modérée ensuite.

Les contreparties de la masse monétaire en 1985

| | Encours fin décembre 1984 (MF) | Variation observée % 1/ |
|--------------------------------------|-----------------------------------|----------------------------|
| Masse monétaire M2R | 1 990 | 6,6 |
| Contreparties | | |
| . Extérieur | 40 | n.s. |
| . Crédit interne net | 1 950 | 3,6 |
| dont : | | |
| . Crédit sur Trésor Public | 274 | 4,9 |
| . Crédit sur l'économie | 2 069 | 11,8 |
| . Ressources stables et divers | - 393 | n.s. |

1/ Variation en taux annuel des MM3 entre décembre 1984 et juillet 1985, CVS.

L'évolution des liquidités en 1985

| | Encours à fin décembre 1984 (MF) | Variations en % | |
|---|--|-----------------|--------------------|
| | | 1984 | 1985 ^{2/} |
| Disponibilités monétaires M1R | 1050 | 9,5 | 6,1 |
| Ensemble des liquidités M3R | 2907 | 8,0 | 6,1 |
| dont : | | | |
| . Placements à vue ^{1/} | 1123 | 8,3 | 6,0 |
| . Bons et dépôts à terme | 552 | 2,4 | 1,7 |
| . Epargne contractuelle | 182 | 16,7 | 23,7 |
| (Placements dans les caisses d'épargne) | (868) | (8,1) | (6,8) |

1/ Livrets ordinaires, livrets A, livrets bleus, CODEVI, LEP, comptes d'épargne logement.
2/ Variation en taux annuel entre décembre 1984 et août 1985.
3/ Premier semestre de 1985/premier semestre de 1984.

Plusieurs éléments concourent à expliquer le dépassement de l'objectif initial de M2R.

La contribution de l'**extérieur** à la création monétaire serait proche de 30 MF (une hypothèse de neutralité avait été retenue lors de la fixation de l'objectif). L'effet expansif du redressement de la balance courante et des entrées de capitaux (souvent liées à des opérations à court terme, et donc susceptibles de retournements rapides) n'a été que partiellement compensé par les remboursements anticipés de certains emprunts extérieurs.

Après leur forte progression au début de l'année, les **créances sur le Trésor Public** sont revenues fin août à un rythme voisin de 5 %. La meilleure tenue du marché obligataire en fin d'année devrait permettre, en dépit d'un besoin de financement de l'Etat supérieur à ce qu'impliquait la loi de finances initiale, de limiter la création monétaire au bénéfice du Trésor à un peu plus de 30 MF (ce chiffre toutefois n'inclut pas l'augmentation de 12 MF de bons du Trésor détenus par les SICAV).

La hausse encore relativement forte des **créances sur l'économie** suscite des interrogations. Elle recouvrirait :

- un fort développement au premier semestre des **crédits de trésorerie aux ménages**. Ceci conforte l'évolution de la consommation et de l'épargne des ménages qu'observent les comptes nationaux au premier semestre (chapitre IV). La croissance des crédits à l'habitat est plus modérée et n'aurait concerné que les prêts conventionnés.
- de façon plus surprenante au regard de la diminution du besoin de financement des sociétés que montrent les comptes nationaux, la demande de **crédits de trésorerie** par les **entreprises** est restée soutenue (les crédits à l'investissement,

L'aménagement du dispositif de contrôle du crédit en 1986

Les dispositions importantes du système précédent sont conservées : des **réserves non rémunérées** doivent être constituées auprès de la banque centrale, dont le montant est fonction de la variation des **emplois nets** recensés à une fin de trimestre par rapport au même trimestre un an avant. La définition des **emplois nets** reste la même : c'est l'encours des créances sur l'économie en francs, nettes des fonds propres (affectés d'un coefficient de 1,5) et des emprunts obligataires. Les réserves sont à maintenir pendant un an à compter de l'accroissement d'encours, avant d'être incluses dans l'encours de référence.

Trois modifications interviennent :

a/ la formule de calcul du montant des réserves à constituer devient :

$$R = 0,2 + 0,2 x^2 \quad (\text{pour } x > 0)$$

où R est le montant des réserves (en % de l'encours)

x est le taux de croissance en % des emplois nets sur un an

Cette formule introduit une constante de 0,2 correspondant au plancher de réserves sur les emplois, relevé de 0,1 à 0,2 % en novembre 1985. Elle apparaît moins progressive que la formule à laquelle elle se substitue : $R = 0,2 \times (x + 2)$, comme le montre le tableau suivant, où l'encours de référence est supposé être égal à 100.

| | | | | | | | |
|---------------------------|-----|-------|-------|-----|-----|-----|-----|
| Nouvel encours | 100 | 100,3 | 100,5 | 101 | 102 | 103 | 105 |
| R (ancienne formule) | 0,1 | 0,14 | 0,25 | 0,6 | 1,6 | 3 | 7 |
| R (nouvelle formule) | 0,2 | 0,22 | 0,25 | 0,4 | 1,0 | 2 | 5,2 |

b/ de façon transitoire pour 1986, l'encours de référence, qui correspond à un trimestre donné à l'encours du même trimestre de l'année précédente, est affecté d'un coefficient de 0,9725 (ce coefficient avait déjà été ramené de 1 à 0,985 au troisième trimestre de 1985). Il a été jugé en effet, au vu des abattements autorisés sur certains types de prêts (prêts conventionnés pour l'essentiel), que le maintien d'un coefficient de 1 entraînerait une croissance trop forte des crédits.

Soit une banque dont l'encours de référence est de 100 au premier trimestre 1985 (c'est-à-dire 97,25 après application du coefficient). Les réserves à constituer, selon que son encours de crédits est de 100 ou de 102 au premier trimestre 1986, deviennent :

| | | |
|-----------------------------------|------|------|
| Encours en 1986.1 | 100 | 102 |
| Réserves (nouvelle formule) | 1,8 | 4,97 |
| Réserves (ancienne formule) | 2,73 | 6,72 |

c/ enfin les réserves à constituer sur les dépôts, traditionnellement très faibles en France, sont relevées à compter de novembre 1985 ; elles passent de 2,5 à 3,0 % sur les dépôts à vue ; de 0,25 % à 0,50 % sur les autres dépôts. Elles restent toutefois bien plus faibles par exemple qu'en Allemagne (10,75 % sur les dépôts à vue, et 4,5 % sur les dépôts à terme) ou qu'aux Etats-Unis.

il est vrai, n'ont guère progressé). Selon des données d'enquête, cette demande serait surtout le fait des petites entreprises, et parmi elles, surtout de celles du commerce et de l'agriculture. Cette progression pourrait traduire aussi la poursuite d'un comportement actif de placement financier par les entreprises, au détriment d'une contraction plus rapide de l'endettement.

Il n'est pas exclu que ces évolutions s'expliquent aussi par la relative souplesse des autorités dans la mise en place du nouveau système du contrôle du crédit au début de 1985. Cette période transitoire a conduit les banques à une prospection active de la clientèle de façon à relever leurs encours de référence. Les autorités ont réagi en ramenant, dès le troisième trimestre, de 100 % à 98,5 % l'encours de référence des créances nettes assujetties à réserve.

L'objectif monétaire en 1986

Des réformes importantes devraient continuer à modifier le paysage monétaire et financier en 1986 : nouveaux produits financiers, ouverture progressive du marché monétaire aux agents non financiers, réduction des crédits à taux privilégié ; mais aussi réforme du dispositif de contrôle du crédit (encadré 1) et réforme des agrégats monétaires (encadré 2).

Ces nombreux changements rendent délicate la définition et le suivi d'un objectif monétaire pour 1986, année qui devrait, comme 1985, être surtout une année de transition.

La croissance de M3, nouvel agrégat support devra s'inscrire en 1986 dans une fourchette de 3 à 5 %, objectif a priori restrictif puisque la croissance attendue du PIB en valeur est d'environ 6 %. Toutefois, l'objectif prend en compte des effets de substitution entre actifs financiers : le développement attendu des billets de trésorerie (10 à 15 MF) et des bons du trésor négociables (environ 40 MF), actifs qui ne figurent pas dans le nouvel agrégat M3 mais dans l'agrégat L, se fera pour partie au détriment de la croissance de M3. L'exclusion des plans d'épargne-logement des agrégats monétaires va aussi dans ce sens. Pour garder le contrôle des agrégats monétaires malgré ces substitutions, L et M2 feront l'objet d'une surveillance étroite.

Les activités de la Caisse de Dépôts seront progressivement intégrées dans le contrôle des contreparties de l'agrégat M3, toutefois selon les modalités spécifiques.

L'extérieur conserverait comme en 1985 une incidence expansive sur la création monétaire (d'environ 30 MF) liée à la poursuite de l'amélioration de la balance des paiements courants.

La réduction de la part monétaire du financement du déficit de l'Etat (environ 150 MF) devrait se poursuivre. Le recours au marché obligataire est appelé à s'accroître : il est prévu un montant de l'ordre de 110 MF d'émissions brutes (+ 10 % par rapport à 1985), soit en fait environ 74 MF de collecte nette si l'on tient compte de la forte croissance des remboursements d'emprunts (36 MF, dont 14 MF au titre de l'emprunt obligataire, contre 11 MF en 1985). La contraction des créances sur le Trésor incluses dans les contreparties reposerait alors pour l'essentiel sur l'essor des bons du trésor négociables, qui ne figurent pas dans les contreparties de la masse monétaire.

En tout état de cause, la contrainte monétaire freinera l'évolution des créances sur l'économie, et en particulier, celle des crédits ordinaires, du fait de la croissance, toujours soutenue, des prêts conventionnés. Elle conduira, au moins au-

tant qu'en 1985, les institutions financières à accroître leur recours au marché obligataire et à développer leurs fonds propres. L'objectif fixé paraît toutefois cohérent avec la contraction attendue du besoin de financement des entreprises et des modes de financement substituables au crédit bancaire.

De nouveaux agrégats monétaires en 1986

La réforme des agrégats monétaires tient compte de l'innovation financière, et en particulier du développement de l'activité des organismes de placement collectif (SICAV, FCP) dont les liquidités sont désormais incluses dans les divers regroupements en fonction de leur nature. Les différents actifs, et notamment les nouveaux instruments financiers, sont classés en fonction de critères utiles à l'analyse monétaire (échéance, liquidité, substituabilité ...). L'ancien critère institutionnel de ventilation, selon lequel des actifs de même nature (livrets d'épargne, ou compte d'épargne-logement par exemple) figuraient dans des agrégats différents selon qu'ils étaient gérés ou non par les banques, est abandonné.

Les nouveaux agrégats se présenteront désormais de la manière suivante :

M1 : Moyens de Paiement

- = Monnaie divisionnaire
- + Billets
- + Ensemble des dépôts à vue (y compris ceux des SICAV, de la CDC, des collectivités locales et au Trésor)

M2 : Disponibilités monétaires

- = M1 + Ensemble des placements à vue, quel que soit l'organisme gestionnaire : livrets ordinaires et livrets A, livrets bleus, CODEVI, LEP, comptes d'épargne-logement.

M3 : Masse monétaire

- = M2 + Dépôt à vue et à terme en devises
- + Dépôts à terme bancaires et au Trésor
- + Bons du Trésor sur formule
- + Bons des PTT, des GREP, de la CNE
- + Bons de caisse et d'épargne bancaires
- + Rémérés
- + Certificats de dépôts et billets de trésorerie des établissements de caractère bancaire.

L = Ensemble des liquidités

- = M3 + Bons du trésor négociables
- + Bons du trésor des SICAV
- + Billets de trésorerie émis par les agents non financiers et détenus par les ANF et les SICAV et FCP
- + Plans d'épargne-logement
- + Livrets d'épargne entreprise.