

Avis n° HCFP-2015-01
relatif aux prévisions macroéconomiques associées au projet de programme
de stabilité pour les années 2015 à 2018

13 avril 2015

Le Haut Conseil des finances publiques a été saisi par le Gouvernement le 7 avril 2015, en application de l'article 17 de la loi organique n° 2012-1403 du 17 décembre 2012 relative à la programmation et à la gouvernance des finances publiques, des prévisions macroéconomiques sur lesquelles repose le projet de programme de stabilité pour les années 2015 à 2018, établi au titre de la coordination des politiques économiques des Etats membres de l'Union européenne. Le Haut Conseil a adopté, après en avoir délibéré lors de sa séance du 13 avril 2015, le présent avis.

Synthèse

Depuis quelques mois, la France et la zone euro bénéficient d'une conjonction de facteurs qui devraient soutenir la croissance à court et à moyen terme, au premier rang desquels la forte baisse du prix du baril de pétrole et la dépréciation de l'euro. Le « policy mix » est également plus favorable, avec un nouvel assouplissement de la politique monétaire de la BCE et un ajustement budgétaire dont le rythme moyen a fortement ralenti dans plusieurs pays européens.

Si les ingrédients d'une reprise sont là, entraînant notamment un redressement de la consommation des ménages, ils ne se sont pas encore traduits par une hausse sensible de la production. Au-delà du rebond en cours, l'enclenchement d'une reprise durable dépendra du comportement des agents économiques et supposera un redémarrage de l'investissement, qui n'est pas encore perceptible. Les incertitudes sont nombreuses sur l'ampleur et la pérennité de la reprise économique, dans un contexte où les risques financiers se sont accrus. Ce contexte plaide pour que le scénario de finances publiques soit fondé sur des hypothèses prudentes.

Le Haut Conseil estime que la prévision de croissance du Gouvernement de 1 % en 2015, inchangée par rapport au projet de loi de finances pour 2015, est désormais prudente, dans le contexte plus favorable créé par les fortes baisses du cours du pétrole et de l'euro. Les prévisions d'inflation et de masse salariale ont été à juste titre revues substantiellement à la baisse.

Le Haut Conseil considère que, nonobstant les risques financiers, les prévisions de croissance pour les années 2016 à 2018 sont prudentes. Elles visent à assurer la crédibilité de la trajectoire nominale de finances publiques.

Toutefois, le Haut Conseil s'interroge sur la pertinence d'un écart de production (écart entre la production effective et la production potentielle) très creusé pendant près d'une décennie et qui ne se réduirait pratiquement pas à l'horizon 2018, ce qui ne s'accorde pas avec l'accélération de l'investissement, de l'inflation et des salaires

retenue par ailleurs dans le scénario du Gouvernement. Il estime qu'une hypothèse de croissance potentielle moins élevée aurait permis un début de résorption de l'écart de production. Pour la même trajectoire de déficit nominal, elle aurait conduit à un ajustement structurel moins important.

Le Haut Conseil regrette enfin que la croissance potentielle, dont l'estimation est entourée de fortes incertitudes, ait été revue quelques mois seulement après l'adoption de la loi de programmation de décembre 2014. Cette révision rend peu lisible le partage entre les composantes conjoncturelle et structurelle du solde public et plus difficile l'analyse de la politique budgétaire.

Introduction

1- Sur le périmètre du présent avis

Aux termes de l'article 17 de la loi organique du 17 décembre 2012, le Haut Conseil des finances publiques est saisi pour avis des seules prévisions macroéconomiques sur lesquelles repose le projet de programme de stabilité.

Le présent avis ne porte donc pas sur le scénario de finances publiques lui-même. Toutefois, en raison de l'impact des finances publiques sur la croissance à court comme à moyen termes, le Haut Conseil doit tenir compte, pour apprécier le réalisme du scénario macroéconomique qui lui est présenté, des éléments relatifs à la trajectoire de finances publiques.

2- Sur les informations transmises et les délais

Le Haut Conseil des finances publiques a été saisi par le Gouvernement, le 7 avril 2015, du cadrage macroéconomique du projet de programme de stabilité. Cette saisine a été suivie de réponses détaillées à un questionnaire qui avait été adressé au préalable par le Haut Conseil aux administrations compétentes.

En application de la loi organique du 17 décembre 2012, le Haut Conseil doit rendre son avis deux semaines avant la transmission du programme de stabilité au Conseil de l'Union européenne et à la Commission européenne, prévue le 30 avril.

3- Sur la méthode utilisée par le Haut Conseil

Pour apprécier le réalisme des prévisions macroéconomiques associées au projet de programme de stabilité, le Haut Conseil a examiné les hypothèses retenues ainsi que les enchaînements économiques attendus jusqu'à l'horizon de la prévision. Il s'est fondé sur les dernières statistiques disponibles et sur les informations qui lui ont été communiquées concernant les mesures de politique économique décidées par le Gouvernement à la date de publication du présent avis.

Le Haut Conseil s'est appuyé pour le présent avis sur les prévisions produites par un ensemble d'organismes comprenant des institutions internationales – la Commission européenne (février 2014), le Fonds monétaire international (avril 2015) et l'Organisation de coopération et de développement économique (mars 2015) –, l'Institut national de la statistique et des études économiques (avril 2015) et des instituts de conjoncture tels que COE-Rexecode (avril 2015) et l'Observatoire français des conjonctures économiques (avril 2015).

Il a par ailleurs procédé, comme le permet l'article 18 de la loi organique, à des auditions des représentants des administrations compétentes (direction générale du Trésor, direction du budget), de l'INSEE et d'organismes et experts extérieurs à l'administration¹.

¹ Représentants de l'OFCE, de COE-Rexecode et chef économiste de la Société générale.

I- Un nouveau contexte économique

1- Une conjonction de facteurs favorables à un rebond...

Après la longue période de stagnation ou de récession qui a résulté de la crise financière puis de celle des dettes souveraines et des ajustements budgétaires réalisés simultanément dans plusieurs pays, la France et plus généralement la zone euro bénéficient depuis quelques trimestres d'une conjonction de facteurs favorables qui devraient contribuer à améliorer la confiance et à soutenir la croissance à court terme. Les deux moteurs les plus importants sont :

- la baisse du prix du baril de pétrole, de près de 40 % en euros depuis un an. Elle constitue un choc positif à la fois de demande en soutenant le pouvoir d'achat des ménages², et d'offre, car elle fait baisser le coût des consommations intermédiaires pour les entreprises ;
- la dépréciation de l'euro, d'environ 20 % sur un an par rapport au dollar³. En améliorant la compétitivité des exportations françaises, elle contribue à accentuer les effets favorables de la baisse du prix du pétrole sur l'activité, tout en neutralisant en partie ses effets sur l'inflation. Cette baisse ne garantit toutefois pas de gains de parts de marché par rapport aux autres pays de la zone euro puisque ceux-ci en bénéficient également.

Ces deux chocs positifs ont fortement et en peu de temps modifié l'environnement économique depuis l'été 2014, amenant la plupart des analystes à revoir à la hausse leurs prévisions de croissance⁴. Ils conduisent le Haut Conseil à considérer que l'hypothèse d'un rebond de la croissance en 2015, incertaine à l'automne, est désormais étayée⁵.

D'autres paramètres de politique économique devraient également favoriser une reprise, notamment un *policy mix*⁶ plus favorable à la croissance en zone euro :

- la politique de rachat d'actifs menée par la BCE depuis début mars 2015, qui constitue une nouvelle étape dans l'assouplissement monétaire. Dans la mesure où la majorité des entreprises françaises ne souffrent pas d'un rationnement du crédit, ses effets seront surtout sensibles pour la France *via* la dépréciation de l'euro, et, indirectement, *via* les échanges extérieurs si cette action favorise la reprise de l'activité chez nos partenaires d'Europe du sud ;

² Compte tenu notamment du poids des taxes, le prix des produits pétroliers consommés par les ménages a baissé de 12 % depuis un an en France.

³ Cela correspond pour la France à une dépréciation d'environ 5 % du taux de change effectif en prenant en compte l'ensemble des partenaires commerciaux y compris ceux de la zone euro.

⁴ Conventionnellement, le prix du pétrole et le change sont gelés en prévision par la plupart des prévisionnistes.

⁵ D'après les évaluations existantes, une baisse du prix du baril de pétrole de 50 dollars aurait un effet sur l'activité d'environ 0,5 % au bout de deux ans et celle d'une dépréciation du taux de change effectif de 10 % compris entre 0,2 et 0,6 %.

⁶ Combinaison des politiques monétaire et budgétaire.

- un ralentissement du rythme d'ajustement budgétaire en Europe, les politiques budgétaires étant désormais globalement neutres en 2014 et 2015 en zone euro⁷ selon les prévisions d'hiver de la Commission européenne⁸. Le ralentissement des efforts budgétaires dans plusieurs pays voisins a des effets positifs sur la demande intérieure en zone euro. Il devrait rendre la poursuite du redressement des finances publiques françaises moins pénalisante pour l'activité ;
- les baisses d'impôts et de cotisations pour les entreprises mises en œuvre dans le cadre du CICE et du Pacte de responsabilité et de solidarité qui contribuent à baisser le coût du travail. Leurs effets sur l'emploi et la compétitivité dépendront en grande partie du comportement de marge des entreprises.

Les plans de soutien à l'investissement, en particulier au niveau européen (*Plan Juncker*), pourraient également stimuler l'activité à moyen terme⁹ et relever la croissance potentielle à long terme.

Les premiers indices de redémarrage sont visibles sur la consommation des ménages mais moins sur la production. L'amélioration semble moins marquée en France que dans d'autres pays de la zone euro.

En France, la confiance des ménages a atteint en mars 2015 son plus haut niveau depuis novembre 2010 même si elle reste en-dessous de sa moyenne de long terme. La consommation des ménages en biens manufacturés y a progressé de 1,9 % sur un an¹⁰, portée par le regain de pouvoir d'achat lié à la baisse des prix de l'énergie et aux moindres hausses d'impôt. A ce stade, cette reprise ne s'est encore que peu traduite par une hausse de la production.

Les carnets de commande étrangers des entreprises ont commencé à se redresser. Le climat des affaires, mesuré par les enquêtes de conjoncture auprès des entreprises, s'améliore aussi mais à un rythme lent. L'indicateur de retournement de l'INSEE est désormais en zone positive depuis plusieurs mois. S'il progresse dans le commerce, l'indice du climat des affaires n'a cependant pas connu d'amélioration franche dans l'industrie et les services, et reste dégradé dans la construction, confirmant que la reprise est d'abord tirée par la consommation.

2- ...mais des incertitudes sur l'ampleur de la reprise et sa pérennité...

Si les derniers trimestres ont vu l'émergence de facteurs qui favorisent une reprise économique, l'ampleur de cette dernière et sa pérennité restent incertaines.

D'une part, les épisodes de reprise passés suggèrent que les effets pleins de la baisse du prix du pétrole et de celle du change peuvent prendre du temps. Ils dépendront en grande partie du comportement des entreprises en matière de reconstitution de leurs marges,

⁷ La France est, avec l'Espagne, le seul des « grands » pays de la zone euro dont le déficit n'est pas revenu sous la barre des 3 % du PIB en 2014.

⁸ Les efforts réalisés simultanément dans la plupart des pays européens (environ 1 point de PIB par an en moyenne) ont fortement pesé sur l'activité sur la période 2011-2013.

⁹ Les effets de ce plan d'investissement européen (dit *Plan Juncker*) se situeraient sur la deuxième partie de la période de projection étant donné les délais de sélection des projets et de mises en chantier.

¹⁰ Glissement annuel lissé sur trois mois en février.

d'investissement et de création d'emplois. Quoi qu'il en soit, ces stimuli de croissance ne sont pas renouvelables.

D'autre part, la montée en charge des effets des réductions d'impôts et de cotisations des entreprises pourrait n'être que très progressive.

La pérennité et l'ampleur de la reprise dépendront donc de la capacité de l'économie française à trouver des relais dans des moteurs internes.

S'agissant de la politique monétaire, les conséquences de l'assouplissement quantitatif (*Quantitative Easing*)¹¹ décidé par la Banque Centrale Européenne sont mal connues, notamment sur l'inflation. A cet égard, les anticipations à moyen terme restent inchangées autour de 1,8 % pour les prévisionnistes, mais sont nettement inférieures pour les investisseurs financiers.

Au-delà des incertitudes sur les facteurs conjoncturels et les mesures de politique économique soutenant la croissance, d'autres freins pourraient brider la reprise en France. La faiblesse persistante de l'investissement menace d'obsolescence les capacités industrielles. En outre, certains partenaires commerciaux de la France pourraient bénéficier davantage de l'environnement international porteur dans la mesure où ils ont connu, depuis quelques années, des baisses importantes du coût du travail rendant leurs entreprises plus compétitives que leurs concurrentes françaises.

Dans ce contexte, deux types de scénarios sont envisageables :

- une reprise durable dans laquelle l'impulsion initiale donnée par la baisse du prix du pétrole et la dépréciation de l'euro enclencherait d'autres moteurs, notamment celui de l'investissement, et déboucherait sur une croissance soutenue : au-delà du rebond en cours, l'économie française pourrait alors connaître pendant plusieurs années une croissance sensiblement supérieure à la croissance potentielle ;
- un rebond sans reprise. La demande interne, ne bénéficiant plus des stimuli du pétrole et du change, ne trouverait pas de relais pour entretenir la croissance, en raison notamment d'un manque de dynamisme de l'investissement. Quant aux échanges extérieurs, ils pourraient pâtir d'une compétitivité insuffisante des entreprises françaises. La croissance resterait sur le moyen terme bien en-deçà des niveaux d'avant crise.

3- ...et des risques financiers importants

Les fragilités financières se sont accrues depuis 2014. La hausse des marchés boursiers a été rapide et massive aux Etats-Unis puis en Europe. Plusieurs indicateurs suggèrent que les marchés financiers peuvent désormais être à nouveau confrontés à des risques de caractère systémique¹². Dans un environnement de taux d'intérêt historiquement bas, les acteurs (institutions financières, compagnies d'assurance, gestionnaires d'actifs...) sont confrontés à des déséquilibres de bilan. En conséquence, leur recherche de rendement provoque des

¹¹ Mesure de politique monétaire non conventionnelle.

¹² Par exemple, l'indicateur de CAPE qui rapporte l'indice boursier à la moyenne des profits des entreprises au cours des 10 dernières années et le corrigé du cycle économique suggère que le S&P 500 pourrait avoir atteint un pic.

modifications profondes de l'environnement de marché, altérant notamment la perception et la représentation du risque et du prix des actifs (obligations et actions).

Ces tendances seraient susceptibles de peser sur les perspectives de croissance à court ou moyen terme, voire d'interrompre la reprise en cas de correction brutale des marchés. Ces risques financiers pourraient être accentués par un resserrement monétaire aux Etats-Unis dont les conséquences auraient été mal anticipées.

La poursuite de l'appréciation du dollar serait également de nature à enrayer la croissance américaine en pénalisant les exportations. Elle accroît la vulnérabilité des économies émergentes, dont beaucoup se sont endettées en dollars et sont exposées à des sorties rapides de capitaux. A l'extrême, des variations de change trop rapides et non prévues sont potentiellement un facteur de choc systémique.

Ces facteurs restent difficiles à quantifier et ne sont que très peu intégrés dans les prévisions macroéconomiques qui servent de cadrage aux programmations pluriannuelles de finances publiques.

II- Observations sur les prévisions pour 2015

1- Le scénario du Gouvernement

La prévision retenue pour 2015 correspond à un changement de rythme de croissance au premier semestre. La croissance du PIB a été pratiquement nulle en glissement sur l'année 2014. Elle serait en moyenne de 0,3% par trimestre au 1^{er} semestre 2015 et de 1 % sur l'année.

Elle s'appuierait sur une croissance plus forte de la consommation, soutenue par l'amélioration du pouvoir d'achat des ménages, et sur une progression plus rapide des exportations bénéficiant d'une reprise de la demande mondiale et de la dépréciation de l'euro. Les importations accéléreraient avec la demande intérieure.

La hausse des prix à la consommation serait nulle en 2015 en moyenne annuelle.

Après trois années de repli, l'emploi marchand se stabiliserait en moyenne sur l'année 2015 grâce aux effets conjugués du CICE et du Pacte de responsabilité et de solidarité. L'emploi total augmenterait de 0,3 %, en raison d'un nouvel accroissement du nombre de contrats aidés.

2- Appréciation du Haut Conseil

Le Haut Conseil relève que le scénario du Gouvernement est celui d'un lent redémarrage de l'économie.

La prévision de **croissance** de 1 % est identique à celle retenue par la Commission européenne (1 % en février) et par le consensus des économistes (1 % selon le *Consensus Forecasts* de mars), légèrement inférieure à celles de l'OCDE (1,1 % en mars) et du FMI (1,2 % en avril).

Elle est cohérente avec les prévisions à court terme présentées par l'INSEE dans sa note de conjoncture publiée début avril. Celles-ci correspondent à un acquis de croissance de 0,8 % à l'issue du 2^{ème} trimestre 2015¹³.

Le faible rythme d'évolution de l'**investissement** des entreprises retenu par le Gouvernement (1,2 % hors construction mais 0,3 % au total), limité par l'importance des capacités de production disponibles et la faiblesse des taux de marge des entreprises, est en ligne avec la prévision d'un lent redémarrage de l'activité.

Le Haut Conseil note que l'hypothèse retenue par le Gouvernement pour la croissance du **commerce mondial** (une progression de 4,5 % en 2015 après 3,5 % en 2014) a été revue à la baisse de 0,7 point par rapport au cadrage de la loi de finances 2015¹⁴. Elle s'inscrit dans le prolongement des tendances observées au 2^{ème} semestre 2014 et est très proche de celles retenues par la Commission européenne, le FMI et l'OCDE dans leurs prévisions les plus récentes.

Le Haut Conseil considère justifiée la forte révision à la baisse de la prévision d'**inflation** du Gouvernement (stabilité des prix à la consommation en moyenne annuelle 2015), par rapport à celle de la loi de finances pour 2015 (0,9 %). Il estime néanmoins qu'une inflation légèrement négative en moyenne annuelle 2015 ne peut être exclue.

Il observe que le retard d'ajustement de l'**emploi marchand**, prévu dans le scénario, est habituel dans cette phase du cycle. La reprise modérée de la production se traduirait d'abord par une augmentation de la productivité du travail.

Selon le Gouvernement, la **masse salariale** en valeur des secteurs marchands non agricoles augmenterait de 1,3 % en 2015 (au lieu de 2 % dans le cadrage de la LFI 2015) après 1,4 % en 2014. Le Haut Conseil constate que cette progression nominale un peu plus faible en 2015 qu'en 2014, qui résulterait d'une décélération du salaire moyen, est cohérente avec les prévisions de l'ACOSS pour le 1^{er} semestre. Le ralentissement du salaire moyen serait toutefois moins marqué que celui des prix à la consommation, conduisant à une augmentation du salaire réel.

Pour compenser la baisse de rendement de certaines mesures du projet de loi de finances liée à la révision de l'inflation¹⁵, le Gouvernement a annoncé un nouvel **ajustement budgétaire** de 4 Md€ en 2015, dont une part importante prend la forme d'économies de constatation. Le Haut Conseil estime que cet ajustement ne devrait guère avoir d'influence sur le scénario macroéconomique.

Au total, le Haut Conseil estime que la prévision de croissance du Gouvernement de 1 %, inchangée par rapport au projet de loi de finances pour 2015, est désormais prudente, dans le contexte plus favorable créé par les fortes baisses du cours du pétrole et de l'euro. Les prévisions d'inflation et de masse salariale ont été à juste titre revues substantiellement à la baisse.

¹³ Atteindre un taux de croissance en moyenne annuelle de 1% nécessiterait une croissance trimestrielle de ¼ % aux troisième et quatrième trimestres.

¹⁴ Le Haut Conseil avait souligné le caractère optimiste de cette hypothèse dans l'avis sur le projet de loi de finances pour 2015.

¹⁵ En particulier le gel du point d'indice de la fonction publique et de certaines prestations sociales.

III- Observations sur les prévisions pour les années 2016 à 2018

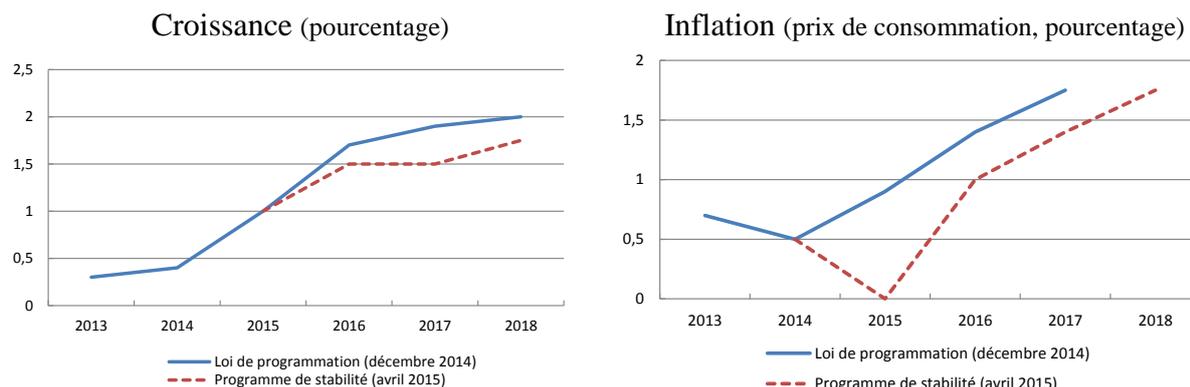
1- Le scénario du Gouvernement

Le Gouvernement retient une prévision de croissance annuelle de 1,5 % en 2016 et en 2017 puis 1¾ % en 2018. Sur cette période, l'activité serait essentiellement portée par un redémarrage modéré de l'investissement, qui prendrait le relais de la baisse du prix du baril de pétrole et de la dépréciation de l'euro.

Par rapport à la loi de programmation de décembre 2014, la croissance a été révisée à la baisse de 0,2 point en 2016, 0,4 en 2017 et 0,3 en 2018. En revanche la croissance potentielle a été rehaussée de 0,2 point par an à partir de 2016, afin d'incorporer l'effet des réformes structurelles. La croissance effective ne dépasserait pas son potentiel avant 2018. En conséquence, l'écart de production resterait très négatif sur toute la période.

La reprise de l'inflation est décalée d'un an (Graphique 1). La hausse des prix s'accélérait à un rythme régulier pour atteindre 1,75 % en 2018.

Graphique 1. Révisions des prévisions de croissance et d'inflation



Source : Programme de stabilité (avril 2015) et Loi de programmation des finances publiques (décembre 2014).

2- Appréciation du Haut Conseil

Le scénario macroéconomique

Le Haut Conseil note que les prévisions présentées dans le programme de stabilité d'avril 2015 sont proches dans leur logique du premier scénario présenté dans la partie I. Il relève cependant que le Gouvernement en retient une version prudente : une **croissance** légèrement plus forte en 2016 qu'en 2015, stable en 2017 et ne marquant qu'une faible accélération en 2018.

La reprise de l'**inflation** résulte pour une large part de l'hypothèse d'arrêt de la baisse du prix des matières premières et de la dépréciation de l'euro. Dans un contexte de reprise modérée de la croissance, le Haut Conseil estime que la remontée de l'inflation et des salaires pourrait être plus tardive. Un taux de chômage encore très élevé et un besoin de reconstitution des marges peut-être pas totalement comblé par les mesures de baisse de cotisations, pourraient se traduire par des salaires augmentant durablement moins vite que la productivité.

Le Haut Conseil observe que si le scénario présenté par le Gouvernement peut être considéré comme prudent en termes de croissance, il ne tient pas compte, par construction,

des risques financiers mentionnés dans la première partie. Sans même évoquer le risque systémique, une appréciation trop forte du dollar pourrait par exemple enrayer la reprise américaine et accentuer la vulnérabilité de certaines économies émergentes, freinant les deux principaux moteurs du commerce mondial.

A l'inverse, la demande interne et l'activité dans la zone euro pourraient être plus dynamiques qu'envisagé.

L'écart de production et la croissance potentielle

Le Haut Conseil s'étonne de la quasi-stabilité d'un écart de production très creusé : -3,5 % de 2015 à 2017 puis -3,2 % en 2018. En effet la conjonction d'une hypothèse prudente de croissance effective et d'une révision à la hausse de la croissance potentielle conduit à ne pratiquement pas réduire l'écart de production. Or, une sous-utilisation aussi importante et aussi durable des moyens de production ne s'accorde pas avec l'accélération de l'investissement, de l'inflation et des salaires retenue par ailleurs dans le scénario du Gouvernement.

Un écart de production durablement creusé depuis 2008 se traduit dans la prévision du Gouvernement par une composante conjoncturelle du déficit public élevée et quasi-stable sur toute la période de projection. En conséquence, la réduction du déficit nominal qui découle du scénario macroéconomique serait de nature essentiellement structurelle. Une hypothèse de croissance potentielle moins élevée aurait permis une résorption partielle de l'écart de production. Pour la même trajectoire de déficit nominal, elle aurait conduit à un ajustement structurel moins important.

Le Haut Conseil est conscient de la fragilité du concept de croissance potentielle, qui, par nature, n'est pas une variable observable. Dans ces conditions, il recommande que la croissance potentielle ne soit pas trop fréquemment révisée car cela a des conséquences directes sur la mesure de l'effort budgétaire réalisé. Le fait que le programme de stabilité révisé la croissance potentielle arrêtée dans la loi de programmation de décembre 2014 pose à cet égard un problème de principe.

Au total, le Haut Conseil considère que, nonobstant les risques financiers, les prévisions de croissance pour les années 2016 à 2018 sont prudentes. Elles visent à assurer la crédibilité de la trajectoire nominale de finances publiques.

Toutefois, le Haut Conseil s'interroge sur la pertinence d'un écart de production (écart entre la production effective et la production potentielle) très creusé pendant près d'une décennie et qui ne se réduirait pratiquement pas à l'horizon 2018, ce qui ne s'accorde pas avec l'accélération de l'investissement, de l'inflation et des salaires retenue par ailleurs dans le scénario du Gouvernement. Il estime qu'une hypothèse de croissance potentielle moins élevée aurait permis un début de résorption de l'écart de production. Pour la même trajectoire de déficit nominal, elle aurait conduit à un ajustement structurel moins important.

Le Haut Conseil regrette enfin que la croissance potentielle, dont l'estimation est entourée de fortes incertitudes, ait été revue quelques mois seulement après l'adoption de la loi de programmation de décembre 2014. Cette révision rend peu lisible le partage entre les composantes conjoncturelle et structurelle du solde public et plus difficile l'analyse de la politique budgétaire.

Le présent avis sera publié au *Journal officiel* de la République française et joint au programme de stabilité lors de sa transmission par le Gouvernement au Conseil de l'Union européenne et à la Commission européenne.

Fait à Paris, le 13 avril 2015.

Pour le Haut Conseil des finances publiques,
le Premier président de la Cour des comptes,
président du Haut Conseil des finances publiques

A handwritten signature in blue ink, reading "Didier Migaud", is written over a horizontal blue line. The signature is cursive and includes a period at the end.

Didier MIGAUD

ANNEXE : Scénario macroéconomique du programme de stabilité

	2014*	2015	2016	2017	2018
Opérations sur biens et services en volume					
	% moyenne annuelle				
Produit intérieur brut	0,4	1,0	1,5	1,5	1 ¾
Consommation finale des ménages	0,6	1,5	1,5	1,5	1,7
Consommation finale publique	1,9	1,3	0,6	0,4	0,1
Formation brute de capital fixe	-1,6	-1,0	1,5	2,3	2,9
<i>dont : entreprises non financières</i>	0,7	0,3	3,3	3,3	3,9
<i>administrations publiques</i>	-3,3	-1,0	-3,7		
<i>ménages hors entrepreneurs individuels</i>	-5,9	-4,0	1,0		
Importations	3,9	4,7	4,7	4,9	5,5
Exportations	2,9	4,9	5,5	5,5	6,0
Contributions à l'évolution du PIB en volume					
Demande intérieure privée hors stocks	0,1	0,7	1,3		
Demande publique	0,0	0,3	0,0		
Variation des stocks et objets de valeur	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Commerce extérieur	-0,3	0,0	0,2	0,2	0,2
Prix et valeur					
Indice des prix à la consommation	0,5	0,0	1,0	1,4	1,75
Indice d'inflation sous-jacente brut	0,7	0,4	0,8		
Déflateur du produit intérieur brut	0,9	1,0	0,9	1,3	1,7
Produit intérieur brut en valeur	1,3	2,0	2,4		
Productivité, emploi et salaires					
Branches marchandes non agricoles :					
- Productivité du travail	0,3	0,9	1,1		
- Emploi salarié (personnes physiques)	-0,2	0,0	0,5	0,5	0,7
- Salaire moyen par tête	1,7	1,4	2,1	2,5	2,9
- Masse salariale	1,4	1,3	2,7	3,1	3,6
Emploi total	0,2	0,3	0,4		

* 2014 : Comptes nationaux trimestriels

Source : Ministère de l'économie et des finances (7 avril 2015).