

## España: Programa de Estabilidad 2015-2018

### El Gobierno constata la solidez del escenario

- *Dentro de las obligaciones de los Estados miembros de la UE en el marco del Semestre Europeo, el Consejo de Ministros aprobó el pasado jueves la Actualización del Programa de Estabilidad para el periodo 2015-2018 y el Programa Nacional de Reformas, en los que se fija el escenario macroeconómico y fiscal y los principales ejes de la política económica para los próximos años.*
  - *Dado que la recuperación de la actividad, iniciada en el tramo final de 2014, está siendo más intensa de lo previsto, el Gobierno ha revisado al alza la tasa de crecimiento del PIB prevista para el conjunto de este año, hasta el 2,9% (2% anterior). De este modo, la economía inicia un nuevo ciclo expansivo, tanto en términos de PIB, con tasas en el entorno del 3% anual en 2015-2018, como de empleo, ya que se crearán, al menos, medio millón de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo (PTETC) al año.*
  - *De cumplirse estas previsiones, el próximo año el PIB recuperará los niveles pre-crisis; sin embargo, incluso en 2018, el volumen de ocupación seguirá lejos de los máximos de 2008: un 6,4% por debajo; es decir, casi 1,3 millones de PTETC menos.*
  - *El Gobierno reconoce que la economía española se está beneficiando de algunos factores de carácter coyuntural, como la reducción del precio del petróleo, la depreciación del tipo de cambio del euro o los estímulos monetarios del BCE; de hecho, un escenario más pesimista, con mayores tipos de interés, un euro apreciado o un barril de petróleo más caro podría reducir a la mitad el crecimiento previsto en el escenario base. No obstante, también apunta que las reformas puestas en marcha hasta la fecha, en especial la del mercado laboral, garantizan la solidez y sostenibilidad del crecimiento en el medio plazo.*
  - *Por lo que respecta al déficit de las AA.PP., el Gobierno, en un contexto macro favorable, confía en cumplir con los objetivos pactados con Bruselas y situarlo por debajo del 3% del PIB el próximo año. Incluso, el proceso de consolidación fiscal continuará hasta situar las cuentas públicas muy cerca del equilibrio (-0,3% en 2018). Por Administraciones, el ajuste más intenso, en términos relativos, corresponde a las CC.AA., fruto, no sólo del ahorro previsto de algunos gastos, sobre todo farmacéutico, sino también de un aumento de impuestos.*
  - *En cuanto al Programa Nacional de Reformas, incluye medidas encaminadas a fortalecer la recuperación económica y la creación de empleo, muchas de ellas ya en marcha, encuadradas en diversas áreas: (i) lucha contra el desempleo, (ii) protección e inclusión social, (iii) fomento del crecimiento y la competitividad, (iv) eficiencia de la Administración Pública, y (v) política fiscal responsable y lucha contra el fraude fiscal.*
- 
- A la vista de la excelente evolución de la actividad en el arranque de 2015 (según el dato provisional, el PIB creció en el 1T15 un 0,9% trimestral, el mayor ritmo en siete años), el Gobierno ha revisado de forma apreciable el cuadro macroeconómico para los próximos años, coincidiendo con la Actualización del Programa de Estabilidad, que debe remitir cada año a la CE.

## Escenario macroeconómico

- El aumento del **PIB** previsto en 2015 será del 2,9%, tasa que prácticamente duplica la del año pasado (+1,4%) y que supera en nueve décimas la previsión incluida en los PGE-2015. En 2016-2018 se mantendrá este elevado dinamismo, con tasas del 2,9%-3%. De cumplirse este escenario, el próximo año se recuperarán los niveles de PIB anteriores al estallido de la crisis.

CUADRO MACROECONÓMICO 2015-2018					
Tasa de variación anual	2014	2015	2016	2017	2018
Consumo privado	2,4	3,3	2,9	2,7	2,5
Consumo público	0,1	0,1	0,1	1,0	1,5
Formación bruta de capital fijo	3,4	6,3	5,8	5,9	5,9
Bienes de Equipo	12,2	9,2	7,5	7,3	6,8
Construcción	-1,5	5,3	5,4	5,9	6,2
<b>Aportación demanda nacional (pp)</b>	<b>2,2</b>	<b>3,2</b>	<b>2,9</b>	<b>3,0</b>	<b>2,9</b>
Exportaciones	4,2	5,4	6,0	5,8	5,7
Importaciones	7,6	6,7	6,4	6,3	6,2
<b>Aportación demanda externa (pp)</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>
<b>PIB real</b>	<b>1,4</b>	<b>2,9</b>	<b>2,9</b>	<b>3,0</b>	<b>3,0</b>
<b>PIB nominal</b>	<b>0,9</b>	<b>3,6</b>	<b>3,8</b>	<b>4,2</b>	<b>4,6</b>
Empleo (PTETC)	1,2	3,0	3,0	2,9	2,9
Tasa de paro (EPA, media del año)	24,4	22,1	19,8	17,7	15,6
Deflactor del PIB	-0,5	0,6	0,9	1,2	1,6
Saldo de las AA.PP. (% s/PIB)*	-5,7	-4,2	-2,8	-1,4	-0,3
Cap. (+)/nec. (-) financiación (% s/PIB)	1,0	1,7	1,8	1,6	1,4

\* Cifra de 2014 sin ayudas al sistema financiero.

- Esta revisión al alza de las previsiones sigue la senda emprendida por los distintos organismos nacionales e internacionales en los últimos meses (Banco de España, CE, FMI) y está en línea con el consenso de analistas privados.
- El Gobierno estima que la senda expansiva se irá afianzando a lo largo de este año, apoyada en la **solidez de la demanda interna**, tanto del consumo como, sobre todo, de la inversión, lo que será compatible, en cualquier caso, con el proceso de desapalancamiento en marcha. Por su parte, la demanda externa tendrá una leve contribución negativa al crecimiento: aunque las exportaciones mantendrán un tono muy dinámico, gracias al favorable comportamiento de las economías de nuestro entorno y las ganancias de competitividad, las importaciones también crecerán a buen ritmo, impulsadas por la fortaleza del gasto interno.
- En los próximos años el crecimiento será más equilibrado por componentes: por un lado, la demanda interna moderará ligeramente su aportación al crecimiento; por otro, la externa tendrá una contribución nula o levemente positiva.
- En cuanto al **PIB nominal**, registrará una rápida recuperación, tras caer más de un 5% en 2008-2014; en este sentido, entre 2014 y 2018 crecerá un 17,2%. Esta evolución facilitará el desapalancamiento de los distintos agentes.
- Por lo que respecta al **mercado laboral**, este año el empleo aumentará un 3% en media anual (496.000 PTETC). Este ritmo se mantendrá hasta el final del periodo; en consecuencia, el volumen de empleo total en 2018 se situará en 18,58 millones, dos millones más que en 2014 y un nivel similar al existente en 2009, pero todavía algo lejos de los máximos pre-crisis (casi 20 millones en 2008). En cuanto a la tasa de paro, se reducirá en torno a dos puntos por año hasta el 15,6% de la población activa en 2018, prácticamente el doble que en 2007.

- Por último, la economía mantendrá una **capacidad de financiación** frente al exterior del entorno del 1,5% del PIB cada año.

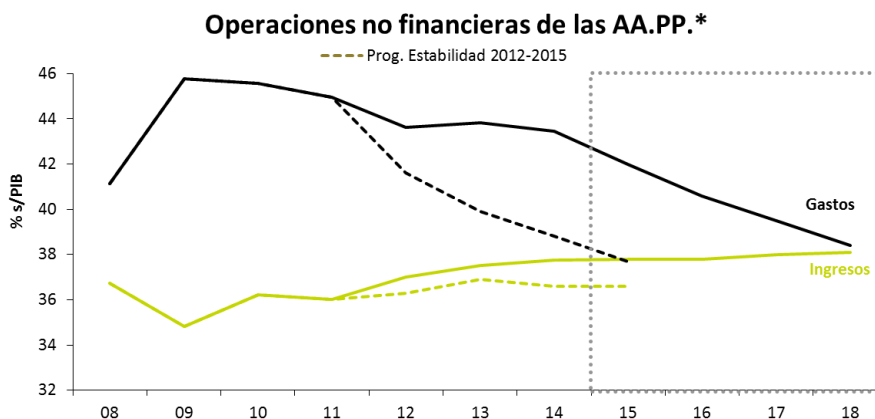
## Objetivo de estabilidad presupuestaria

- El Gobierno mantiene su compromiso de **consolidación fiscal**, de forma que, tal y como establecían las Recomendaciones del Consejo Europeo de junio de 2013 para abandonar el Procedimiento de Déficit Excesivo, espera reducir el déficit de las AA.PP. por debajo del 3% del PIB en 2016. La senda de corrección del desequilibrio presupuestario se mantendrá en los dos años siguientes, hasta alcanzar un déficit de apenas el 0,3% en 2018.

CAP. (+)/NEC. (-) DE FINANCIACIÓN DE LAS AA.PP.					
% s/PIB	2014*	2015	2016	2017	2018
Administración Central	-3,5	-2,9	-2,2	-1,1	-0,2
Seguridad Social	-1,1	-0,6	-0,3	-0,2	-0,1
Comunidades Autónomas	-1,7	-0,7	-0,3	-0,1	0,0
Corporaciones Locales	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Total AA.PP.</b>	<b>-5,7</b>	<b>-4,2</b>	<b>-2,8</b>	<b>-1,4</b>	<b>-0,3</b>
<b>Saldo primario</b>	<b>-2,5</b>	<b>-1,1</b>	<b>0,1</b>	<b>1,2</b>	<b>2,2</b>
<b>Saldo estructural</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,2</b>

\* Sin ayudas al sistema financiero.

- El reparto de estos objetivos por Administraciones muestra que el esfuerzo, en términos relativos, es más intenso en las CC.AA., especialmente en 2015 y 2016: el ajuste acumulado en ambos años es de 14.126 millones de euros (-12.000 millones en el caso de la Administración Central). En todo caso, las CC.AA. se benefician del impacto de la rebaja de intereses bajo los mecanismos de financiación habilitados por el Estado (Fondos de Liquidez Autonómico -FLA- y para la Financiación de Pagos a Proveedores -FFPP-), lo que permite liberar recursos para poder alcanzar el objetivo fiscal: en concreto, la mejora en las condiciones financieras supone un ahorro adicional para las regiones de 3.019 millones de euros en 2015. Asimismo, dada la evolución económica más favorable, se prevé (a) una mejora en los recursos del sistema de financiación de las CC.AA., y (b) la recuperación de las bases imponibles de determinados tributos.
- El Gobierno prevé registrar **superávit primario** (excluido el pago de intereses de la deuda) desde 2016 y alcanzar un **saldo estructural** cercano al equilibrio al final del período. El objetivo a medio plazo de saldo estructural cero se alcanzará en 2019, un año antes de lo marcado por la Ley Orgánica de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera.



Fuente: M<sup>e</sup> Economía y Competitividad. \* Sin ayudas al sistema financiero.

- Como se observa en el gráfico anterior, la evolución de ingresos y gastos (en términos de PIB) a lo largo de la presente legislatura ha sido algo distinta a la prevista por el Gobierno en 2012: el aumento de los ingresos ha sido algo más intenso, mientras que la caída de los gastos ha sido bastante menor.

#### IMPACTO DE LOS PRINCIPALES CAMBIOS NORMATIVOS SOBRE EL DÉFICIT PÚBLICO\*

% s/PIB	2015	2016	2017
Devolución paga extra 2012 funcionarios	-0,15	0,09	0,00
Empleo público (1)	0,09	0,09	0,09
Políticas de mercado de trabajo (2)	-0,01	0,06	0,02
Reforma de las AA.PP.	0,10	0,06	0,00
Devolución céntimo sanitario	0,18	0,00	0,00
Medidas CC.AA.	0,23	0,06	0,03
Medidas Corporaciones Locales	0,13	0,14	0,04
Gasto Seguridad Social (3)	0,09	0,10	0,10
<b>TOTAL GASTOS</b>	<b>0,67</b>	<b>0,60</b>	<b>0,28</b>
Impuestos	-0,12	-0,25	0,04
IRPF	-0,22	-0,18	-0,05
Sociedades	-0,05	-0,21	0,01
Lucha contra el fraude	0,09	0,09	0,08
Especiales y fiscalidad medioambiental	0,04	0,00	0,00
IVA	0,03	0,00	0,00
Tasas e imp. sobre transacciones financieras	-0,01	0,05	0,00
Medidas CC.AA.	0,03	0,05	0,05
Medidas Corporaciones Locales	0,08	0,04	0,03
Ingresos Seguridad Social (4)	0,02	0,13	0,03
<b>TOTAL INGRESOS</b>	<b>0,02</b>	<b>-0,04</b>	<b>0,15</b>
<b>TOTAL MEDIDAS</b>	<b>0,69</b>	<b>0,56</b>	<b>0,43</b>

\* Impacto diferencial respecto al año anterior: un signo positivo indica un ahorro de gasto o un aumento de ingresos. (1) Reposición parcial de empleados públicos que se jubilen. (2) Racionalización de bonificaciones y otras medidas. (3) Reformas del sistema de pensiones. (4) Rebaja de cotizaciones y mejoras de gestión y del sistema de autoliquidación.

- Por su parte, en los próximos años ingresos y gastos públicos convergerán hasta situarse en el entorno del 38% del PIB:
- Por el lado de los **ingresos**, el ligero aumento de la ratio (del 37,8% al 38,1% del PIB entre 2014 y 2018) es consistente con la rebaja fiscal de la imposición directa (a aplicar en 2015 y 2016), dado el impacto positivo sobre el gasto y la creación de empleo (es decir, se ampliarán las bases imponibles), junto con el esfuerzo de lucha contra el fraude. En todo caso, bajo nuestro punto de vista, la elasticidad de la recaudación tributaria respecto al PIB podría ser mayor que la considerada por el Gobierno, lo que dejaría margen para nuevas bajadas de impuestos.
    - (i) Entre las medidas por el lado de los ingresos, las CC.AA. juegan un papel básico, ya que, aparte de una mejora en la gestión de los tributos propios, se espera un aumento de recaudación por: (a) impuestos medioambientales, especialmente por la aplicación de diversos cánones de saneamiento o mejora, (b) impuesto sobre los depósitos en entidades de crédito, (c) la enajenación de inversiones reales y concesiones administrativas, y (d) la externalización en la gestión de empresas. Asimismo, se prevén ingresos adicionales, derivados de una **mayor utilización de su capacidad normativa** en las figuras tributarias de gestión o recaudación autonómica; es decir, se anticipan subidas de impuestos a partir de 2016.

- Por el lado del **gasto**, el Gobierno liga la reducción de su ratio (unos cinco puntos hasta el 38,4%) al intenso avance del PIB nominal, comentado anteriormente, muy superior al crecimiento estimado del gasto nominal. Además, destaca el esfuerzo en mejorar la eficiencia y la calidad del mismo, junto con el menor desembolso (i) en **desempleo**, derivado del mejor comportamiento del mercado laboral, y (ii) en **intereses**, en un contexto de caída del déficit y la ratio de deuda, consolidación de la recuperación y, en consecuencia, mejora de la confianza de los inversores en nuestra economía.
  - (i) Entre las medidas de gasto, se incluye el ahorro derivado de la **reforma de las AA.PP.** (simplificación administrativa, reducción de cargas y duplicidades y mejora en la gestión de servicios y medios comunes), que afecta, sobre todo, al Estado y cuya ejecución se completará, como máximo, en 2016 (a 31 de diciembre de 2014 se habían implantado el 58,1% de las 222 medidas propuestas).
  - (ii) Por parte de las CC.AA., destacan los ahorros esperados en los **gastos farmacéuticos y en productos sanitarios**, mediante la creación de un instrumento para la sostenibilidad del gasto sanitario, con un impacto estimado en torno a 1.000 millones de euros en 2015-2016.
- En cuanto a la **deuda pública**, en sintonía con las menores necesidades de financiación, y en un entorno de sólido crecimiento económico y menores pagos de intereses, también se irá reduciendo progresivamente desde el máximo que se alcanzará este año (98,9% del PIB) hasta el 93,2% en 2018.
- Por último, el Gobierno realiza un **análisis de sensibilidad** respecto a los principales supuestos adoptados en el escenario base:

ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD RESPECTO AL ESCENARIO BASE*				
Tasa de variación anual	2015	2016	2017	2018
<b>Aumento de 100 pb del tipo de interés</b>				
PIB real	-0,6	-0,4	-0,6	-0,8
Empleo	-0,2	-0,2	-0,4	-0,5
Saldo AA.PP.	-0,3	-0,4	-0,6	-0,6
<b>Caída de un 4% de la demanda de exportación</b>				
PIB real	-0,4	-0,3	-0,4	-0,4
Empleo	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3
Saldo AA.PP.	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
<b>Aumento de un 10% del precio del petróleo</b>				
PIB real	-0,1	-0,3	-0,3	-0,3
Empleo	-0,1	-0,3	-0,3	-0,2
Saldo AA.PP.	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2

\* Efecto de distintos shocks sobre las proyecciones macroeconómicas y fiscales. Desviaciones acumuladas sobre el escenario base.

- Como se ve en el cuadro anterior, un aumento de los tipos de interés, una apreciación del euro (equivalente a un shock de demanda externa negativo) o un encarecimiento del petróleo tendrían un impacto sobre las principales variables consideradas en el Programa de Estabilidad; en concreto, el PIB podría caer alrededor de un 1,5% respecto a su nivel del escenario base al final del periodo de proyección.

*Este Informe tiene carácter meramente informativo y no se pretende, por medio de esta publicación, prestar servicios o asesorar en materia financiera, de inversiones, legal, fiscal o de otro tipo en ningún campo de nuestra actuación, por lo que dicha información no debe tomarse como base para realizar inversiones o tomar decisiones de inversión. La información utilizada para la elaboración del presente Informe ha sido obtenida de fuentes consideradas fiables, no garantizándose su exactitud o concreción. Queda prohibido reproducir, transmitir, modificar o suprimir la información sin previa autorización escrita de Bankia.*