

Escenarios para la economía española, 2018-2020

Raymond Torres y María Jesús Fernández*

En estos últimos años la economía española, además de crecer por encima del 3%, ha conseguido mantener un importante superávit externo y una inflación contenida, que contribuye a la favorable posición competitiva de las empresas. Así pues, la actual fase expansiva es la más equilibrada de la historia económica reciente. En anteriores ocasiones, el crecimiento iba acompañado de desequilibrios externos, una inflación relativamente elevada y un deterioro de la competitividad que acababa provocando una nueva recesión. El principal objetivo de este trabajo es analizar la robustez de la actual fase de crecimiento ante posibles *shocks* macroeconómicos positivos y negativos. El mantenimiento de un crecimiento equilibrado ayudaría también a absorber el legado de paro y de endeudamiento generado por la crisis. Además, este análisis se realiza en el contexto de las pruebas de resistencia iniciadas por la Autoridad Bancaria Europea y de los cambios de normativa europea —en especial la entrada en vigor en 2018 del IFRS09— que hacen necesaria la realización de escenarios de riesgo para evaluar la capacidad de resistencia tanto del sector financiero como de la economía ante posibles *shocks*.

Principales hipótesis

Para evaluar la durabilidad de la fase expansiva, se han realizado cuatro escenarios para el periodo 2018-2020 —un periodo que permite hacer previsiones con un grado adecuado de confianza¹—. Lo que diferencia los escenarios son los supuestos que se hacen con respecto del entorno externo y del contexto nacional (Anexo 1). Así pues, los escenarios contienen distintas hipótesis sobre el

crecimiento mundial, los tipos de interés, el precio del petróleo y la situación en Cataluña.

En el *escenario central*, el favorable entorno internacional se mantiene hasta 2020, tanto en la eurozona como fuera de ella. El precio del petróleo se sitúa en niveles próximos al precio medio observado en las últimas semanas. Los tipos de intervención repuntarían a partir de finales de 2018, pero su impacto sobre el ren-

* Funcas.

¹ Sobre la formulación de escenarios de riesgo, atendiendo a la legislación europea sobre la materia, véase European Systemic Risk Board, ESRB (2018).

dimiento de la deuda española (obligaciones a 10 años) sería limitado gracias a una ligera reducción de la prima de riesgo, fruto de una mayor confianza de los inversores. El tipo de cambio del euro se mantendría estable en torno a su nivel actual (1,25 dólares por euro) y se moderaría algo en 2020 para acercarse a su nivel de equilibrio, estimado en 1,20 dólares. Se anticipa una normalización progresiva de la situación en Cataluña, por lo que el impacto sobre el crecimiento para el conjunto del país sería de tres décimas, fundamentalmente por la vía del consumo y del turismo, en consonancia con los datos registrados en los últimos meses.

Este escenario depende, por una parte, de la continuidad de la senda de política macroeconómica (normalización progresiva de la política del BCE, cumplimiento de los objetivos de política presupuestaria), lo que se considera bastante probable. La formación de una gran coalición en Alemania da más credibilidad a los supuestos de política monetaria. Por otra parte, algunos de los riesgos globales (explosión descontrolada de la burbuja de crédito en China, proteccionismo, recesión prolongada en Brasil y otros países emergentes) y europeos (situación económica de la eurozona) se han alejado. Sin embargo, persisten las incertidumbres en torno al *brexit*, y aparecen nuevas tensiones a raíz de las decisiones de política fiscal de la Administración Trump, y de su más que probable impacto sobre el déficit, la inflación y la reacción de la Reserva Federal. Con todo, la probabilidad de este escenario es de 60 a 70%.

Para el *escenario optimista*, se toma como referencia la previsión media de crecimiento de la economía mundial de los cinco analistas más confiados (sin embargo, el precio del petróleo y la cotización del euro frente al dólar son los mismos que en el escenario central)². Además, las tensiones en Cataluña se dispararían rápidamente, lo que anularía la detracción de tres décimas de crecimiento previstas en el escenario central. Esto,

a su vez, mejoraría el *rating* de la deuda soberana española.

El escenario de riesgo se basa en un entorno internacional menos favorable. Se toma como referencia la previsión media de crecimiento mundial de los cinco analistas más pesimistas, un petróleo a 80 dólares, un valor del euro más bajo que en el escenario central y una prolongación de las tensiones políticas en Cataluña. Con todo, la probabilidad de este escenario se sitúa entre el 10 y el 15%.

La probabilidad de este escenario es menor que para la previsión central. Algunos países como Alemania, EE.UU. y Japón se están aproximando al pleno empleo, lo que dificulta un crecimiento más elevado. No obstante, la transformación digital podría aportar incrementos de productividad que hasta ahora no se han manifestado. En el plano interno, parece poco probable que las tensiones en Cataluña desaparezcan por completo, a falta de reformas en la financiación autonómica y en el encaje institucional, algo complejo y que llevará tiempo. Teniendo en cuenta los diferentes parámetros, la probabilidad de este escenario sería de entre 15 y 25%.

El *escenario de riesgo* se basa en un entorno internacional menos favorable. Así pues, se toma como referencia la previsión media de crecimiento mundial de los cinco analistas más pesimistas y un petróleo a 80 dólares, es decir una cotización que se acerca al límite superior del mercado de futuros. El valor del euro en 2019 y 2020 sería más bajo que en el escenario central, debido a que en un escenario más desfavorable para la economía mundial el dólar actuaría como moneda refugio. Las tensiones en Cataluña se prolongarían, lo que afectaría la inversión en esa comunidad (además del impacto sobre el consumo y el turismo, que ya se incorpora en el escenario central). La inversión en Cataluña

² La fuente de las previsiones de los diferentes analistas para la economía mundial y la europea es Consensus Economics (www.consensuseconomics.com).

supone el 16,5% del total nacional, y a partir del crecimiento de esta variable en los tres primeros trimestres de 2017 se puede hacer una previsión de crecimiento del 4,5% en el conjunto de 2017, lo que significa que Cataluña aportó 0,7 puntos porcentuales al crecimiento de la inversión nacional. Por tanto, si en el escenario de riesgo suponemos que el crecimiento de su inversión se reduce a la mitad, eso significa que aportaría 0,35 puntos menos al crecimiento de la inversión nacional en comparación con el escenario central.

Este escenario no es descartable, teniendo en cuenta las incertidumbres en torno a la política macroeconómica en los EE.UU. y al proceso de retirada de las medidas ultraexpansivas de los bancos centrales de los países desarrollados. Por otra parte, las tensiones geopolíticas podrían provocar un encarecimiento del petróleo. En el plano interno, el mayor riesgo es el de una cronificación del conflicto catalán, y de la parálisis prolongada de reformas que podría conllevar. Con todo, la probabilidad de este escenario sería de entre el 10 y el 15%. La coincidencia de una desaceleración de la economía mundial y de un aumento súbito del precio del petróleo explican que este escenario sea menos verosímil que el anterior.

Finalmente, se ha elaborado un *escenario de riesgo incrementado*, que combina un aumento del precio del petróleo como en el anterior escenario y un *shock* financiero similar al que sustenta la proyección macrofinanciera de la Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés). Se supone un incremento de la incertidumbre financiera en los EE.UU., lo que provocaría un fenómeno de huida hacia los activos más seguros (*flight to safety*).

Las proyecciones de la EBA se basan en un hipotético incremento de los tipos de interés de los bonos del Tesoro americano, que lastarían las rentabilidades en Europa. En el caso de España, el impacto sería un aumento de la prima de riesgo sobre el escenario base. Sin embargo,

en el informe de la EBA no se explica la calibración del *shock*, ni la función de reacción de los mercados europeos. El escenario de Funcas es más concreto, por suponer un *shock* de la misma magnitud que en 2011. En ese año, las turbulencias financieras provocaron una rarefacción del crédito y un aumento de la prima de riesgo, hasta 278 puntos (más del doble que en las proyecciones de la EBA). Además, en un contexto de gran volatilidad, la economía europea frenó su tasa de crecimiento en 6 décimas y la economía internacional lo hizo en 1,2 puntos. El escenario pesimista de Funcas integra ese doble *shock* de tipos de interés y de comercio internacional, calibrado en las mismas proporciones que en 2011.

Las lecciones aprendidas de la crisis, junto con el actual tirón de la economía mundial, hacen que este escenario sea altamente improbable. Se le atribuye una probabilidad de entre 0 y 5%.

Resultados

En el gráfico 1 aparecen los principales resultados de las simulaciones. En todos los casos, incluso en el escenario de riesgo incrementado, la economía española seguiría creciendo hasta 2020. Además, ese crecimiento no provocaría un desequilibrio de las cuentas externas, principal factor desencadenante de anteriores recesiones, ni un repunte insostenible de la inflación.

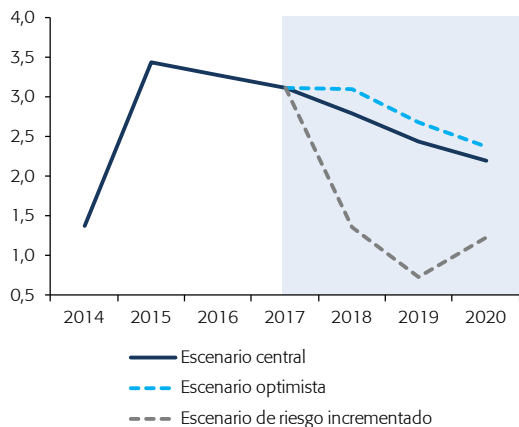
La previsión central apunta a una desaceleración gradual de la economía española (cuadro 1)³. Se espera una ralentización del consumo privado, por el agotamiento de la demanda que se había embalsado durante los años centrales de la crisis. Así pues, con el fin del efecto rebote, el consumo privado se incrementará al mismo ritmo que la renta de los hogares, quebrando la senda expansiva de años anteriores. La tasa de ahorro de los hogares se mantendrá en torno a su nivel de equilibrio, estimado en el 6% de la renta disponible. La inver-

² Para más detalle sobre el escenario central, véase Torres y Fernández (2018).

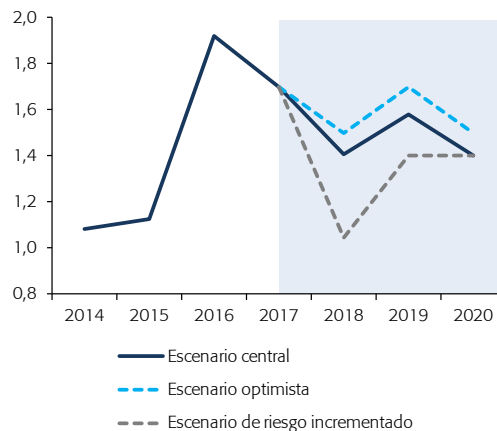
Gráfico 1

Crecimiento y balanza por cuenta corriente en los tres principales escenarios de Funcas para la economía española

1.1 - PIB
(Tasas anuales de crecimiento)



1.2 - Balanza por cuenta corriente
(Saldo en porcentaje del PIB)



sión mantendría su dinamismo, aunque la normalización de la política monetaria podría moderarlo a partir de 2019. La aportación del sector externo seguiría siendo positiva, aunque algo menor que durante la fase inicial de la recuperación, a medida

que las importaciones recuperan su elasticidad histórica. Por otra parte, el conflicto secesionista en Cataluña detraería 3 décimas de crecimiento para el conjunto del país en 2018, y su impacto se reduciría durante el resto del periodo de previsión.

Cuadro 1

Escenario central de Funcas

(Probabilidad: 60-70%)

	2017	2018	2019	2020
PIB	3,1	2,8	2,4	2,2
Consumo privado	2,4	2,2	2,0	2,0
Consumo público	1,6	1,2	1,0	1,0
Formación bruta de capital fijo	5,0	5,5	4,5	3,6
- Construcción	4,6	5,6	4,7	3,3
- Equipo y otros productos	5,4	5,4	4,3	3,9
Exportaciones	5,0	5,0	4,8	4,4
Importaciones	4,7	4,9	4,8	4,4
<i>Demanda nacional (aportación)</i>	<i>2,8</i>	<i>2,6</i>	<i>2,3</i>	<i>2,1</i>
<i>Sector exterior (aportación)</i>	<i>0,3</i>	<i>0,2</i>	<i>0,1</i>	<i>0,1</i>
Tasa de inflación	2,0	1,5	1,4	1,8
Empleo	2,8	2,4	2,1	1,9
Tasa de desempleo	17,2	15,1	13,2	11,2
Balanza de pagos por cc (% PIB)	1,7	1,4	1,6	1,4
Tasa de ahorro de los hogares	5,9	5,9	5,9	6,0
Deuda AA.PP. (% del PIB)	98,4	96,6	94,8	92,6

A diferencia de anteriores fases de expansión, el crecimiento sería sostenible. Las cuentas externas arrojarían un sólido superávit, mientras que la inflación subyacente sería inferior al 2%, en línea con la media de la eurozona. La deuda pública se mantendría como uno de los principales desafíos de la economía española, pero su senda sería descendente.

Con todo, a finales de 2020, la actividad se acercaría a su potencial no-inflacionista mientras que la tasa de paro bajaría hasta valores cercanos al 10%. Algunas comunidades (Baleares, País Vasco y Navarra), gozarían de una situación próxima al pleno empleo, que podría facilitar incrementos salariales en términos reales en consonancia con la productividad. Sin embargo, a falta de reformas, la calidad del empleo seguiría siendo deficiente.

En el *escenario optimista*, el elevado crecimiento de la economía mundial, junto con la rápida normalización en Cataluña, se traduciría en

una desaceleración aún más gradual que en el escenario central (cuadro 2). Todos los desequilibrios (paro, deuda) se reducirían a mayor velocidad, sin presionar sobre las cuentas externas ni los precios.

El superávit de la balanza de pagos por cuenta corriente sería algo superior al del escenario central, debido a la mayor aportación del sector exterior como consecuencia del supuesto de partida del mayor crecimiento mundial. El mayor superávit comercial sería solo ligeramente contrarrestado por los mayores pagos por intereses al exterior como consecuencia de los mayores tipos. En cuanto a la inflación, sería solo ligeramente mayor en el escenario de más crecimiento. El fuerte incremento de la competencia mundial derivado de la globalización de la economía ha dado lugar a una reducción estructural de la inflación en los países desarrollados que también se ha manifestado en España, y este efecto estructural se va a mantener en el futuro, por lo que no se espera que las presiones derivadas de la

Cuadro 2

Escenario optimista de Funcas

(Probabilidad: 15-25%)

	2017	2018	2019	2020
PIB	3,1	3,1	2,7	2,4
Consumo privado	2,4	2,5	2,2	2,2
Consumo público	1,6	1,2	1,1	1,1
Formación bruta de capital fijo	5,0	5,7	4,8	3,7
- Construcción	4,6	5,8	4,3	3,5
- Equipo y otros productos	5,4	5,6	5,3	3,9
Exportaciones	5,0	5,3	5,0	4,5
Importaciones	4,7	5,0	4,9	4,5
<i>Demanda nacional (aportación)</i>	2,8	2,8	2,5	2,3
<i>Sector exterior (aportación)</i>	0,3	0,3	0,2	0,1
Tasa de inflación	2,0	1,5	1,5	1,9
Empleo	2,8	2,8	2,4	2,0
Tasa de desempleo	17,2	14,8	12,7	10,6
Balanza de pagos por cc (% PIB)	1,7	1,5	1,7	1,5
Tasa de ahorro de los hogares	5,9	5,7	5,7	5,7
Deuda AA.PP. (% del PIB)	98,4	96,1	93,9	91,5

eliminación del exceso de capacidad productiva se trasladan a los precios en la misma medida que en el pasado.

En el escenario optimista todos los desequilibrios (paro, deuda) se reducirían a mayor velocidad, sin presionar sobre las cuentas externas ni los precios. En el escenario de riesgo, la economía española sufriría un importante frenazo, con un deterioro de las perspectivas de inflación y de balanza externa.

La economía española sufriría un importante frenazo si se materializara el *escenario de riesgo* (cuadro 3). El menor crecimiento mundial afectaría las perspectivas de crecimiento. El impacto sería mayor que en ciclos anteriores, por el peso del sector exportador. Por otra parte, el encareci-

miento del petróleo provocaría un deterioro de las perspectivas de inflación y de la balanza externa. Finalmente, la "cronificación" del conflicto en Cataluña presionaría al alza la prima de riesgo.

Más concretamente, con respecto a la tasa de inflación, el impacto sobre la misma del encarecimiento del petróleo tendría lugar en 2018, ya que es el año en el que se supone que tiene lugar el *shock*. En los años posteriores el precio del petróleo se mantiene constante según las hipótesis del escenario, de modo que la inflación energética sería nula, lo que haría descender la tasa general. El menor crecimiento de la demanda y el nivel más bajo de utilización de la capacidad productiva debido al menor crecimiento del PIB se traducirían en tasas ligeramente inferiores a las del escenario central en 2019 y 2020. El encarecimiento del petróleo reduciría el superávit exterior en comparación con el escenario central, pero no hasta el punto de convertirlo en déficit.

Cuadro 3

Escenario de riesgo de Funcas

(Probabilidad: 10-15%)

	2017	2018	2019	2020
PIB	3,1	2,0	1,5	1,8
Consumo privado	2,4	1,2	0,9	1,4
Consumo público	1,6	1,0	0,9	1,0
Formación bruta de capital fijo	5,0	4,7	2,5	2,9
- Construcción	4,6	4,8	2,3	2,9
- Equipo y otros productos	5,4	4,6	2,8	2,8
Exportaciones	5,0	4,5	3,5	4,1
Importaciones	4,7	4,1	2,9	3,8
<i>Demanda nacional (aportación)</i>	<i>2,8</i>	<i>1,7</i>	<i>1,2</i>	<i>1,6</i>
<i>Sector exterior (aportación)</i>	<i>0,3</i>	<i>0,3</i>	<i>0,3</i>	<i>0,2</i>
Tasa de inflación	2,0	2,4	1,4	1,7
Empleo	2,8	1,7	1,2	1,4
Tasa de desempleo	17,2	15,7	14,5	13,0
Balanza de pagos por cc (% PIB)	1,8	0,6	0,7	0,7
Tasa de ahorro de los hogares	6,0	5,7	6,3	6,4
Deuda AA.PP. (% del PIB)	98,4	98,0	97,8	96,8

Finalmente, en el *escenario de riesgo incrementado*, el crecimiento se desplomaría por la rarefacción del crédito y el aumento de los tipos de interés. Sin embargo, en contra de lo que ocurrió en 2011-2012, la economía no entraría en recesión (cuadro 4). Estas proyecciones son también menos adversas que las de la EBA, que prevé un crecimiento de -0,3%, -1,5% y 1,1% para 2018, 2019 y 2020, respectivamente.

Este resultado se explica por el punto de partida, relativamente favorable en comparación con la situación anterior a la crisis –algo que no se toma plenamente en cuenta en las proyecciones de la EBA–:

- La situación financiera de las empresas ha mejorado, lo que les permite absorber un *shock* de tipos de interés con más holgura. Entre 2010 y 2017, las empresas no financieras redujeron su endeudamiento en más de 310.000 millones de euros. El desendeuda-

miento, junto con la recuperación de la economía, han llevado la ratio de deuda sobre PIB hasta el 96%, es decir 36 puntos menos que en 2010. En 2017, las empresas pagaban cerca de 13.000 millones de euros en intereses, frente a 33.000 millones en 2010. Por tanto, un aumento de tipos tendría un impacto más limitado que en años anteriores. En 2018, los pagos de intereses sobre la deuda de las empresas no financieras aumentarían la mitad que en 2011, según el escenario de riesgo incrementado.

- Los hogares también podrían afrontar un *shock* financiero con más facilidad que durante los años centrales de la crisis. Desde 2010, su deuda se ha reducido en 170.000 millones de euros, hasta representar cerca de un año de renta disponible, un valor próximo al umbral que permite afrontar posibles crisis, según las estimaciones del BIS (véase BIS,2017). En el escenario de riesgo incre-

Cuadro 4

Escenario de riesgo incrementado de Funcas

(Probabilidad: 0-5%)

	2017	2018	2019	2020
PIB	3,1	1,4	0,7	1,2
Consumo privado	2,4	0,5	0,3	0,6
Consumo público	1,6	1,0	0,9	0,9
Formación bruta de capital fijo	5,0	1,8	0,3	1,4
- Construcción	4,6	1,9	0,6	1,2
- Equipo y otros productos	5,4	1,7	-0,1	1,6
Exportaciones	5,0	3,7	2,4	3,3
Importaciones	4,7	2,5	1,3	2,3
<i>Demanda nacional (aportación)</i>	2,8	0,9	0,3	0,8
<i>Sector exterior (aportación)</i>	0,3	0,5	0,4	0,4
Tasa de inflación	2,0	2,4	1,3	1,6
Empleo	2,8	1,1	0,4	0,8
Tasa de desempleo	17,2	16,2	15,7	14,7
Balanza de pagos por cc (% PIB)	1,8	1,0	1,4	1,4
Tasa de ahorro de los hogares	6,0	5,5	5,9	6,2
Deuda AA.PP. (% del PIB)	98,4	99,2	100,5	101,5

mentado, el pago de intereses sobre la deuda de los hogares sería inferior que en 2011, y el aumento de pago de intereses también sería menor.

- Por otra parte, el comportamiento del mercado laboral —factor crucial en las decisiones de consumo privado y en las expectativas de los inversores— ha cambiado sustancialmente. En 2011, el empleo seguía una senda de fuerte contracción como consecuencia de la explosión de la burbuja inmobiliaria unos años antes y de la contracción estructural del tamaño del sector de la construcción. Cuando se produjo el *shock* financiero, el empleo caía en picado y la productividad (PIB por persona ocupada) avanzaba a un ritmo anual superior al 2%. Sin embargo, hoy por hoy, el ajuste del sector de la construcción ha concluido, lo que permite una evolución del empleo más acorde con el crecimiento económico. Fruto de ello, frente a un nuevo *shock* financiero, el empleo no jugará un papel tan procíclico como en la crisis.
- El saneamiento del sector financiero ayudaría a amortiguar un *shock* de tipos de interés o un parón de los flujos internacionales de capital. Las ratios de liquidez y de capital han mejorado sustancialmente. Por otra parte, la menor exposición de las entidades a la deuda soberana reduce el impacto de un aumento de primas de riesgo sobre los balances bancarios. Con todo, las entidades mantendrían su capacidad para conceder créditos.

Una vez superado el efecto inicial sobre la tasa de inflación derivado del encarecimiento del petróleo, las tasas de 2019 y 2010 serían las más bajas de todos los escenarios, debido al inferior crecimiento de la demanda interna y el mayor exceso de capacidad productiva instalada. El superávit de la balanza de pagos por cuenta corriente sería inferior al del escenario central como consecuencia del mayor precio del petróleo, pero superior al del escenario de riesgo, ya que la ralentización de la demanda interna (y, por tanto, de las importaciones) en este escenario sería más intensa que la

ralentización de la demanda mundial (y, por tanto, de las exportaciones). Esto se explica por el mayor deterioro de la confianza y el mayor incremento de los tipos de interés que sufriría España, cuyo reflejo se encontraría en el fuerte ascenso de la prima de riesgo. Esta pérdida de confianza se derivaría, a su vez, del elevado nivel de endeudamiento público, circunstancia que constituye una de las principales fuentes de vulnerabilidad de la economía española, especialmente en un escenario de crisis financiera.

Todo apunta a que la economía española está mucho mejor posicionada que en anteriores épocas para responder a shocks externos de aquí a 2020. En el peor de los escenarios, se frenaría el crecimiento, pero sin caer en una recesión prolongada.

Otra fuente de vulnerabilidad es la precariedad laboral. El elevado peso del empleo temporal favorece la realización de fuertes ajustes de plantilla en las etapas de recesión, en mayor medida que en otros países europeos, con un efecto pro-cíclico sobre el crecimiento.

Cabe señalar que la estimación de la evolución del coste efectivo de la deuda de los diferentes sectores institucionales constituye un elemento muy relevante de cara al cálculo de los resultados de las diferentes variables macroeconómicas, tanto en este escenario como en los anteriores. En este sentido, el método de previsión empleado ha ofrecido muy buenos resultados en el pasado, como puede observarse en el Anexo 2.

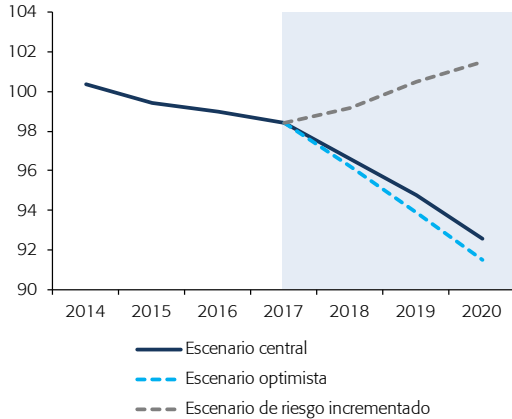
Conclusiones

En suma, todo apunta a que la economía española está significativamente mejor posicionada que en anteriores épocas para responder a *shocks* externos de aquí a 2020. En el peor de los escenarios (que combina un aumento de las primas de riesgo de una magnitud similar a

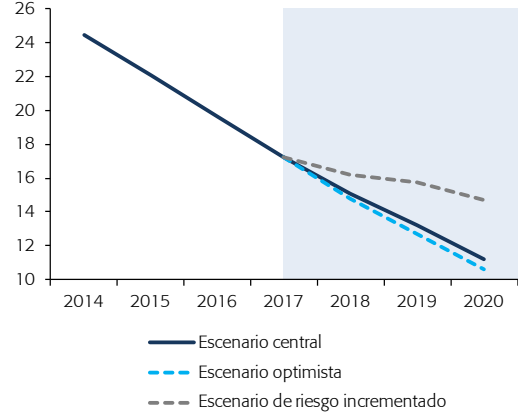
Gráfico 2

Deuda pública y desempleo en los tres principales escenarios de Funcas para la economía española

2.1 - Deuda pública
(Porcentaje del PIB)



2.2 - Tasa de desempleo
(Porcentaje)



lo ocurrido en 2011 y un encarecimiento del petróleo), la economía frenaría notablemente su crecimiento, pero sin caer en una recesión prolongada. El resultado sería significativamente menos negativo que las proyecciones realizadas por la EBA en el contexto de las pruebas de resistencia a la banca. Además el superávit externo se mantendría, incluso en un escenario favorable, caracterizado por una expansión vigorosa de la demanda nacional durante los próximos tres años. La resistencia de la economía española ante *shocks*, tanto adversos como positivos, se explica por la mejora financiera de las empresas, el saneamiento del sector financiero y la favorable posición competitiva del país. No obstante, en todos los escenarios, la deuda pública y el paro se mantienen como los principales desafíos que tiene el país a medio plazo (gráfico 2),

poniendo de manifiesto la necesidad de nuevas reformas.

Referencias

- BIS (2017), "The real effects of household debt in the short and long run", *Working Paper No 607*, enero, <https://www.bis.org/publ/work607.pdf>.
- EUROPEAN SYSTEMIC RISK BOARD, ESRB (2018)), *Adverse macro-financial scenario for the 2018 EU-wide banking sector stress test*, enero, www.eba.europa.eu
- TORRES, R., y M. J. FERNÁNDEZ (2018), "La economía española en 2017 y perspectivas para 2018", *Cuadernos de Información Económica*, 262, enero-febrero: 1-14.

Anexo 1

Principales hipótesis de los escenarios de Funcas para la economía española

1.1 - Escenario central

	2017	2018	2019	2020
PIB mundial	3,6	3,6	3,5	3,5
PIB zona del euro	2,5	2,3	1,9	1,8
Petróleo	54,3	65	65	65
T/i largo plazo	1,6	1,4	1,5	1,8
Prima riesgo	1,2	0,7	0,5	0,6
T/i corto plazo	-0,3	-0,32	0,07	0,75
t/c euro	1,1	1,25	1,25	1,20
Productividad	0,2	0,4	0,4	0,4
Salarios	0,1	1,0	1,0	1,9

1.2 - Escenario optimista

	2017	2018	2019	2020
PIB mundial	3,6	3,7	3,6	3,5
PIB zona del euro	2,5	2,4	2,1	1,9
Petróleo	54,3	65	65	65
T/i largo plazo	1,6	1,5	1,6	1,9
Prima riesgo	1,2	0,6	0,4	0,5
T/i corto plazo	-0,3	-0,29	0,16	0,90
t/c euro	1,1	1,25	1,25	1,20
Productividad	0,2	0,4	0,4	0,4
Salarios	0,1	1,0	1,2	2,1

1.3 - Escenario de riesgo

	2017	2018	2019	2020
PIB mundial	3,6	3,2	2,8	3,0
PIB zona del euro	2,5	1,9	1,4	1,4
Petróleo	54,3	80	80	80
T/i largo plazo	1,6	1,6	1,6	2,0
Prima riesgo	1,2	1,2	1,0	1,1
T/i corto plazo	-0,3	-0,32	-0,11	0,35
t/c euro	1,1	1,25	1,18	1,18
Productividad	0,2	0,4	0,4	0,4
Salarios	0,1	1,0	1,0	1,5

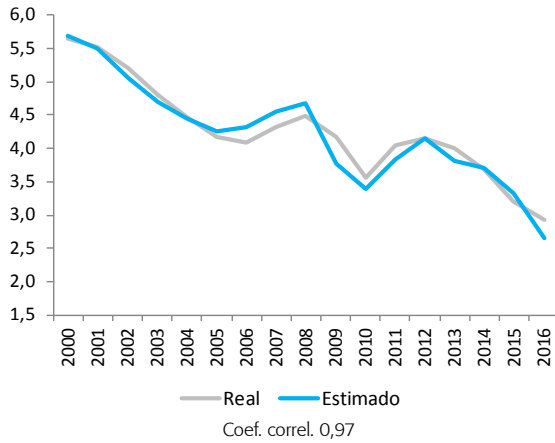
1.4 - Escenario de riesgo incrementado

	2017	2018	2019	2020
PIB mundial	3,6	2,7	2,0	2,6
PIB zona del euro	2,5	1,7	1,0	1,4
Petróleo	54,3	80	80	80
T/i largo plazo	1,6	3,5	3,8	4,0
Prima riesgo	1,2	2,8	2,8	2,8
T/i corto plazo	-0,3	-0,33	-0,33	-0,33
t/c euro	1,1	1,25	1,25	1,20
Productividad	0,2	0,4	0,4	0,4
Salarios	0,1	1,0	1,0	1,0

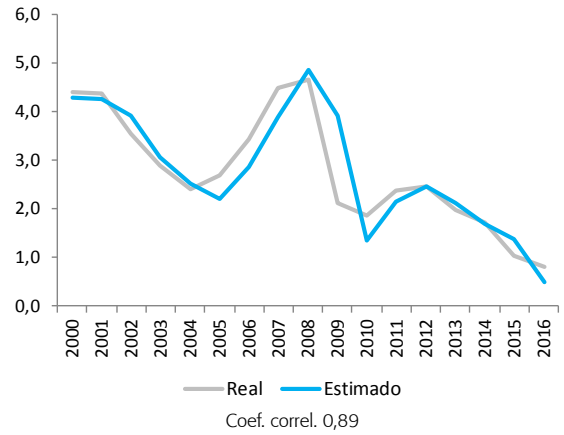
Anexo 2

Coste efectivo de la deuda de los sectores institucionales (comparación entre el resultado según estimación inicial de Funcas y resultado real final)

2.1 - Tipo de interés efectivo de la deuda pública (Coef. correl. 0,97)



2.2 - Tipo de interés efectivo de la deuda de los hogares (Coef. correl. 0,89)



2.3 - Tipo de interés efectivo de la deuda de las sociedades no financieras (Coef. correl. 0,92)

