

## ¿Cómo reaccionaría la economía española ante posibles *shocks* adversos?

Raymond Torres y María Jesús Fernández\*

**El escenario central de previsiones de la economía española prevé un crecimiento del PIB del 2,1% en 2019, que se moderaría ligeramente en los dos años siguientes hasta situarse en su tasa potencial. Sin embargo, estas previsiones se basan en un entorno exterior estable, con una economía global que, aun en desaceleración, crecería más que durante la última crisis, y con unos tipos de interés en mínimos históricos. En un escenario de riesgo, en cambio, caracterizado por guerras comerciales, un *brexít* sin acuerdo y unos precios del petróleo singularmente más altos, la economía española vería recortado su crecimiento en unas décimas, con resultados algo peores en cuanto a tasa de paro, déficit público y saldo exterior. Por último, en el muy improbable escenario de riesgo incrementado, la economía podría entrar en recesión, empeorando todos los registros anteriormente señalados. Este artículo lleva a cabo una evaluación del comportamiento de la economía española en estos tres posibles escenarios, poniendo de relieve sus fortalezas y debilidades a la luz del análisis realizado.**

Tras cinco años de crecimiento desde el inicio de la recuperación, los fundamentos de la economía española siguen siendo relativamente sólidos, en la medida en que no se han generado desequilibrios en el sector privado que puedan desencadenar el fin de la etapa de crecimiento. No hay motivos, por tanto, para esperar, desde una perspectiva interna, el agotamiento de esta etapa, si bien su ritmo será más lento que en los años precedentes. Así, en el escenario central, se prevé un crecimiento del PIB del 2,1% en 2019, que se moderaría paulatinamente en los años posterior-

res hasta situarse en su tasa potencial (cuadro 1). Fruto de ello, el paro y la tasa de endeudamiento público —los principales desequilibrios— podrían seguir reduciéndose. El saldo exterior mantendría su superávit a lo largo del periodo de previsión, aunque en un nivel más reducido que en los años precedentes.

Sin embargo, estas previsiones descansan sobre la hipótesis de un entorno exterior estable, caracterizado por el mantenimiento de un crecimiento mundial en desaceleración pero más elevado que

\* Funcas.

Cuadro 1

**Escenario central de Funcas**

(Probabilidad: 75%)

	2018	2019	2020	2021
PIB	2,5	2,1	1,8	1,7
Consumo privado	2,4	2,2	1,8	1,6
Consumo público	2,3	1,3	1,2	1,2
Formación bruta de capital fijo	5,2	4,0	3,0	2,1
- Construcción	5,5	4,1	3,1	2,2
- Equipo y otros productos	4,9	3,8	2,9	2,1
Exportaciones	2,2	2,0	2,4	2,5
Importaciones	3,6	3,1	2,9	2,5
Demanda nacional (aportación)	2,9	2,4	1,9	1,6
Sector exterior (aportación)	-0,4	-0,3	-0,1	0,1
Tasa de inflación	1,7	1,1	1,3	1,5
Empleo	2,5	1,7	1,4	1,3
Tasa de desempleo	15,3	13,9	12,7	11,6
Balanza de pagos por cc (% PIB)	0,8	0,6	0,4	0,4
Tasa de ahorro de los hogares	4,4	4,1	3,8	3,7
Deuda AA.PP. (% del PIB)	97,4	95,9	94,8	93,6

durante la crisis, y de tipos de interés en mínimos históricos. El objetivo de este artículo es evaluar el comportamiento de la economía española en el caso de una evolución menos benévola del contexto internacional y de las condiciones financieras<sup>1</sup>. En primer lugar, se analiza el impacto de un debilitamiento de la economía mundial y europea, y de un incremento del precio del petróleo. Para este escenario de riesgo, se toman como referencia las previsiones más pesimistas de comercio internacional y de precio del petróleo (*shock* comercial). En segundo lugar, en un escenario de riesgo incrementado, se considera además del *shock* comercial un *shock* financiero. Este consiste en un aumento de tipos de interés y de primas de riesgo de una magnitud similar a la que provocó la crisis de la deuda soberana durante el periodo 2010-2012. Finalmente, el artículo concluye con una reflexión sobre fortalezas y debilidades de la economía española que se derivan del análisis.

Hay que señalar que todo el ejercicio de simulación se hace bajo la hipótesis de *no policy change*, es decir, que no se adoptan medidas de política económica.

**Escenario de riesgo**

En un escenario de riesgo, las interrupciones derivadas de las guerras comerciales y, en el caso de Europa, de un *bretxit* sin acuerdo, así como un precio del petróleo en la parte alta del rango de previsiones (85 dólares), reducirían el crecimiento de la economía mundial y europea por debajo del contemplado en el escenario central. El crecimiento del PIB en la eurozona se situaría en el 1% en 2019, iniciando una modesta recuperación a partir de la segunda mitad de 2020, una vez absorbido el impacto de las interrupciones mencio-

<sup>1</sup> Este trabajo actualiza los escenarios realizados hace un año (ver Torres y Fernández, 2018).

nadas. La economía norteamericana también se recuperaría, pero el crecimiento de la economía mundial permanecería lastrado por la evolución menos dinámica de China, como consecuencia de sus propios desequilibrios (ver anexo 1).

Estas hipótesis son poco probables con respecto a las que incorpora el escenario central. Sin embargo, la evolución reciente de la economía europea y de los mercados internacionales dan alas a las advertencias de los organismos internacionales (OCDE, 2019) y del propio BCE (2019). Por ello se considera que la probabilidad de este escenario es de entre un 20% y un 25%, frente al 75% del escenario central.

El tipo de cambio del euro se mantendría en 2019 en torno al nivel reciente de 1,13 dólares, ya que el retraso en la normalización de la política monetaria que tendría lugar en este contexto impediría la apreciación prevista en el escenario central de previsiones. La mejoría de las perspectivas económicas en 2020, propiciaría la elevación de los tipos de interés por parte del BCE a lo largo de dicho ejercicio, impulsando una moderada apreciación del euro a partir de entonces.

El menor crecimiento económico y la apreciación de un mayor grado de incertidumbre por parte de los mercados financieros elevaría la prima de riesgo española este año, situando la rentabilidad de la deuda a diez años en el 1,50%. En los ejercicios posteriores, la prima se mantendría estable en un nivel relativamente elevado, aunque la mejoría de las perspectivas a medio plazo seguiría impulsando al alza las rentabilidades hasta en torno al 2,2% en 2021.

Los crecimientos salariales esperados en este contexto serían inferiores a los previstos en el escenario central de previsiones, debido a la menor presión alcista sobre los mismos derivada de un menor crecimiento del empleo.

El deterioro de las condiciones internacionales se reflejaría en un menor crecimiento de las exportaciones. La menor demanda externa, unida a la mayor incertidumbre y al incremento de los costes de producción derivado del aumento del precio

de la energía, frenarían el crecimiento de la inversión. Todo ello en su conjunto repercutiría en un menor ritmo de creación de empleo, que, unido a la mayor tasa de inflación, ralentizaría el crecimiento del consumo. Un efecto negativo adicional sobre esta última variable procedería del deseo de aumentar la tasa de ahorro ante unas perspectivas más inciertas. No obstante, el repunte salarial derivado de las subidas de las remuneraciones de los funcionarios, el aumento del salario mínimo y la subida de las pensiones, ejercerían un efecto parcialmente compensatorio. En consecuencia, el crecimiento del PIB español se ralentizaría hasta el 1,8% en 2019 (cuadro 2 y gráfico 1).

En 2020, pese a la suave recuperación de las exportaciones, la inversión seguiría moderando su tono, debido a varios factores: el efecto negativo del incremento de la prima de riesgo sobre los tipos de interés, el impacto retardado del aumento de los costes laborales del año anterior (por la subida del salario mínimo y por el incremento de las bases de cotización), y la intensificación del debilitamiento del consumo. Este último fenómeno obedecería al agotamiento del efecto favorable sobre las rentas de los hogares de las medidas anteriormente mencionadas. El crecimiento del PIB se situaría en el 1,2%.

---

*En un escenario de riesgo, cuya probabilidad se mueve entre el 20% y el 25%, la tasa de paro se situaría en 2021 en el 12,5%, casi un punto porcentual por encima del resultado del escenario central. El saldo de la balanza por cuenta corriente se volvería deficitario y el déficit de las cuentas públicas repuntaría hasta el 2,6% del PIB.*

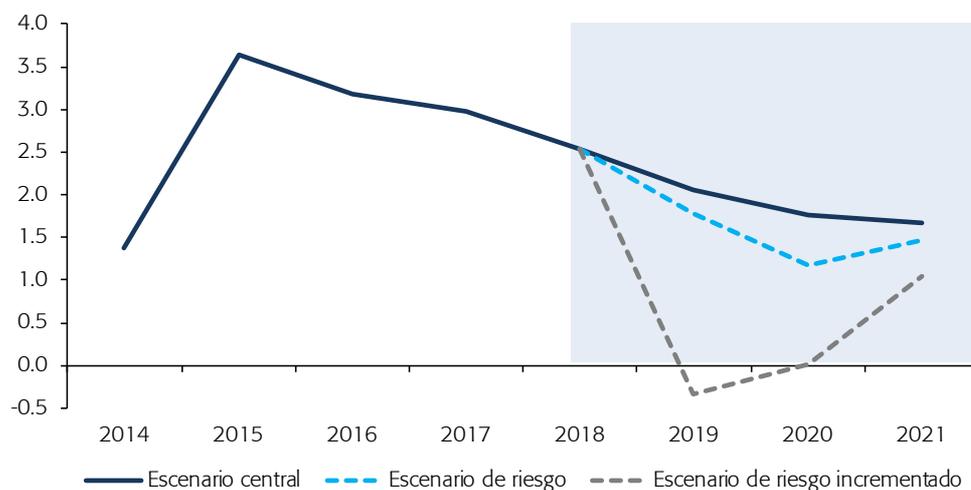
---

En 2021 el PIB registraría una cierta recuperación, aunque manteniéndose en tasas reducidas. La mejoría procedería del comportamiento de las exportaciones, y sobre todo de la inversión en equipo, componente que se vería impulsado por las expectativas más favorables, y que ya no sufriría el lastre derivado del incremento de la prima de riesgo —puesto que esta se mantiene— ni de un ascenso tan acusado de los costes laborales

Gráfico 1

**Crecimiento del PIB en los tres principales escenarios de Funcas para la economía española**

(Tasas anuales de crecimiento)



Cuadro 2

**Escenario de riesgo de Funcas**

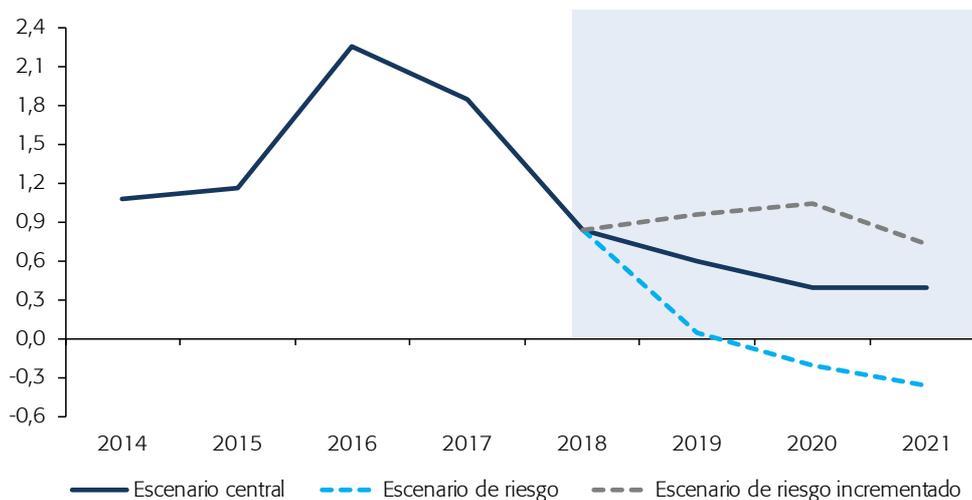
(Probabilidad: 20-25%)

	2018	2019	2020	2021
PIB	2,5	1,8	1,2	1,5
Consumo privado	2,4	1,9	0,9	1,4
Consumo público	2,3	1,3	1,2	1,2
Formación bruta de capital fijo	5,2	3,2	1,8	2,1
- Construcción	5,5	3,8	2,0	2,0
- Equipo y otros productos	4,9	2,7	1,5	2,1
Exportaciones	2,2	1,7	2,0	2,1
Importaciones	3,6	2,5	1,9	2,2
Demanda nacional (aportación)	2,9	2,0	1,1	1,5
Sector exterior (aportación)	-0,4	-0,2	0,1	0,0
Tasa de inflación	1,7	1,4	1,2	1,0
Empleo	2,5	1,5	0,8	1,1
Tasa de desempleo	15,3	14,1	13,4	12,5
Balanza de pagos por cc (% PIB)	0,8	0,0	-0,2	-0,4
Tasa de ahorro de los hogares	4,4	4,2	3,9	4,1
Deuda AA.PP. (% del PIB)	97,4	96,9	97,1	97,0

Gráfico 2

**Balanza por cuenta corriente en los tres principales escenarios de Funcas para la economía española**

(Porcentaje del PIB)



unitarios. Como consecuencia, el empleo experimentaría una mejoría que impulsaría el consumo, lo que a su vez reforzaría el crecimiento del PIB y del empleo. El resultado final sería una recuperación del ritmo de crecimiento hasta el 1,5%.

La tasa de desempleo se situaría en 2021 en el 12,5%, casi un punto porcentual por encima del resultado del escenario central (gráfico 4). El saldo de la balanza por cuenta corriente se volvería deficitario debido fundamentalmente al enca-

Gráfico 3

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

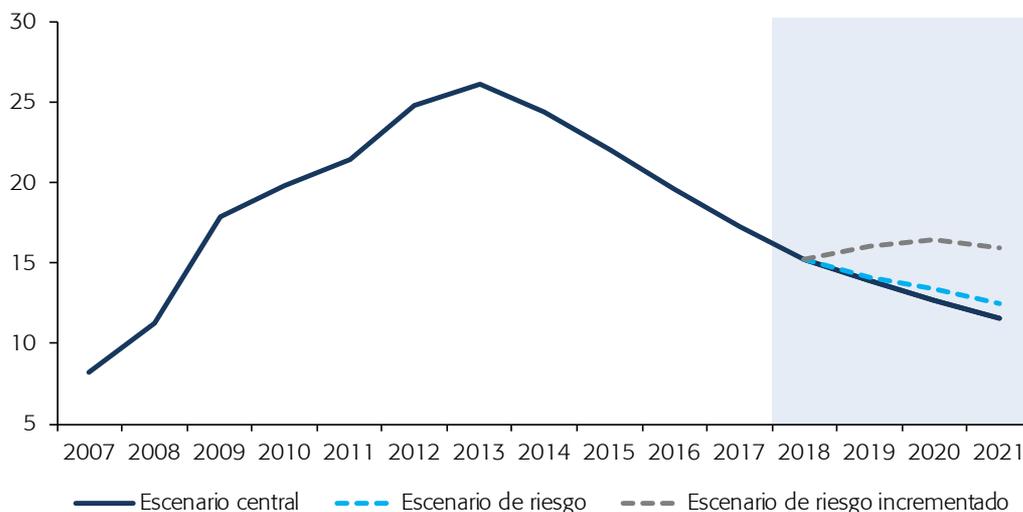
(Porcentaje del PIB)



Gráfico 4

**Tasa de paro en los tres principales escenarios de Funcas para la economía española**

(Porcentaje de la población activa)



recimiento de las importaciones de petróleo, así como, en menor medida, al aumento de los pagos netos en intereses al exterior (gráfico 2). Finalmente, el déficit de las cuentas públicas repuntaría hasta el 2,6% del PIB, frente al 1,9% estimado en el escenario central de previsiones. La ratio de endeudamiento público descendería levemente en 2019, pero volvería a ascender en los años posteriores hasta situarse en torno al 97% del PIB en 2021 (gráfico 3).

**Escenario de riesgo incrementado**

En el escenario de riesgo incrementado, el contexto externo sufriría un deterioro más acusado que en el anterior escenario. Para ello, en primer lugar, se han tomado las previsiones de los analistas más pesimistas, que se derivan del agravamiento de las tensiones proteccionistas, y de un aterrizaje abrupto de la economía china. Además, la actual desaceleración de la economía europea sería más intensa, hasta prácticamente rozar la recesión

durante la segunda parte del presente ejercicio. Así pues, la eurozona pasaría de un crecimiento del 0,8% en 2019, hasta un 0,5% en 2020. A partir de ese año, la eurozona iniciaría una recuperación, pese a lo cual todavía crecería un 1%, por debajo del potencial.

En segundo lugar, el escenario de riesgo incrementado incorpora un *shock* financiero, de magnitud similar al que se produjo en el momento de la crisis de la deuda soberana de hace una década. En concreto, la fragmentación financiera provocaría un parón de los flujos de capital en la eurozona en los próximos meses, con un doble resultado. Por un lado, la prima de riesgo se incrementaría hasta alcanzar valores similares a los registrados en 2011, es decir cerca de 300 puntos (prácticamente el triple de la prima de riesgo observada actualmente en los mercados). En segundo lugar, el sector privado se enfrentaría a una restricción del crédito, lo que obligaría los hogares a pasar de la actual posición de necesidad de financiación al equilibrio (las empresas, por su parte, gozan de un importante excedente, por lo que las restriccio-

nes de crédito tendrían menos incidencia que para los hogares).

*En el escenario de riesgo incrementado, con probabilidad únicamente del 5%, la economía española entraría en recesión en 2019, por el desplome de la demanda interna, y el déficit público se incrementaría hasta rozar el 5% del PIB en 2021. En el bienio 2019-2020 se perderían 215.000 empleos netos, de los cuales solo dos terceras partes se recuperarían en 2021.*

Las hipótesis que se incorporan en este escenario de riesgo incrementado son poco probables, por la magnitud de los *shocks* y su simultaneidad. Por ello la probabilidad que se atribuye a este escenario es inferior al 5%.

En un contexto tan deteriorado, la economía española entraría en recesión en 2019, por el desplome de la demanda interna. El consumo privado —la variable que más peso tiene en el PIB— se contraería como consecuencia de las restricciones de crédito, lo que provocaría un fuerte incremento de la tasa de ahorro de las familias (cuadro 3). Esta aumentaría en más de un punto porcentual hasta el 5,5%. La parálisis del crédito, junto con el aumento de tipos de interés, también afectaría la inversión en vivienda. La inversión en bienes de equipo aguantaría mejor el *shock*, fruto de la buena situación financiera de las empresas. Por otra parte, el empeoramiento de los mercados internacionales se reflejaría en las exportaciones, que apenas crecerían un 1,4%, una tasa similar a la registrada en 2012, uno de los peores años de la crisis. Sin embargo, las importaciones se reducirían (en línea con lo esperado teniendo en cuenta la contracción de la demanda interna y la elasticidad histórica), por

Cuadro 3

### Escenario de riesgo incrementado de Funcas

(Probabilidad: 0-5%)

	2018	2019	2020	2021
PIB	2,5	-0,3	0,0	1,0
Consumo privado	2,4	-1,0	0,0	1,5
Consumo público	2,3	1,3	0,8	0,8
Formación bruta de capital fijo	5,2	-3,2	-3,2	0,0
- Construcción	5,5	-6,4	-4,6	-1,9
- Equipo y otros productos	4,9	0,0	-1,8	1,8
Exportaciones	2,2	1,4	1,6	1,7
Importaciones	3,6	-0,6	0,0	1,8
Demanda nacional (aportación)	2,9	-1,0	-0,5	1,0
Sector exterior (aportación)	-0,4	0,7	0,5	0,0
Tasa de inflación	1,7	1,3	1,2	1,2
Empleo	2,5	-0,8	-0,5	0,7
Tasa de desempleo	15,3	16,1	16,5	16,0
Balanza de pagos por cc (% PIB)	0,8	1,0	1,0	0,7
Tasa de ahorro de los hogares	4,4	5,5	5,5	5,1
Deuda AA.PP. (% del PIB)	97,4	100,2	103,4	105,7

lo que el sector externo tendría un impacto neto positivo sobre la actividad.

Una vez realizado el ajuste, el gasto en consumo se estabilizaría en 2020 y emprendería una leve recuperación en 2021, a medida que las restricciones de crédito se van suavizando y el ahorro de precaución se reduce. La desaceleración de las exportaciones también tocaría fondo durante 2020, en consonancia con la recuperación de la economía europea, y esa tendencia se consolidaría en 2021. Fruto de ello, la inversión empezaría a repuntar a partir de ese año. Con todo, el PIB se estabilizaría en 2020 y crecería ligeramente en 2021.

En este escenario de riesgo incrementado, y teniendo en cuenta la hipótesis de política fiscal neutra, el déficit público se incrementaría hasta rozar el 5% del PIB en 2021. El resultado sería una elevación de la deuda pública durante todo el horizonte de previsión, hasta alcanzar el 105,7% del PIB, el máximo de la serie histórica (gráfico 3).

*Incluso bajo supuestos altamente adversos como los que se incorporan en el escenario de riesgo incrementado, la economía española tendría una evolución menos negativa que durante los años centrales de la última crisis económica.*

La recesión también haría mella sobre el mercado laboral. Durante el periodo 2019-2020, se perderían 215.000 empleos netos, de los cuales solo las dos terceras partes se recuperarían en 2021, por lo que la tasa de paro se quedaría en el 16% (gráfico 4). Esta es una tasa elevada, aunque cerca de diez puntos menos que el máximo registrado en años anteriores.

En suma, incluso bajo supuestos altamente adversos como los que se incorporan en este escenario, la economía española tendría una evolución menos negativa que durante los años centrales de la crisis. Esto se debe a dos factores:

- La economía española perdería menos empleos que durante la crisis de deuda

soberana, que coincidía con la explosión de la burbuja inmobiliaria, lo que obligaba a importantes ajustes en el sector de la construcción. Esa circunstancia explica buena parte del empleo que se destruyó en esos años, el aumento de las primas de riesgo hizo el resto. El crecimiento del paro también provocó una reacción de precaución entre las familias, que decidieron comprimir sus gastos ante el miedo a perder su empleo, lo que a su vez agravó la recesión. La situación actual es distinta, por no existir indicios claros de burbuja y por no detectarse sectores con un nivel de empleo sostenido artificialmente por el crédito. Por tanto, un *shock* financiero tendría un impacto similar al de una recesión. Por ello, en el escenario de riesgo incrementado, el empleo reacciona a la evolución del PIB en consonancia con las elasticidades esperadas durante una recesión sin burbuja. Como consecuencia, se perderían proporcionalmente menos empleos que durante la crisis de la deuda soberana y la productividad aparente del trabajo se incrementaría a un ritmo anual cercano al 0,5% durante el periodo de previsión, aproximadamente cuatro veces menos que durante la crisis.

- La posición financiera del sector privado es más favorable que en el momento de la crisis de la deuda soberana. A finales de 2018, las empresas no financieras habían reducido su deuda en nada menos que 320.000 millones de euros con respecto a 2010. Por tanto, un *shock* de tipos de interés tendría un impacto significativamente inferior al que se observó hace una década. Por ello, frente a un *shock* de magnitudes similares, las empresas pagarían cerca de 25.000 millones menos de intereses, lo que explica que atravesarían la recesión con menos dificultad. Asimismo, los hogares, al haberse desendeudado (aunque menos que las empresas), pagarían en torno a 10.000 millones menos de intereses. Finalmente, las instituciones financieras parten de una posición relativamente saneada, tanto en exposición a créditos dudosos como en ratios de capital y de liquidez.

## Fortalezas y debilidades ante posibles shocks

En conclusión, la economía española está mejor posicionada que en épocas anteriores ante la eventualidad de fuertes turbulencias internacionales o una parálisis financiera de magnitud similar a la que ocurrió en la Gran Recesión. El saneamiento financiero que se ha producido en el sector privado durante los últimos años, junto con la ausencia de burbujas o de sectores donde una parte significativa del empleo está artificialmente sostenido por el crédito, son importantes logros que explican la relativa resiliencia de la economía.

---

*Entre las principales debilidades destaca el estrecho margen de maniobra fiscal para contrarrestar los efectos de un posible shock. Tanto el déficit de las administraciones públicas como su elevado endeudamiento dejan poco espacio para adoptar medidas de estímulo que pondrían un suelo a la recesión y acelerarían la recuperación.*

---

Por el lado negativo, destaca el estrecho margen de maniobra fiscal para contrarrestar los

efectos de un posible *shock*. Tanto el déficit de las administraciones públicas como su elevado endeudamiento dejan poco espacio para adoptar medidas de estímulo que pondrían un suelo a la recesión y acelerarían la recuperación. El carácter marcadamente procíclico del mercado laboral es otra debilidad que reduce la capacidad de respuesta de la economía ante tendencias recesivas. Finalmente, la elevada dependencia con respecto al petróleo es otra de las asignaturas pendientes que explican la vulnerabilidad ante posibles tensiones en los mercados internacionales. Convendría, por tanto, avanzar en la contención de esos desequilibrios y progresar en las reformas así como en el cambio del modelo energético, para prolongar la onda expansiva y contener los efectos de nuevas turbulencias.

## Referencias

- BCE (2019). *Macroeconomic Projections*.
- TORRES, R. y FERNÁNDEZ, M. J. (2018). Escenarios para la economía española, 2018-2020. *Cuadernos de Información Económica*, 263, marzo-abril, pp. 1-11.
- OCDE (2019). *Economic Outlook*.

## Anexo 1. Principales hipótesis de los escenarios para la economía española

Cuadro A.1

### Escenario central

	2018	2019	2020	2021
PIB mundial	3,7	3,3	3,3	3,3
PIB zona euro	1,8	1,4	1,4	1,6
Petróleo	73	65	65	65
T/i largo plazo	1,43	1,25	1,75	2,00
Prima riesgo	1,02	1,00	1,00	1,00
T/i corto plazo	-0,32	-0,17	0,25	0,75
t/c euro	1,18	1,15	1,20	1,20
Productividad	0,0	0,3	0,3	0,3
Salarios	1,0	2,1	1,2	1,2

Fuente: Funcas.

Cuadro A.2

### Escenario de riesgo

	2018	2019	2020	2021
PIB mundial	3,7	3,0	2,8	2,8
PIB zona euro	1,8	1,0	1,1	1,3
Petróleo	73	78	85	85
T/i largo plazo	1,43	1,50	2,00	2,20
Prima riesgo	1,02	1,40	1,50	1,50
T/i corto plazo	-0,32	-0,30	0,00	0,25
t/c euro	1,18	1,13	1,15	1,15
Productividad	0,0	0,3	0,3	0,3
Salarios	1,0	1,9	1,0	1,0

Fuente: Funcas.

Cuadro A.3

### Escenario de riesgo incrementado

	2018	2019	2020	2021
PIB mundial	3,7	2,4	2,5	2,7
PIB zona euro	1,8	0,8	0,5	1,0
Petróleo	73	78	85	85
T/i largo plazo	1,43	2,88	3,28	3,48
Prima riesgo	1,02	2,78	2,78	2,78
T/i corto plazo	-0,32	-0,30	-0,30	-0,30
t/c euro	1,18	1,15	1,20	1,20
Productividad	0,0	0,3	0,5	0,7
Salarios	1,0	1,5	0,8	0,8

Fuente: Funcas.