



## *Escenario básico de predicción y valoración de riesgos y alternativas*

Julián Pérez

En el momento actual existe una elevada incertidumbre sobre la evolución del crecimiento económico español a corto plazo y son muchas las variables a tener en cuenta durante los próximos trimestres (Evolución de las primas de riesgo, intensidad final del ajuste de gasto necesario para cumplir los objetivos de consolidación fiscal, la propia magnitud del dichos objetivos, la necesidad, o no de solicitar ayudas externas y la reacción de los agentes económicos frente a estas alternativas).

Esta incertidumbre se refleja en una elevada dispersión en las expectativas de crecimiento manejadas por las diferentes instituciones para el año 2013 y así, el último panel de Consensus Forecasts, presentaba una dispersión en las tasas de crecimiento del PIB real de más de dos puntos sobre un valor medio del -1,6%, recorriendo un rango desde el -1,1% hasta el -3,2%, y sensiblemente alejada de la estimación oficial de caída del -0,5% recogida en los P.G.E. para 2013.

Desde CEPREDE, hemos revisado, como es habitual, nuestras estimaciones de crecimiento, tanto a corto, como a medio y largo plazo, ofreciendo, en la actualidad, un crecimiento del PIB para 2013 en torno al -1,2% derivado de un escenario básico cuyas características generales se describen a continuación.

Adicionalmente, hemos tratado de valorar los diferentes escenarios alternativos que se presentan a corto plazo, considerando las diferentes incógnitas que mencionábamos en el párrafo inicial, y que nos llevarían a situaciones de crecimiento económico tan dispares como las que se reflejan en los paneles de predictores.

## Principales resultados del escenario básico.

- A corto plazo las perspectivas de evolución de la economía españolas no son muy favorables y, de hecho, se han ido deteriorando a lo largo del año hasta el punto que, en el momento actual se considera que la contracción de la actividad económica se prolongará durante el próximo año y con una intensidad similar a la esperada para 2012. Así, frente a un crecimiento registrado del PIB real del 0,5% en 2011, las perspectivas para el presente año adelantan una caída del -1,6%, mientras que las expectativas para 2013 apuntan ya a una caída superior al -1%.
- La causas últimas de este proceso de desaceleración de la actividad económica debemos encontrarla, tanto en la prolongación del proceso de consolidación fiscal, que se muestra más prolongado en intenso de lo que cabría esperar, como en el propio deterioro de las expectativas que condiciona, no sólo el comportamiento de los consumidores, sino los posibles proyectos de inversión empresarial privados.

De hecho, durante los últimos dos años estamos asistiendo a un proceso de fuerte recuperación de la capacidad de financiación neta, tanto de empresas, como de familias, y que, por el momento, se está materializando en un aumento de los activos financieros, dada la escasa rentabilidad esperada para los proyectos de inversión productiva.

Si a esta escasez de los retornos esperados para los proyectos de inversión productiva, le añadimos el endurecimiento de las condiciones y la limitación en la cuantía del crédito ofrecido por el sistema bancario, el margen de expansión de la componente de inversión parece bastante limitado, al menos a corto plazo, previéndose una contracción acumulada de esta componente de unos 14 puntos entre 2012 y 2013.

- Respecto a la demanda externa, y aún cuando se prevé una cierta recuperación de los ritmos de crecimiento de las exportaciones a finales del presente año, tampoco cabe esperar grandes avances ya que nuestro principal cliente, la Unión Europea, no parece que vaya a registrar una reactivación significativa de la actividad a corto plazo.
- Por otra parte, tanto el consumo como la inversión pública, se están viendo directamente afectados por el proceso de consolidación fiscal, que, de hecho, tenderá a acelerarse durante la segunda mitad del presente año y en 2013, ya que el fuerte incremento del coste de la deuda experimentado durante los primeros meses del año, ha absorbido una buena parte del esfuerzo realizado, y será necesario, por tanto, incrementar los ritmos de consolidación para alcanzar los objetivos establecidos para el presente año y el siguiente.
- Finalmente, el consumo privado se está viendo afectado, tanto por la contención de rentas (salariales y no salariales), como por el aumento de impuestos, generándose un efecto adicional por el aumento del ahorro derivado del deterioro de expectativas.

## Valoración de riesgos y escenarios alternativos.

- El principal factor de riesgo con el que se enfrenta la economía española a corto plazo está relacionado con la propia evolución de la crisis de la deuda soberana, en el conjunto de la Unión Monetaria, así como del propio futuro de la divisa única.
- No obstante, teniendo en cuenta que la economía española es una de las que en mayor medida está sufriendo esta crisis y la subsiguiente pérdida de confianza de los mercados internacionales, los efectos de un escenario adverso de prolongación de las tensiones en los mercados financieros podrían ser especialmente nocivos para nuestra economía.

De esta forma si continuaran, o incluso, se agravaran los problemas de confianza de los mercados financieros en la economía española y persistieran los elevados niveles de prima de riesgo exigida a la deuda española, sería inevitable solicitar la intervención del BCE en los mercados secundarios de deuda lo que, posiblemente, se tradujera en un ligero aumento de las condiciones impuestas sobre el proceso de consolidación fiscal que, unido al deterioro adicional de expectativas que traería consigo, se traduciría en una mayor desaceleración de los ritmos de crecimiento, tanto del gasto privado, como del público.

- Este escenario alternativo, que nos llevaría a una contracción del PIB real en 2013 similar a la esperada para 2012, es decir en torno al -1,5%, podría incluso agravarse si esta intervención del BCE no fuera suficiente para garantizar la demanda de deuda española en los mercados internacionales.

En este sentido, si el tesoro español, no fuera capaz de colocar sus títulos en el mercado primario durante el próximo año 2013, y se viera obligado a acudir a un rescate duro, al estilo griego o portugués, es decir, solicitando dinero directamente a la Unión Monetaria y el FMI; las condiciones impuestas serían mucho más desfavorables, y los efectos en términos del crecimiento económico sería similares a los observados en otros países rescatados.

- Por el contrario, no sería completamente descartable un escenario completamente opuesto, de rápida recuperación de la confianza de los mercados internacionales, atraídos los rendimientos diferenciales de la deuda española y respaldada por las operaciones de compra en los mercados financieros por parte del BCE. En este nuevo escenario, la prima de riesgo se reduciría considerablemente a corto plazo y facilitaría el cumplimiento de los objetivos de consolidación fiscal sin necesidad de aplicar nuevas políticas de ajuste.

Ante esta nueva situación mejorarían significativamente las expectativas de los agentes privados, especialmente las empresas, que podrían relanzar nuevos proyectos de inversión encaminados a abastecer la esperada recuperación de la demanda.

En la misma dirección, esta mejora de expectativas se trasladaría a los consumidores que podrían moderar sus tasas de ahorro por motivo de precaución y podrían contribuir con una ligera recuperación del consumo.

## **Análisis de los escenarios alternativos.**

Generalmente, la cuantificación de las probabilidades asociadas a los diferentes escenarios es un ejercicio complejo ya que son muchas las variables a tener en cuenta y, frecuentemente están asociadas a eventos difícilmente valorables.

No obstante, y a efectos de tener una primera valoración de los riesgos asociados a los diferentes escenarios planteados, vamos a tratar de realizar un ejercicio de valoración de dichos escenarios.

- En primer lugar, debemos valorar la posible evolución de los mercados financieros a lo largo de los próximos meses, considerando dos posibilidades alternativas:
  - Progresiva corrección de las tensiones y de la prima de riesgo.
  - Continuidad en la incertidumbre y mantenimiento o incluso nuevo incremento de las primas.

En el momento actual, ambas situaciones parecen igualmente probables por lo que su valoración estaría en torno al 50% para cada alternativa.

La primera de las opciones nos conduciría directamente a nuestro escenario básico, que tendría, por tanto una probabilidad de ocurrencia en torno al 50% y que supondría una caída del PIB ligeramente superior al 1% en 2013.

- La continuidad de las tensiones en los mercados financieros nos llevaría a la solicitud del denominado “rescate blando”, es decir, la compra por parte del BCE de deuda española en los mercados secundarios. Frente a esta intervención cabría plantearse, a su vez, dos situaciones alternativas:
  - Que la intervención tuviera éxito y se redujeran las primas de riesgo.
  - Que la intervención sólo tuviera efectos pasajeros y se mantuvieran las tensiones.

Aunque es difícil de valorar, podríamos suponer que, a priori, hubiera una mayor probabilidad de éxito, en torno al 60%, mientras que habría un 40% de posibilidades de que los efectos fueran meramente transitorios, tal como sucedió con las intervenciones de inyección de liquidez hace unos meses.

- Si la intervención fuera exitosa, podríamos plantearnos la posible reacción de los agentes españoles, empresas y familias, en cuanto a su percepción de las expectativas y su confianza a futuro:
  - Mejora de confianza y expectativas.
  - Mantenimiento de expectativas.

Las probabilidades asociadas a estas dos situaciones podríamos establecerlas en un 30% para la mejora y un 70% para el mantenimiento.

La recuperación de expectativas y confianza en un entorno de éxito en la intervención del BCE nos podría conducir a un escenario sensiblemente más optimista que el barajado en la actualidad y donde el conjunto del PIB podría mejorar sus resultados finales en 2013, aproximándose a valores que podrían, incluso llegar a no ser negativos.

Por el contrario, si no se produjera esta mejora de confianza, los beneficios de la intervención del BCE en los mercados secundarios serían bastante más limitados y nos conducirían a un escenario de relativa mejora con respecto a la previsión básica aunque seguirían reflejando una contracción del crecimiento en el entorno del 0,5 al 1% del PIB.

- En el caso en que el rescate blando no produjera los resultados deseados y, al cabo de un cierto periodo de calma retornaran de nuevo las presiones sobre nuestra deuda y se recuperaran los diferenciales de riesgo previos a la intervención se plantearían de nuevo dos situaciones alternativas:
  - Que el deterioro no se fuera agudizando progresivamente y pudiéramos seguir financiándonos en los mercados aunque a un coste relativamente alto.
  - Que el deterioro se fuera agravando hasta el punto de no poder obtener financiación en los mercados y tuviéramos que acudir a un “rescate duro” al estilo griego o portugués.

A priori, las posibilidades de este deterioro creciente y, por tanto, la necesidad de acudir a un rescate duro, serían bastante limitadas, en torno al 20%, mientras la situación alternativa mantendría el 80% restante.

Este nuevo escenario de encarecimiento relativo de la deuda, exigiría unos mayores esfuerzos de contención fiscal para garantizar el cumplimiento de los objetivos establecidos, lo que supondría un mayor deterioro relativo de la actividad económica durante el próximo año y que podría cuantificarse en una contracción del PIB en la banda del 1,2 al 2%.

Finalmente, el escenario de rescate duro vendría acompañado, al menos a corto plazo, de un deterioro adicional de expectativas, unos mayores recortes, y la implantación de medidas mucho más traumáticas que, nuevamente a corto plazo, supondrían un importante deterioro de la actividad se manifestaría en una contracción del PIB superior al 2% durante el próximo año.

En la figura que presentamos a continuación se resumen los diferentes escenarios así como la cuantificación final de sus probabilidades de ocurrencia y sus efectos sobre el crecimiento del PIB en 2013.

