IM06

INFORME MENSUAL
NÚMERO 479 | JUNY 2023

ENTORN ECONÒMIC I FINANCER

MERCATS FINANCERS
La política monetària està aconseguint refredar l'activitat? Una primera avaluació

ECONOMIA INTERNACIONAL
Nou escenari econòmic: canvi de perspectives a les economies i als mercats internacionals?

ECONOMIA ESPANYOLA
Nou escenari econòmic: milloren les perspectives econòmiques per a Espanya

El Programa d'Estabilitat 2023-2026: ajust del dèficit públic espanyol gràcies al creixement econòmic

DOSSIER: L'EDAT D'OR DELS *BABY BOOMERS*: REPTES I OPORTUNITATS

Baby boomers: *qui són i com afronten la jubilació*

Reformar el sistema de pensions: a la recerca de la sostenibilitat

De quines formes s'ha garantit la sostenibilitat en altres sistemes de pensions?

Com aconseguir que els nostres biaixos cognitius juguin a favor d'augmentar l'estalvi privat en pensions

Què representa per al creixement econòmic la jubilació baby boomer*?*

Patrons de consum i d'estalvi després de la jubilació

CaixaBank Research

INFORME MENSUAL
Juny 2023

L'*Informe Mensual* és una publicació elaborada de manera conjunta per CaixaBank Research i per BPI Research (UEEF)

CaixaBank Research
www.caixabankresearch.com
research@caixabank.com
Enric Fernández
Economista en cap
José Ramón Díez
Director d'Economies i Mercats Internacionals
Oriol Aspachs
Director d'Economia Espanyola
Sandra Jódar
Directora de Planificació Estratègica
Adrià Morron Salmeron i Nuria Bustamante
Coordinadors de l'*Informe Mensual*
Javier Garcia-Arenas
Coordinador del Dossier

BPI Research (UEEF)
www.bancobpi.pt /
http://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudos-e-mercados/mercados-financeiros
deef@bancobpi.pt
Paula Carvalho
Economista en cap

Data de tancament d'aquesta edició:
2 de juny de 2023

ÍNDEX

1 EDITORIAL

3 LES CLAUS DEL MES

4 PREVISIONS

7 MERCATS FINANCERS

9 *La política monetària està aconseguint refredar l'activitat? Una primera avaluació*

12 ECONOMIA INTERNACIONAL

14 *Nou escenari econòmic: canvi de perspectives a les economies i als mercats internacionals?*

19 ECONOMIA ESPANYOLA

21 *Nou escenari econòmic: milloren les perspectives econòmiques per a Espanya*
Oriol Carreras

23 *El Programa d'Estabilitat 2023-2026: ajust del dèficit públic espanyol gràcies al creixement econòmic*
Javier Garcia-Arenas

26 ECONOMIA PORTUGUESA

28 DOSSIER: L'EDAT D'OR DELS *BABY BOOMERS*: REPTES I OPORTUNITATS

28 Baby boomers*: qui són i com afronten la jubilació*
Josep Mestres Domènech

32 *Reformar el sistema de pensions: a la recerca de la sostenibilitat*
Javier Garcia-Arenas i David del Val

34 *De quines formes s'ha garantit la sostenibilitat en altres sistemes de pensions?*
David del Val i Javier Garcia-Arenas

37 *Com aconseguir que els nostres biaixos cognitius juguin a favor d'augmentar l'estalvi privat en pensions*
Rita Sánchez Soliva

40 *Què representa per al creixement econòmic la jubilació* baby boomer*?*
Antonio Montilla i Ricard Murillo Gili

42 *Patrons de consum i d'estalvi després de la jubilació*
Mar Bisquert, Josep Mestres, José Antonio Sánchez i Ariadna Vidal

Previsions en una economia inestable

Els últims anys han constituït una cura d'humilitat per als exercicis de predicció econòmica. Tant les distorsions causades en el comportament de variables com el creixement o la inflació per l'acumulació de xocs de naturalesa molt diversa, com la necessitat de calibrar els escenaris econòmics amb hipòtesis sobre l'evolució de la pandèmia o els efectes del conflicte bèl·lic sobre el comportament del preu de les primeres matèries, han augmentat la incertesa de les previsions. En un període curt de temps, els economistes han hagut d'actualitzar els seus coneixements sobre mercats energètics, fer un curs accelerat sobre els efectes econòmics de malalties epidèmiques o tornar a posar en el radar el risc geopolític, i tot això mentre tractaven d'entendre la naturalesa i les conseqüències dels desajustaments entre l'oferta i la demanda mundials. Pel camí, es va infraestimar la intensitat i la durada de l'episodi inflacionista originat al començament del 2021 i la resiliència del cicle de negocis a tota mena de pertorbacions i, per tant, la flexibilitat de les famílies i de les empreses per esquivar els successius obstacles que han anat apareixent a l'horitzó. Aquesta capacitat d'adaptació de les economies modernes, així com els vents de cua d'unes polítiques monetàries i fiscals extraordinàriament expansives, explicaria un funcionament econòmic millor del que es podia esperar en els últims temps.

Havent arribat ja gairebé al tancament del primer semestre de l'any, aquests senyals continuen presents, perquè l'economia internacional manté una acceptable velocitat de creuer, tot i que amb divergències entre països i entre sectors d'activitat. Al mateix temps que les lectures generals de la inflació continuen millorant i es mantenen els dubtes sobre el comportament dels preus a mitjà termini, perquè els indicis de baixades en les mesures tendencials d'inflació no són concloents (en especial en les rúbriques d'aliments i de serveis), la qual cosa confereix escassa visibilitat al final del procés de pujada dels tipus d'interès. La notícia positiva és que, rere aquest comportament de les principals variables econòmiques, hi ha la correcció d'una bona part dels desajustaments entre l'oferta i la demanda mundials, la qual cosa reflecteix que continuen funcionant els canals de transmissió de la política econòmica i que s'ha aconseguit superar els colls d'ampolla que distorsionaven la producció. Però la sensació és que l'ajust encara és incomplet.

En aquest context, amb el primer focus d'inestabilitat financera aparentment neutralitzat, s'està produint una revisió a l'alça de les previsions de creixement per a enguany, que reflecteixen el descens dels preus de les primeres matèries des de l'estiu, les sorpreses positives en les dades d'activitat de l'hivern, el bon comportament del mercat de treball i la millora de les expectatives dels agents. En el nostre cas, hem apujat per al 2023 les previsions d'activitat a la zona de l'euro (el 0,9%, en relació amb el 0,5%), a Espanya (el 2%, en relació amb l'1,3%) i als EUA (l'1,2%, en relació amb el 0,9%), tot i que, en tots els casos, hem rebaixat de forma moderada els pronòstics per al 2024, per l'efecte retardat de l'augment acumulat dels tipus d'interès.

Precisament, un cop aclarit l'escenari energètic, els riscos sobre les projeccions centrals són el comportament del nucli de la inflació i l'evolució de la política monetària, i fins a quin punt l'enduriment d'aquesta última pot provocar nous episodis de turbulències financeres com els viscuts al març. En el fons, amb una política fiscal que ha d'anar virant cap a la neutralitat, la clau serà com els bancs centrals gestionaran el seu doble mandat (estabilitat financera enfront d'estabilitat de preus). Tot i que la principal sorpresa negativa dels últims mesos són les dificultats que està tenint el sector manufacturer per sortir d'una atonia generalitzada, quelcom que està afectant el comerç mundial i que s'està posant de manifest en l'evolució de l'activitat en països com Alemanya, on el creixement ha estat negatiu en tres dels últims quatre trimestres. Coincidint en el temps amb una adaptació de la política industrial als nous desafiaments geoestratègics, tendència liderada pels EUA amb l'aprovació de l'IRA (Llei de Reducció de la Inflació), que constitueix un «abans i un després» per al marc de les relacions econòmiques transatlàntiques. En definitiva, la balança de l'economia internacional, tot i que amb bones sensacions en els últims mesos, es continuarà movent en un equilibri inestable en l'horitzó de previsió.

José Ramón Díez
Juny 2023

Cronologia

MAIG 2023

3 La Fed apuja tipus en 25 p. b., fins a l'interval 5,00%-5,25%.
4 El BCE apuja tipus en 25 p. b. i situa el *depo* en el 3,25% i el *refi* en el 3,75%.
5 L'OMS declara el final de l'emergència sanitària mundial per la COVID-19.

MARÇ 2023

16 El BCE apuja tipus en 50 p. b. i situa el *depo* en el 3,00% i el *refi* en el 3,50%.
18 Rússia i Ucraïna prolonguen l'acord que permet l'exportació de cereals i productes alimentaris connexos i de fertilitzants a través de la Mar Negra.
22 La Fed apuja tipus en 25 p. b., fins a l'interval 4,75%-5,00%.

GENER 2023

1 Croàcia entra a la zona de l'euro i a l'espai Schengen.
8 La Xina reobre les fronteres als viatgers estrangers després de tres anys.

ABRIL 2023

2 L'OPEP+ anuncia una retallada addicional de la producció en 1,15 milions de barrils diaris (mbd), fins a una reducció total de 3,66 mbd.
9 Kazuo Ueda es converteix en el nou governador del Banc del Japó.
19 Les Nacions Unides estimen que el 2023 l'Índia superarà la Xina i es convertirà en el país amb més població del món.

FEBRER 2023

1 La Fed apuja tipus en 25 p. b., fins a l'interval 4,50%-4,75%.
2 El BCE apuja tipus en 50 p. b. i situa el *depo* en el 2,50% i el *refi* en el 3,00%.
6 Un terratrèmol de magnitud 7,8 sacseja Turquia i Síria, amb la xifra més elevada de morts des del 2010 i la cinquena del segle XXI.

DESEMBRE 2022

14 La Fed apuja els tipus d'interès oficials en 50 p. b.
15 El BCE apuja els tipus d'interès oficials en 50 p. b. i anuncia que reduirà les reinversions de l'APP.

Agenda

JUNY 2023

2 Espanya: afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (maig).
9 Espanya: ràting DBRS.
Portugal: comerç internacional (abril).
12 Portugal: xifra de negocis al sector serveis (abril).
13-14 Comitè de Mercat Obert de la Fed.
15 Consell de Govern del Banc Central Europeu.
16 Espanya: enquesta trimestral de cost laboral (1T).
23 Espanya: comptabilitat nacional trimestral (1T).
Espanya: crèdits, dipòsits i taxa de morositat (1T i abril).
Espanya: balança de pagaments i PIIN (1T).
Portugal: desglossament del PIB (1T).
29 Espanya: avanç de l'IPC (juny).
Portugal: ràtio NPL (1T).
Zona de l'euro: índex de sentiment econòmic (juny).
29-30 Consell Europeu.
30 Espanya: taxa d'estalvi de les llars (1T).
Espanya: execució pressupostària de l'Estat (maig).
Portugal: avanç de l'IPC (juny).

JULIOL 2023

3 Portugal: producció industrial (maig).
4 Espanya: afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (juny).
11 Espanya: comptes financers (1T).
14 Espanya: ràting Moody's.
18 Xina: PIB (2T).
20 Portugal: balança de pagaments (maig).
21 Portugal: ràting DBRS.
24 Espanya: crèdits, dipòsits i taxa de morositat (maig).
25 Portugal: enquesta sobre préstecs bancaris (2T).
25-26 Comitè de Mercat Obert de la Fed.
27 Espanya: enquesta de població activa (2T).
Consell de Govern del Banc Central Europeu.
EUA: PIB (2T).
28 Espanya: avanç del PIB (2T).
Espanya: avanç de l'IPC (juliol).
Portugal: facturació del comerç al detall (juny).
Zona de l'euro: índex de sentiment econòmic (juliol).
31 Espanya: execució pressupostària de l'Estat (juny).
Portugal: avanç del PIB (2T).
Zona de l'euro: PIB (2T).

El dinamisme exportador

L'evolució de l'economia espanyola ha estat millor del que s'esperava. Fins avui, no solament ha aconseguit evitar la temuda recessió, sinó que ha mantingut un notable ritme de creixement de l'activitat i de l'ocupació. Això ens porta a millorar l'escenari de previsions. El creixement del PIB previst per a enguany el situem ara en el 2,0%, 7 dècimes per damunt de l'escenari anterior. En part, la sorpresa positiva és deguda a la distensió dels preus de l'energia, que s'ha produït abans del que s'esperava. Les mesures adoptades, tant a Espanya com a la majoria de països desenvolupats, han ajudat a esmorteir l'impacte de la crisi energètica. A Espanya, a més a més, ha sorprès l'excel·lent evolució del sector exterior.

La demanda nacional fa dos trimestres que recula. Entre el 4T 2022 i el 1T 2023, acumula un descens superior a l'1,5% en termes reals. Però això ha estat compensat amb escreix pel dinamisme de les exportacions de béns i de serveis, que van créixer un 10,2% interanual en el 1T de l'any. La bona evolució del sector exterior també es veu reflectida en el compte corrent, que l'any passat es va mantenir en positiu malgrat el fort encariment de les importacions d'energia: només va recular 4 dècimes en relació amb el 2021, fins al 0,6% del PIB. Aquest és un dels menors descensos entre tots els països desenvolupats. A Alemanya, a França i a Itàlia, per exemple, el descens del saldo corrent es va situar al voltant dels 4 p. p. La diferència és remarcable.

Si s'analitza amb una mica més de detall l'evolució de les factures amb l'exterior, observem que la de l'energia importada va augmentar de manera substancial. El dèficit de la balança energètica va passar dels 27.842 milions d'euros el 2021 als 56.551 milions el 2022. De tota manera, en termes de PIB, la xifra del 2022 (4,3%) no va arribar a superar la del 2012 (4,5%). En part, això és degut al fet que l'hivern va ser més temperat de l'habitual i també als esforços fets per reduir el consum d'energia. Si prenem una perspectiva més àmplia, destaca la millora en el *mix* de producció d'energia, gràcies a l'auge de les renovables. Així, si el 2007 només el 20% de la producció d'energia elèctrica era renovable, el 2022 va assolir el 43% i, des de l'inici d'enguany, ja supera el 50%. La inversió en energies renovables no solament és fonamental per a la lluita contra el canvi climàtic. També fa que l'economia sigui molt més resilient davant els xocs externs.

Quan ens fixem en l'evolució de les exportacions, destaquen tres elements. Primer, que el bon comportament és generalitzat entre béns i serveis. Així, dues terceres parts de les partides de mercaderies presenten un ritme de creixement de dos dígits al gener-març. Entre els serveis, destaquen el fort creixement del turisme, els ingressos del qual creixen un 38,8% interanual en el 1T i es troben ja clarament per damunt dels nivells previs a la pandèmia, i el transport i els serveis a empreses (+19,2% i +18,6%, respectivament, en el 4T 2022); pel que fa als béns, destaca el sector de l'automòbil (+32% en el 1T). Segon, que el ritme d'avanç també és generalitzat per destinacions i és especialment intens als principals mercats: les exportacions de mercaderies a la zona de l'euro (el 56% del total) creixen un 14,3%, en especial les dirigides a Alemanya i a França (+18,9% i +15,2%). I, tercer, aquest patró no és generalitzat entre els països desenvolupats. A Alemanya, a França i a Itàlia, per exemple, l'avanç de les exportacions de béns està sent menys dinàmic: un 7,8%, un 9,5% i un 9,8%, respectivament, en relació amb el 14,6% anotat per Espanya.

Malgrat que el dinamisme de les exportacions espanyoles hagi sorprès en el context actual, el seu bon comportament ve de lluny. Arrenca durant la crisi financera i del deute sobirà de fa una dècada, quan moltes empreses espanyoles es van veure forçades a mirar cap a l'exterior arran de la feblesa de la demanda interna. Esperonades per la recuperació de la competitivitat de l'economia espanyola, el nombre d'empreses que exporten de manera regular no ha parat de créixer i ha passat de les 35.000 del 2010 a les 57.000 de l'any passat, i el pes de les exportacions de béns i de serveis ha augmentat més de 15 p. p., fins a situar-se en el 41,6% del PIB.

En els propers mesos, el dinamisme de les exportacions espanyoles podria perdre una mica de força. La previsible desacceleració dels principals països desenvolupats, on es dirigeix el gruix de les exportacions, serà difícil d'esquivar. De tota manera, això no ha de fer perdre de vista l'excellent trajectòria dels últims anys, que, una vegada més, ha estat clau per esmorteir l'impacte d'un context advers.

Oriol Aspachs

Mitjana de l'últim mes del període, llevat que s'indiqui el contrari

Mercats financers

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2019	2020	2021	2022	2023	2024
TIPUS D'INTERÈS							
Dòlar							
Fed funds (límit superior)	3,43	0,81	0,25	0,25	4,50	5,00	3,50
Líbor 3 mesos	3,62	1,01	0,23	0,21	4,74	5,00	3,50
Líbor 12 mesos	3,86	1,48	0,34	0,52	5,47	4,50	3,10
Deute públic 2 anys	3,70	1,04	0,13	0,62	4,41	3,50	2,60
Deute públic 10 anys	4,70	2,57	0,93	1,45	3,62	3,20	3,00
Euro							
Depo BCE	2,05	0,20	–0,50	–0,50	1,77	3,75	3,00
Refi BCE	3,05	0,75	0,00	0,00	2,27	4,25	3,50
€STR	–	–0,54	–0,56	–0,58	1,57	3,66	2,98
Euríbor 1 mes	3,18	0,50	–0,56	–0,60	1,72	3,62	2,83
Euríbor 3 mesos	3,24	0,65	–0,54	–0,58	2,06	3,57	2,69
Euríbor 6 mesos	3,29	0,78	–0,52	–0,55	2,56	3,72	2,74
Euríbor 12 mesos	3,40	0,96	–0,50	–0,50	3,02	3,86	2,80
Alemanya							
Deute públic 2 anys	3,41	0,35	–0,73	–0,69	2,37	3,30	2,50
Deute públic 10 anys	4,31	1,54	–0,57	–0,31	2,13	2,80	2,60
Espanya							
Deute públic 3 anys	3,62	1,69	–0,57	–0,45	2,66	3,15	2,82
Deute públic 5 anys	3,91	2,19	–0,41	–0,25	2,73	3,23	2,99
Deute públic 10 anys	4,42	3,17	0,05	0,42	3,18	3,90	3,60
Prima de risc	11	164	62	73	105	110	100
Portugal							
Deute públic 3 anys	3,68	3,33	–0,61	–0,64	2,45	3,35	3,07
Deute públic 5 anys	3,96	3,94	–0,45	–0,35	2,53	3,40	3,20
Deute públic 10 anys	4,49	4,68	0,02	0,34	3,10	3,85	3,60
Prima de risc	19	314	60	65	97	105	100
TIPUS DE CANVI							
EUR/USD (dòlars per euro)	1,13	1,26	1,22	1,13	1,06	1,12	1,15
EUR/GBP (lliures per euro)	0,66	0,84	0,90	0,85	0,87	0,86	0,85
PETROLI							
Brent ($/barril)	42,3	80,1	50,2	74,8	81,3	93,0	80,0
Brent (euros/barril)	36,4	62,5	41,3	66,2	76,8	85,0	69,8

Previsions

Variació de la mitjana de l'any sobre la mitjana de l'any anterior (%), llevat que s'indiqui el contrari

Economia internacional

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2019	2020	2021	2022	2023	2024
CREIXEMENT DEL PIB							
Mundial	4,5	3,3	–2,8	6,3	3,4	2,8	3,0
Països desenvolupats	*2,7*	*1,4*	*–4,2*	*5,4*	*2,7*	*1,2*	*1,2*
Estats Units	2,7	1,7	–2,8	5,9	2,1	1,2	0,8
Zona de l'euro	2,2	0,8	–6,3	5,3	3,5	0,9	1,3
Alemanya	1,6	1,2	–4,1	2,6	1,9	0,2	1,1
França	2,2	1,0	–7,9	6,8	2,6	0,7	1,0
Itàlia	1,5	–0,3	–9,0	7,0	3,8	1,1	1,0
Portugal	1,5	0,5	–8,3	5,5	6,7	2,5	1,5
Espanya	3,7	0,6	–11,3	5,5	5,5	2,0	1,8
Japó	1,4	0,4	–4,3	2,3	1,1	1,3	1,1
Regne Unit	2,6	1,3	–11,0	7,6	4,1	0,4	0,6
Països emergents i en desenvolupament	*6,5*	*4,9*	*–1,8*	*6,9*	*4,0*	*4,0*	*4,3*
Xina	10,6	8,0	2,2	8,4	3,0	5,7	4,9
Índia	7,2	6,8	–6,7	9,0	7,3	6,0	6,7
Brasil	3,6	1,6	–3,3	5,0	2,9	0,9	1,8
Mèxic	2,4	1,9	–8,0	4,7	3,1	1,4	1,9
Rússia	7,2	1,3	–2,7	5,6	–2,1	–0,5	1,3
Turquia	5,5	4,5	1,9	11,4	5,6	2,4	3,2
Polònia	4,2	3,7	–2,0	6,9	4,9	0,7	2,7
INFLACIÓ							
Mundial	4,1	3,7	3,2	4,7	8,7	6,6	4,8
Països desenvolupats	*2,1*	*1,6*	*0,7*	*3,1*	*7,3*	*4,6*	*2,4*
Estats Units	2,8	1,8	1,3	4,7	8,0	4,2	2,2
Zona de l'euro	2,2	1,4	0,3	2,6	8,4	5,6	2,6
Alemanya	1,7	1,4	0,4	3,2	8,6	6,0	2,9
França	1,9	1,3	0,5	2,1	5,9	5,0	2,4
Itàlia	2,4	1,4	–0,1	1,9	8,7	6,3	2,5
Portugal	3,1	1,1	0,0	1,3	7,8	5,0	2,8
Espanya	3,2	1,3	–0,3	3,1	8,4	3,9	2,8
Japó	–0,3	0,4	0,0	–0,2	2,5	2,5	1,5
Regne Unit	1,6	2,3	0,9	2,6	9,0	6,3	2,7
Països emergents	*6,7*	*5,6*	*5,2*	*5,9*	*9,8*	*8,1*	*6,4*
Xina	1,7	2,6	2,5	0,9	2,0	1,5	2,1
Índia	4,5	7,3	6,6	5,1	6,7	5,3	5,0
Brasil	7,3	5,7	3,2	8,3	9,3	5,3	4,5
Mèxic	5,2	4,2	3,4	5,7	7,9	6,5	4,6
Rússia	14,2	7,9	3,4	6,7	13,8	6,7	5,2
Turquia	22,6	9,6	12,3	19,6	72,3	46,4	34,9
Polònia	3,5	1,9	3,7	5,2	14,3	12,8	6,9

Previsions

Variació de la mitjana de l'any sobre la mitjana de l'any anterior (%), llevat que s'indiqui el contrari

Economia espanyola

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2019	2020	2021	2022	2023	2024
Agregats macroeconòmics							
Consum de les llars	3,6	0,0	–12,4	6,0	4,5	0,6	2,0
Consum de les AP	5,0	1,1	3,5	2,9	–0,7	0,7	0,4
Formació bruta de capital fix	5,6	–1,4	–9,7	0,9	4,6	0,8	2,9
Béns d'equipament	4,9	0,1	–13,3	6,3	4,0	0,6	5,0
Construcció	5,7	–2,9	–10,2	–3,7	4,7	0,7	1,7
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	4,6	–0,2	–6,4	4,5	3,2	0,6	1,8
Exportació de béns i serveis	4,7	2,9	–19,9	14,4	14,4	5,1	1,6
Importació de béns i serveis	7,0	0,2	–14,9	13,9	7,9	2,2	1,9
Producte interior brut	**3,7**	**0,6**	**–11,3**	**5,5**	**5,5**	**2,0**	**1,8**
Altres variables							
Ocupació	3,2	–0,4	–6,8	6,6	3,8	1,8	1,5
Taxa d'atur (% pobl. activa)	10,5	19,5	15,5	14,8	12,9	12,6	12,2
Índex de preus de consum	3,2	1,3	–0,3	3,1	8,4	3,9	2,8
Costos laborals unitaris	3,0	0,6	7,7	0,3	0,4	2,6	2,6
Saldo op. corrents (% PIB)	–5,9	–0,3	0,6	1,0	0,6	0,8	1,0
Cap. o nec. financ. resta món (% PIB)	–5,2	0,1	1,1	1,9	1,5	1,5	2,0
Saldo públic (% PIB) [1]	0,3	–6,5	–10,3	–6,9	–4,8	–4,2	–3,4

Nota: *1. No inclou pèrdues per ajudes a institucions financeres.*

Previsions

Economia portuguesa

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2019	2020	2021	2022	2023	2024
Agregats macroeconòmics							
Consum de les llars	1,7	0,5	–7,0	4,7	5,7	0,4	0,9
Consum de les AP	2,3	–0,3	0,4	4,6	2,4	1,0	1,0
Formació bruta de capital fix	–0,4	–0,7	–2,2	8,7	2,7	5,0	8,2
Béns d'equipament	3,2	2,6	–5,4	13,9	5,3	–	–
Construcció	–1,5	–2,6	1,0	5,5	0,8	–	–
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	1,3	0,1	–5,3	5,7	4,8	1,3	2,3
Exportació de béns i serveis	5,3	4,0	–18,8	13,4	16,7	4,3	6,1
Importació de béns i serveis	3,6	2,7	–11,8	13,2	11,0	4,6	6,4
Producte interior brut	**1,5**	**0,5**	**–8,3**	**5,5**	**6,7**	**2,5**	**1,5**
Altres variables							
Ocupació	0,4	–0,5	–1,9	2,7	2,0	0,3	0,3
Taxa d'atur (% pobl. activa)	6,1	11,4	7,0	6,6	6,0	7,1	6,9
Índex de preus de consum	3,1	1,1	0,0	1,3	7,8	5,0	2,8
Saldo op. corrents (% PIB)	–9,2	–2,9	–1,2	–0,8	–1,4	–0,4	–0,2
Cap. o nec. financ. resta món (% PIB)	–7,7	–1,6	0,1	1,0	–0,4	1,3	1,5
Saldo públic (% PIB)	–4,6	–5,1	–5,8	–2,9	–0,4	–0,3	–0,1

Previsions

El sostre del deute als EUA i l'aterratge de l'economia dirigeixen l'ànim inversor

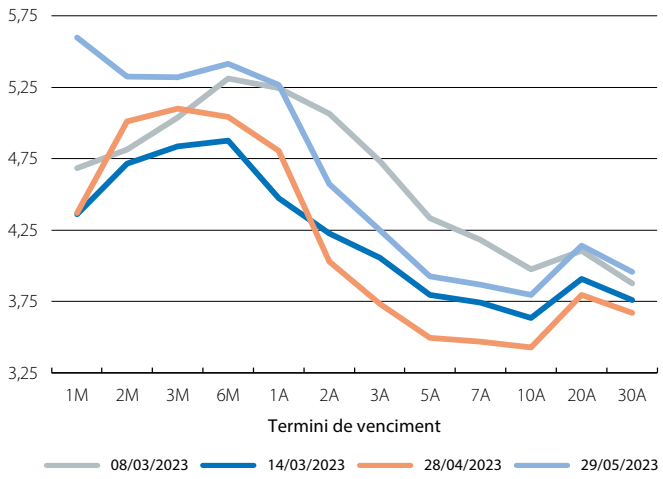
El mercat, entre les tensions polítiques als EUA, la resiliència del cicle econòmic i la persistència de la inflació. Després dels episodis d'inestabilitat a la banca regional dels EUA i al Credit Suisse al març, i de la seva gradual (i no sempre tranquil·la) digestió a l'abril, l'atenció dels inversors va virar al maig cap a altres focus d'incertesa. En primer lloc, les negociacions sobre l'ampliació del sostre del deute als EUA, no resoltes fins a l'inici de juny, van marcar l'ànim inversor al maig, en especial a mesura que s'acostava la data límit. Així, les notícies sobre la marxa de l'acord van activar o van desactivar l'apetència pel risc al mercat i van incrementar la rendibilitat de les lletres del Tresor dels EUA a més curt termini, que van arribar a tocar nivells màxims de 20 anys, al voltant del 6%. En segon lloc, a mesura que les preocupacions sobre la inestabilitat financera s'esvaïen, la salut del cicle econòmic i l'evolució de la inflació han recuperat el protagonisme a les principals economies desenvolupades.

Repunt gradual de les expectatives de pujades de tipus d'interès en els propers mesos, atenuat cap al final del mes. Després de començar el mes de maig amb la Fed i el BCE apujant, com s'esperava, els tipus d'interès de referència en 25 p. b., a mesura que avançava el mes i els dubtes sobre l'estabilitat financera anaven quedant enrere, les expectatives del mercat sobre el nivell dels tipus d'interès en els propers mesos van tendir a augmentar. Per a la Fed, després de descomptar-se amb molta probabilitat que el moviment del maig seria el màxim de l'actual cicle de pujades, l'encara bona marxa del mercat laboral i la resiliència del consum privat han incrementat la possibilitat assignada pels inversors a noves pujades de 25 p. b. al juny o al juliol. No obstant això, la pausa en la reunió del juny continua sent l'escenari més probable. A la zona de l'euro, unes xifres d'inflació encara elevades (malgrat els indicis de moderació més intensos al maig) i les declaracions de la majoria de membres del Consell de Govern del BCE, inclosa la seva presidenta, Lagarde, que han remarcat que a la institució encara li queda camí per recórrer en aquest cicle alcista, mantenen les expectatives dels inversors que el tipus de referència assolirà el 3,75%.

La rendibilitat del deute públic acaba el mes a la baixa després d'acumular pujades pels esmentats focus d'incertesa. Les tensions sobre el sostre del deute, així com el canvi de perspectiva en la qualificació creditícia del Tresor nord-americà per part de Fitch (que, malgrat mantenir la qualificació en AAA, va canviar la perspectiva a «negativa», en lloc d'«estable») i la publicació de les dades econòmiques de l'abril van causar un repunt gradual i generalitzat de la rendibilitat del deute sobirà en els trams curts durant les primeres setmanes de maig i l'aprofundiment en la inversió de les corbes. No obstant això, un cop aclarides les negociacions polítiques en els últims dies del mes, aquests repunts es van revertir tant als EUA com, de forma encara més intensa, a la zona de l'euro. Aquí, la desaceleració de la inflació al maig i unes enquestes empresarials que continuen evidenciant la feblesa del sector industrial van fer que les referències a 2 anys acabessin el mes gairebé planes.

Corba de tipus sobirans dels EUA per data

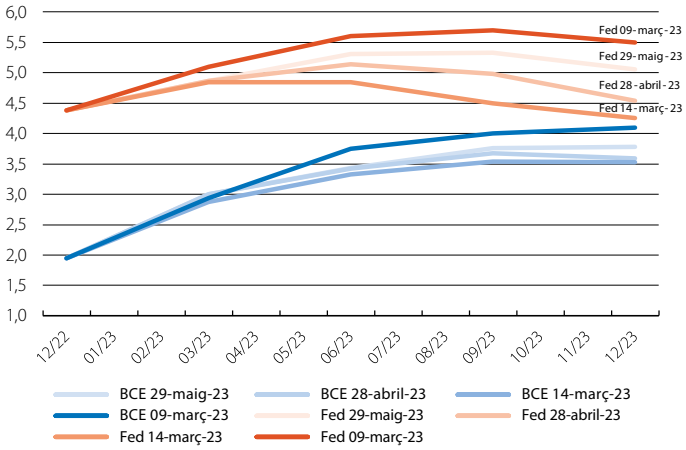
Rendibilitat (%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

Expectatives sobre els tipus d'interès de referència de la Fed i del BCE

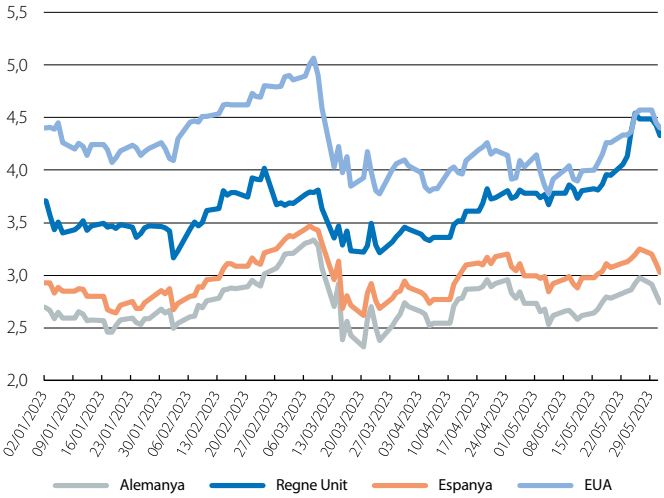
(%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

Tipus d'interès del deute sobirà a 2 anys

(%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

Destaca també el Regne Unit, on les negatives dades de la inflació subjacent van fer repuntar amb força la rendibilitat del deute a 2 anys fins a nivells superiors al 4,5%.

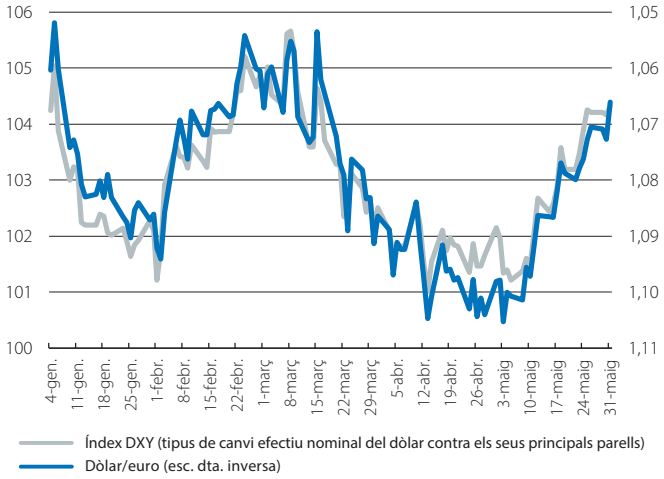
Les expectatives d'uns tipus d'interès més alts als EUA i la incertesa sobre la negociació del sostre del deute afavoreixen l'apreciació del dòlar. Al maig, es va revertir la tendència de depreciació experimentada pel dòlar des de l'inici de març, que es va explicar pel fet d'haver-se originat la inestabilitat financera a la banca regional nord-americana, la qual cosa va disminuir les expectatives per als tipus d'interès de referència de forma molt més intensa per a la Fed que per al BCE i va afavorir l'euro. No obstant això, el rol del dòlar com actiu refugi davant la incertesa del sostre del deute i el repunt gradual en les expectatives de pujades de tipus als EUA van afavorir l'apreciació de la divisa nord-americana enfront dels seus principals parells. Així, després d'haver superat el nivell d'1,10 dòlars per euro, el dòlar es va apreciar el 3%, fins a situar-se per sota d'1,07 dòlars per euro. El dòlar també es va apreciar enfront del ien (el 2,2%) i es va depreciar enfront de la lliura esterlina (l'1%), ja que les dades d'inflació al Regne Unit podrien pressionar el Banc d'Anglaterra per escometre més pujades de tipus.

Feblesa de les borses europees i xineses per l'impacte d'una reobertura de la Xina més feble del que s'esperava. El maig va ser el mes de major feblesa borsària des de l'inici d'enguany a Europa, tant en l'Euro Stoxx 50 (el –3,2%) com a les principals places nacionals, entre les quals va destacar negativament el PSI-20 português (el –7,8%). Aquesta evolució s'explica tant per un funcionament més negatiu de les cotitzacions bancàries, com per les caigudes al sector del luxe (que té un impacte particular sobre els índexs italià i francès), llastat per una reobertura xinesa que no ha complert les expectatives. Això també ha pesat sobre l'índex Hang Seng de Hong Kong, que va cedir més del 8% en el mes, fins als seus mínims de l'any. Als EUA va destacar el bon funcionament del sector tecnològic (Nasdaq, el +7,5% en el mes) en comparació amb la resta dels sectors (S&P, pla amb el +0,2%). Cal destacar també el funcionament borsari de la banca regional nord-americana: malgrat que l'índex KBW va cedir el 6% en el mes, sembla que el ràpid deteriorament del març i de l'abril s'ha aturat, amb diverses entitats mostrant, en la seva presentació de resultats, una estabilització dels dipòsits.

Les primeres matèries flexionen a la baixa. Els preus energètics van registrar al maig les reculades més intenses de l'any i acumulen, en aquests cinc mesos, un descens pròxim al 25%. Al mercat del petroli, el barril de Brent va acabar el mes per sota dels 73 dòlars, arrossegat per la menor intensitat de la recuperació econòmica de la Xina i malgrat el propòsit d'alguns països de l'OPEP de mantenir les retallades actuals de la producció. D'altra banda, a Europa, les tensions relacionades amb el mercat del gas es van continuar relaxant. Al flux continu d'oferta de gas natural liquat dels EUA i de Qatar, es van unir la generació rècord d'energies renovables i la desacceleració de la demanda de gas al Vell Continent, que, durant els quatre primers mesos de l'any, hauria reculat gairebé el 20% en relació amb l'any anterior. Aquests aspectes i les suaus temperatures van afavorir que s'accelerés el procés d'omplir les reserves de gas (que ja es tornen a acostar al 70%) i que el preu del gas reculés fins a nivells de dos anys enrere (al voltant dels 25 €/MWh en el cas del TTF).

Evolució del tipus de canvi del dòlar

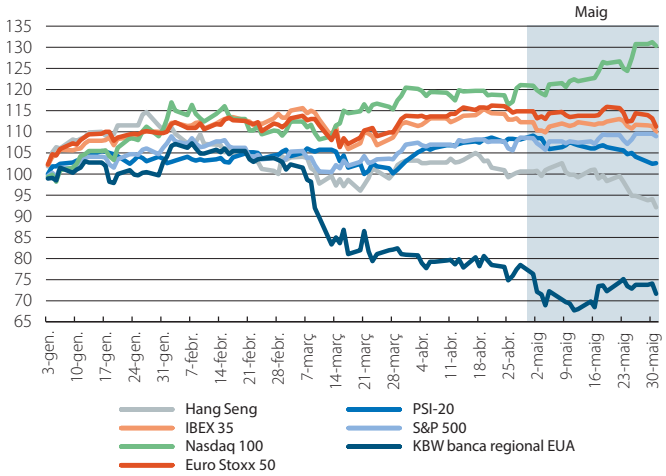
Índex *Dòlar per euro*



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'Eikon Refinitiv.*

Evolució dels índexs borsaris des de l'inici de l'any

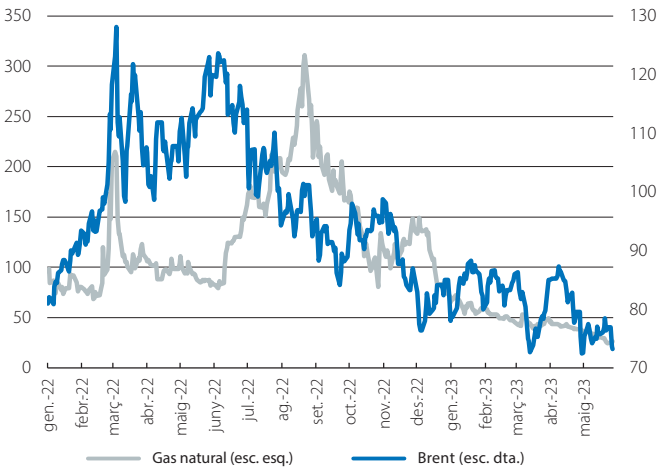
Índex (100 = 30 de desembre del 2022)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'Eikon Refinitiv.*

Preus del gas natural i del petroli

(€/MWh) *($/barril)*



Nota: *El preu del gas natural correspon al TTF holandès.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'Eikon Refinitiv.*

La política monetària està aconseguint refredar l'activitat? Una primera avaluació

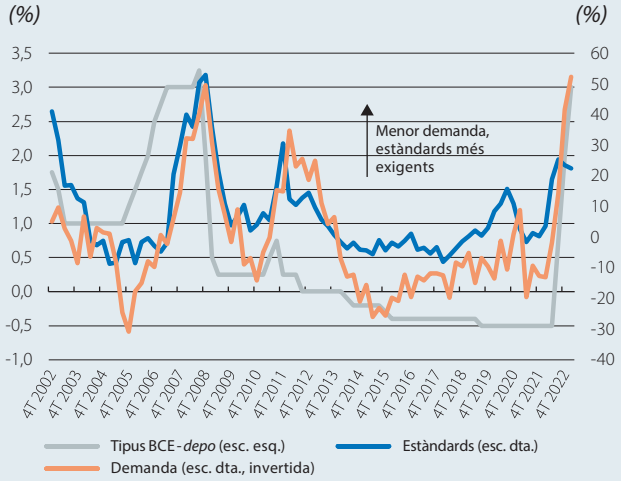
En la seva lluita contra la inflació, la política monetària s'ha endurit de manera notable, com és clarament visible en els tipus d'interès oficials i en els que afronten les empreses, les famílies i els governs. Però aquests tipus d'interès no són una finalitat en si mateixos, sinó que l'objectiu últim és refredar l'activitat econòmica i, d'aquesta manera, frenar la inflació. Així, analitzem l'estat de la transmissió monetària a través d'un dels seus principals canals: les condicions creditícies.

Els increments de tipus de la Fed i del BCE (+500 p. b. i +375 p. b., respectivament) s'han traduït en un enduriment dels estàndards crediticis i en una feblesa de la demanda de crèdit. Així ho reflecteixen les últimes enquestes al sector bancari que elaboren la Fed i el BCE (en concret, la BLS a Europa i l'SLOOS als EUA),[1] que no solament recullen aquest tensionament acumulat fins al 1T 2023, sinó que, per a la zona de l'euro, també assenyalen que ja s'hauria assolit un pic i apunten a una desaceleració en la velocitat de l'enduriment de cara al 2T 2023 (quelcom que seria coherent amb l'expectativa que els tipus oficials de la Fed i del BCE ja hagin assolit el topall o estiguin a prop de fer-ho).[2]

En aquest context de tipus més alts, d'estàndards més exigents i de reducció de la demanda, seria natural observar un menor dinamisme dels volums de crèdit. Per aquest motiu, és útil analitzar el comportament de l'anomenat «impuls del crèdit», que definim com la variació del saldo viu del crèdit menys la seva variació en el mateix període de l'any anterior (com a percentatge del PIB nominal).[3] Aquesta mesura mostra una associació elevada amb el creixement del PIB i ens permet valorar les dinàmiques del crèdit en termes de la seva importància per a l'activitat econòmica.[4] En els últims mesos, l'impuls del crèdit s'ha deteriorat, i ho ha fet, i això és especialment rellevant, en una magnitud coherent amb el tensionament observat en els estàndards i en la demanda de crèdit, la qual cosa també suggereix una bona transmissió de l'enduriment monetari dut a terme per la Fed i pel BCE.

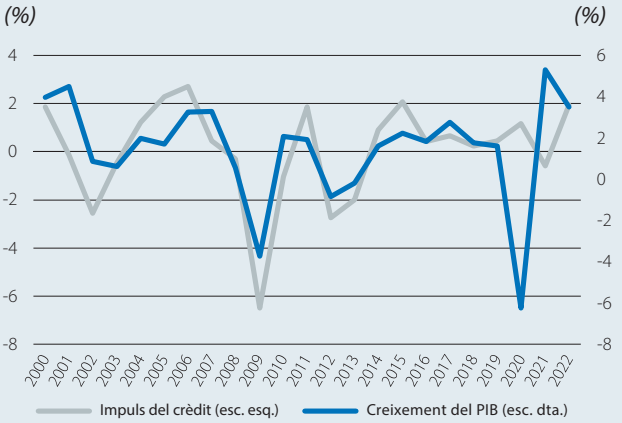
1. Bank Lending Survey (BLS) i Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices (SLOOS).
2. En concret, a Europa, la BLS captura l'estat dels estàndards i la demanda de crèdit en el trimestre en curs i les seves expectatives per al següent. De manera anòmala, en el 1T 2023, el tensionament observat va acabar sent més sever del que s'havia anticipat en el 4T 2022. Però això es va produir en un context de turbulències al voltant del Silicon Valley Bank, mentre que, en general, les expectatives de la BLS prediuen molt bé el comportament observat en el futur.
3. Vegeu Barcelona, W. L. *et al.* (2022), «What Happens in China Does Not Stay in China», Fed International Finance Discussion Papers.
4. Intuïtivament, el saldo viu del crèdit està associat en especial a l'activitat econòmica passada, mentre que el crèdit concedit en un trimestre s'associa a l'activitat econòmica realitzada en el trimestre. Així, el creixement d'aquest nou crèdit s'associa al creixement del PIB.

Zona de l'euro: estàndards i demanda de crèdit



Nota: *Els percentatges fan referència a la diferència neta entre el nombre d'entitats que han endurit els estàndards/han vist un augment de la demanda i les que han relaxat els estàndards/han vist una caiguda de la demanda.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'Enquesta sobre Préstecs Bancaris del BCE.*

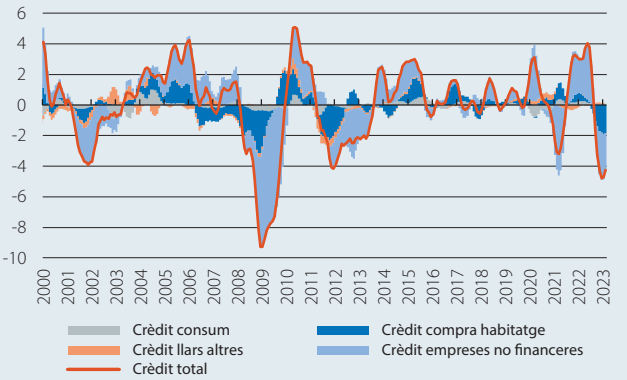
Zona de l'euro: impuls del crèdit i PIB



Nota: *L'impuls del crèdit es calcula com la variació del saldo viu del crèdit menys la seva variació l'any anterior (com a percentatge del PIB nominal).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del BCE i d'Eurostat.*

Zona de l'euro: impuls del crèdit

Variació interanual (%)



Nota: *L'impuls del crèdit es calcula com la variació del saldo viu del crèdit menys la seva variació l'any anterior (com a percentatge del PIB nominal). Les variacions són acumulats de tres mesos i l'impuls del crèdit que gratifiquem està suavitzat amb una mitjana mòbil.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del BCE.*

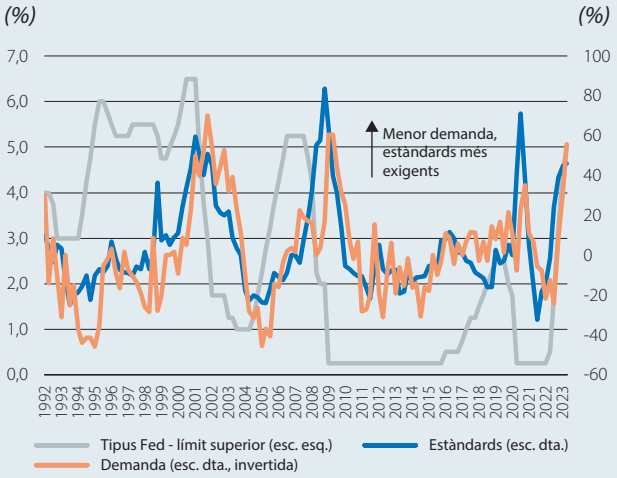
A Europa, si es compleixen el menor tensionament dels estàndards i la demanda que vaticinen les enquestes, l'impuls del crèdit continuarà sent negatiu en els propers mesos, però una mica menys del registrat en el 1T (en concret, les expectatives de la BLS per al 2T prediuen una millora de l'impuls del crèdit entre 0,5 p. p. i 1,0 p. p). En canvi, per als EUA, l'SLOOS apunta que, en el següent trimestre, encara s'enduririen una mica més aquestes condicions de crèdit, la qual cosa podria reduir encara l'impuls del crèdit en, com a mínim, 0,2 p. p.

Si la transmissió de la política monetària sobre l'impuls del crèdit està sent efectiva, tant als EUA com a Europa, l'interrogant pendent és en quina mesura i amb quin retard aquest canal refredarà l'activitat econòmica. Els retards són incerts i variables, com ho emfatitzen alguns membres destacats del BCE i de la Fed,[5] però la forta associació entre l'impuls del crèdit i el creixement del PIB ens dona pistes sobre el possible impacte. Per valorar les magnituds, utilitzem un model estadístic que prediu el creixement del PIB a partir del seu últim registre i de l'impuls del crèdit contemporani. El model és senzill, però té una bona capacitat explicativa i assenyala un paper important del crèdit.[6] Segons aquest exercici, la caiguda en l'impuls del crèdit ja observada, i suposant un impuls zero en els propers trimestres, estaria associada a una reducció del creixement del PIB de 0,7 p. p. tant a la zona de l'euro com als EUA.[7] Si, en els propers trimestres, l'impuls evolucionés en línia amb el que apunten les enquestes més recents per al 2T, l'exercici suggeriria un creixement del PIB per al conjunt del 2023 d'1,5 p. p. menys a la zona de l'euro i de 2,1 p. p. menys als EUA.[8]

Finalment, i més enllà del senzill exercici, l'enduriment de les condicions creditícies es pot veure afectat per l'existència de vulnerabilitats a determinats sectors. En aquest sentit, una de les preocupacions se centra als EUA i en l'elevada exposició de la seva banca regional al sector immobiliari comercial, un sector que arrossega caigudes des de l'inici de l'any i que, en un entorn de tipus alts, s'enfrontarà a un context difícil. A tall d'exemple, del crèdit emès pels bancs petits als EUA, el 47% es dirigeix a aquest sector, mentre que, per als bancs grans, la xifra baixa al 16%. Vist des de l'altre costat, del total de crèdit concedit al sector immobiliari comercial, el 67% es troba en mans dels bancs petits, que, cal recordar-ho, van patir especialment les turbulències financeres del març.

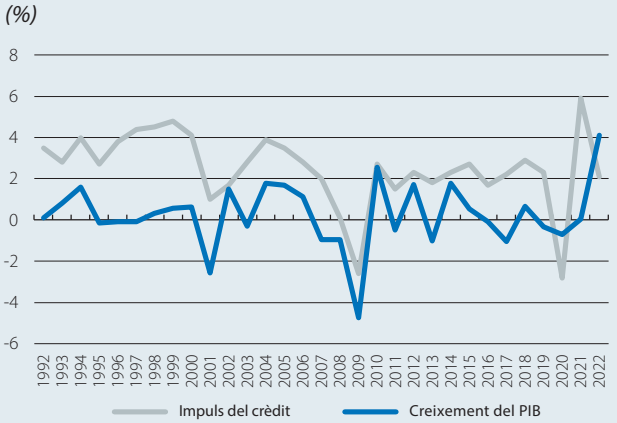
5. Vegeu el discurs del 18 de maig del 2023 del governador de la Reserva Federal Phillip N. Jefferson, *The U.S. Economic Outlook and Considerations for Monetary Policy*.
6. Els R-quadrats per als EUA i per a la zona de l'euro són de 0,85 i de 0,64, respectivament, totes les variables són significatives a l'1% i els coeficients estimats per a l'impuls del crèdit són de magnitud semblant als del retard del creixement del PIB.
7. En els dos casos, en un escenari en què l'impuls del crèdit fos exactament 0 el 2023 (és a dir, un escenari en què el creixement en el volum del saldo viu de crèdit fos igual al del 2022).
8. Als EUA, veuríem un enduriment de les condicions de crèdit coherent amb el que espera l'última SLOOS, mentre que, a la zona de l'euro, suposem que el màxim enduriment ja s'hauria produït.

EUA: estàndards i demanda de crèdit



Nota: *Els percentatges fan referència a la diferència neta entre el nombre d'entitats que han endurit els estàndards/han vist un augment de la demanda i les que han relaxat els estàndards/han vist una caiguda de la demanda.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la Senior Loan Officer Opinion Survey de la Fed.*

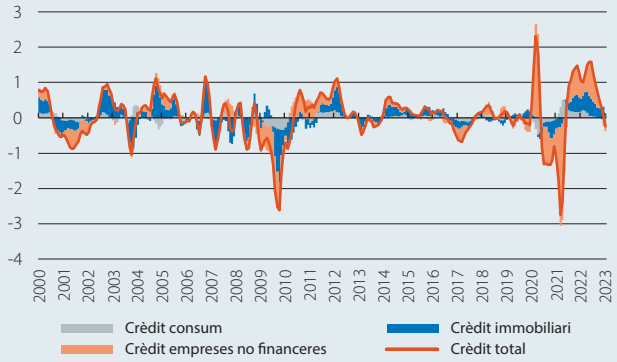
EUA: impuls del crèdit i PIB



Nota: *L'impuls del crèdit es calcula com la variació del saldo viu del crèdit menys la seva variació l'any anterior (com a percentatge del PIB nominal).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la Reserva Federal i del BEA.*

EUA: impuls del crèdit

Variació interanual (%)



Nota: *L'impuls del crèdit es calcula com la variació del saldo viu del crèdit menys la seva variació l'any anterior (com a percentatge del PIB nominal). Les variacions són acumulats de tres mesos i l'impuls del crèdit que gratifiquem està suavitzat amb una mitjana mòbil.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la Fed.*

Tipus d'interès (%)

	31-maig	30-abril	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2023 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Zona de l'euro					
Refi BCE	3,75	3,50	25	125,0	375,0
Euríbor 3 mesos	3,46	3,27	20	133,1	379,8
Euríbor 12 mesos	3,94	3,88	6	64,8	352,2
Deute públic a 1 any (Alemanya)	3,17	3,09	8	57,0	311,0
Deute públic a 2 anys (Alemanya)	2,72	2,69	3	–4,5	216,3
Deute públic a 10 anys (Alemanya)	2,28	2,31	–3	–28,9	109,5
Deute públic a 10 anys (Espanya)	3,33	3,36	–3	–33,1	102,8
Deute públic a 10 anys (Portugal)	3,02	3,13	–11	–56,3	68,6
EUA					
Fed funds (límit superior)	5,25	5,00	25	75,0	425,0
Líbor 3 mesos	5,50	5,30	19	72,9	387,0
Líbor 12 mesos	5,73	5,37	36	24,8	295,5
Deute públic a 1 any	5,17	4,74	43	48,6	307,8
Deute públic a 2 anys	4,40	4,01	40	–2,3	176,1
Deute públic a 10 anys	3,64	3,42	22	–23,2	73,7

Spreads *de deute corporatiu (p. b.)*

	31-maig	30-abril	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2023 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Itraxx Corporatiu	82	83	–2	–8,8	–7,0
Itraxx Financer Sènior	93	98	–5	–6,3	–5,7
Itraxx Financer Subordinat	173	187	–14	1,4	–15,9

Tipus de canvi

	31-maig	30-abril	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2023 (%)	Variació interanual (%)
EUR/USD (dòlars per euro)	1,069	1,102	–3,0	–0,1	0,4
EUR/JPY (iens per euro)	148,950	150,070	–0,7	6,1	7,5
EUR/GBP (lliures per euro)	0,859	0,877	–2,0	–3,0	0,7
USD/JPY (iens per dòlar)	139,340	136,300	2,2	6,3	7,1

Primeres matèries

	31-maig	30-abril	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2023 (%)	Variació interanual (%)
Índex CRB de primeres matèries	541,5	547,5	–1,1	–2,4	–13,8
Brent ($/barril)	72,7	79,5	–8,6	–15,4	–37,5
Or ($/unça)	1.962,7	1.990,0	–1,4	7,6	6,3

Renda variable

	31-maig	30-abril	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2023 (%)	Variació interanual (%)
S&P 500 (EUA)	4.179,8	4.169,5	0,2	8,9	1,9
Eurostoxx 50 (zona de l'euro)	4.218,0	4.359,3	–3,2	11,2	12,2
Ibex 35 (Espanya)	9.050,2	9.241,0	–2,1	10,0	3,5
PSI 20 (Portugal)	5.729,4	6.212,3	–7,8	0,1	–8,1
Nikkei 225 (Japó)	30.887,9	28.856,4	7,0	18,4	12,5
MSCI emergents	958,5	977,1	–1,9	0,2	–10,2

Cels més clars a l'economia internacional, tot i que amb riscos de tempesta

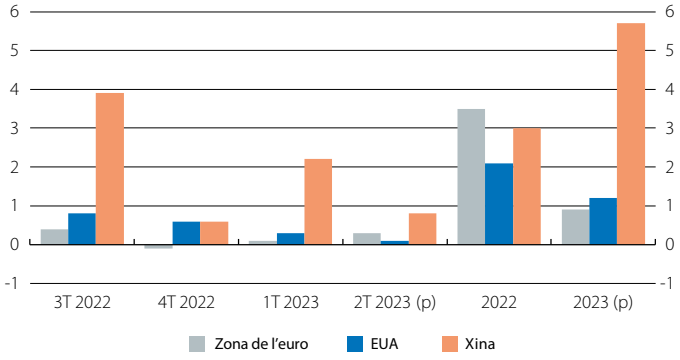
Després d'uns mesos amb vents menys desfavorables del que s'esperava, milloren les previsions de creixement per a enguany. Amb l'horitzó carregat de riscos, els núvols de la guerra a Ucraïna ens feien esperar, a l'inici de l'any, un escenari d'estagflació, amb una desacceleració de l'economia mundial del 3,1% del 2022 al 2,7% el 2023, arran d'una economia xinesa emmanillada per les restriccions, d'una crisi energètica sense precedents recents a Europa, d'uns preus del gas extraordinàriament superiors al seu nivell històric, d'un procés de ràpid enduriment monetari a la majoria de les grans economies (necessari per contenir la crisi inflacionista) i d'un entorn d'elevades tensions geopolítiques. Malgrat que molts d'aquests factors de fons no han canviat, la reobertura de la Xina, la millora de l'escenari energètic i un 1T menys feble del que s'esperava ens porten a revisar el nostre escenari macroeconòmic per al 2023, de manera que ara esperem un creixement mundial del 2,8%, gràcies a les revisions a l'alça a les principals economies. En concret, revisem la previsió del creixement del PIB a la zona de l'euro al 0,9% (*vs*. el 0,5% anterior), als EUA a l'1,2% (*vs*. el 0,9% anterior) i a la Xina al 5,7% (*vs*. el 5,2% anterior).

La inflació dona senyals mixtos de refredament. Com es detalla al Focus «Nou escenari econòmic: canvi de perspectives a les economies i als mercats internacionals?», en aquest mateix informe, l'equilibri entre l'arrossegament a la baixa dels preus energètics i la inèrcia dels preus subjacents ens ha empès a revisar una mica a l'alça les nostres previsions d'inflació per a les grans economies internacionals. I és que, malgrat la moderació observada en els últims mesos, les últimes dades mostren encara tensions subjacents significatives. Així mateix, la inflació nucli se situa encara per damunt del 5% als EUA i a la zona de l'euro, i l'índex de salaris negociats a la zona de l'euro (indicador publicat pel BCE) continua marcant una acceleració en relació amb els trimestres anteriors, amb una pujada interanual del 4,3% en el 1T 2023 (*vs*. el 3,1% en el 4T 2022 i una mitjana històrica pròxima al 2%). La fortalesa del mercat de treball continuarà oferint, així, un sòl a la velocitat d'ajustament de la inflació. Als EUA, la taxa d'atur s'ha situat en els últims mesos al voltant del 3,5%, un nivell no vist de manera sostinguda des del 1969. Finalment, malgrat que s'hagin començat a moderar les tensions sobre els preus de l'alimentació, el nivell de preus es manté substancialment per damunt dels nivells preconflicte, i ho fa en un moment de sequera en moltes geografies amb una forta producció agroalimentària.

Boires i vents creuats en l'activitat econòmica europea. A la zona de l'euro, la situació és força heterogènia. D'una banda, la revisió a la baixa del creixement del 1T 2023 d'Alemanya, del 0,0% al –0,3% (*vs*. el –0,5% del 4T 2022), mostra que la economia més gran del bloc europeu es troba en recessió tècnica, després d'haver encadenat dos trimestres consecutius de caigudes intertrimestrals del PIB. Espanya, França i Itàlia continuen sent les estrelles, amb creixements positius en el 1T i amb una acceleració del ritme d'avanç en relació amb el trimestre anterior. També per sectors, es poden observar matisos relle-

Global: creixement del PIB a la zona de l'euro, als EUA i a la Xina

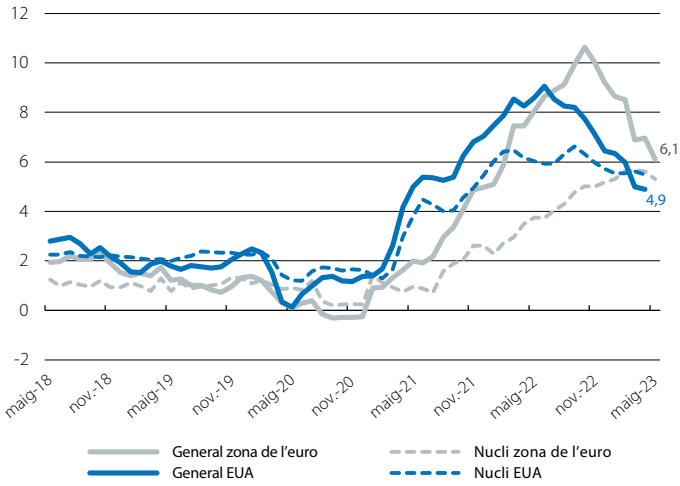
Variació intertrimestral (%) *Variació interanual (%)*



Notes: *A la part esquerra del gràfic, es mostren els creixements intertrimestrals dels tres últims trimestres i la previsió per al trimestre vinent (2T 2023). A la dreta, es mostren els creixements interanuals registrats el 2022 i les previsions per al 2023.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat, del Bureau of Economic Analysis i de l'Oficina Nacional d'Estadística de la Xina.*

EUA i zona de l'euro: IPC

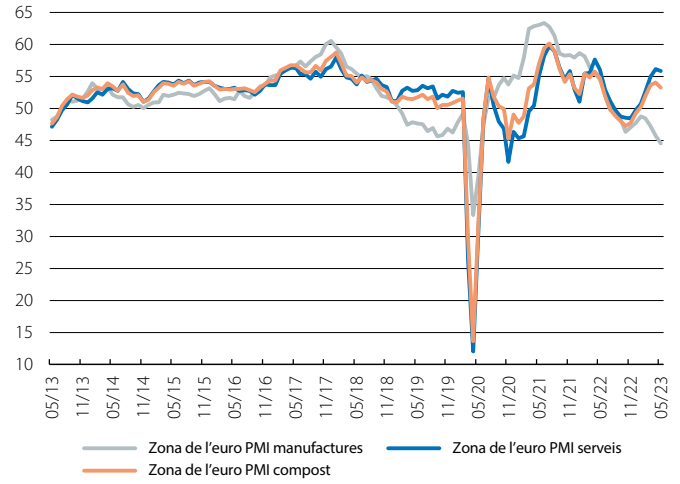
Variació interanual (%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat i del Bureau of Labor Statistics.*

Zona de l'euro: PMI

Índex



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'S&P Global, via Refinitiv.*

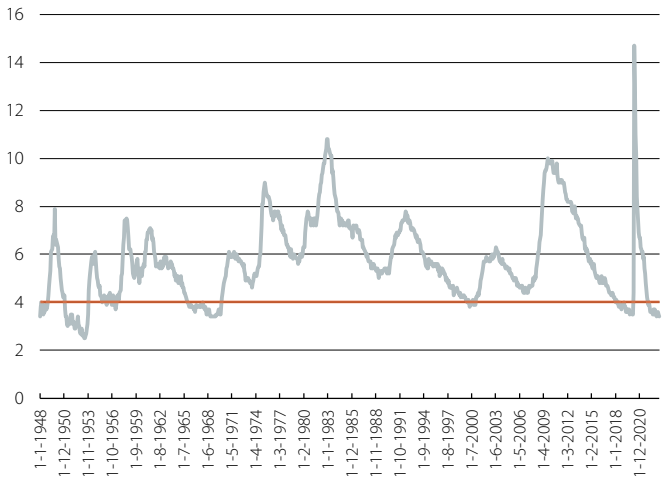
vants. Els serveis continuen sent el motor de la recent recuperació, empesos encara per un *boom* postpandèmic que comença a donar tímids senyals de moderació, mentre que la indústria mostra senyals persistents de feblesa. Aquesta dualitat queda ben reflectida en les dades de confiança empresarial: els PMI dels serveis se situen per damunt dels 55 punts per tercer mes consecutiu, mentre que els PMI industrials encadenen 11 mesos per sota dels 50 punts i 4 mesos consecutius de descensos. Així mateix, l'índex Ifo alemany també va decebre aquest mes, en caure més del que s'esperava (fins als 91,7 punts) i sumar ja 22 mesos en territori contractiu (per sota dels 100 punts). En aquest context, s'anticipa que l'activitat econòmica es mourà a pas lent en els propers mesos.

Amb l'impàs al Congrés nord-americà aparentment resolt, caldrà tenir en compte els efectes secundaris. Als EUA, malgrat que, ara com ara, s'hagin esvaït les turbulències als mercats, persisteixen els riscos de tempesta pels efectes col·laterals de l'impàs generat per les negociacions sobre l'anomenat sostre del deute, així com per l'enduriment de les condicions financeres. Des del gener, el Tresor nord-americà s'ha vist obligat a adoptar mesures excepcionals per permetre el funcionament normal del Govern federal (un esdeveniment històricament rar, tot i que, en els 13 últims anys, aquests episodis s'han repetit més de 10 vegades). Amb aquestes mesures a punt d'esgotarse, les negociacions entre demòcrates i republicans per augmentar el sostre del deute es van tancar amb un acord i es van minimitzar els temors als tancaments parcials de les Administracions públiques (per assegurar el repagament del deute) o al *default*, que, tot i que molt improbable, hauria comportat una cascada d'esdeveniments als mercats financers i hauria tingut conseqüències globals potencialment severes. No obstant això, després de l'augment del sostre del deute, en un acord que hauria de tenir una durada de dos anys, la pujada del risc percebut pels inversors encara es fa notar als mercats financers (vegeu la conjuntura de Mercats), i s'estima que les retallades de despesa negociades entre republicans i demòcrates podran tenir un impacte negatiu de fins a 0,2 p. p. sobre el creixement d'enguany dels EUA.

A la Xina, l'impuls de la reobertura s'esgota. Les dades d'activitat de l'abril s'han situat per sota de les expectatives. Així, malgrat que tant la producció industrial (el 5,6%) com les vendes al detall (el 18,4%) han avançat, en termes interanuals, a un ritme considerable, aquest creixement apareix distorsionat pels efectes base relacionats amb el tancament de l'economia xinesa fa un any. Mirant per components, han destacat en positiu en els últims mesos la fortalesa del sector serveis i l'avanç de les inversions públiques, que contrasten amb la feblesa del sector manufacturer i de la inversió residencial. Al sector manufacturer, destaquen, en particular, les caigudes interanuals en la producció industrial de productes electrònics (entre les quals destaca, la dels semiconductors). Tenint en compte les restriccions a les exportacions anunciades al llarg dels últims mesos pels majors productors mundials d'aquests components, com els EUA i el Japó, s'espera que aquest factor continuï, a curt termini, reduint les perspectives de la indústria, i es confirma com un important vent de cara per a les perspectives de creixement a llarg termini.

EUA: taxa d'atur

(%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Bureau of Labor Statistics.*

EUA: sostre del deute

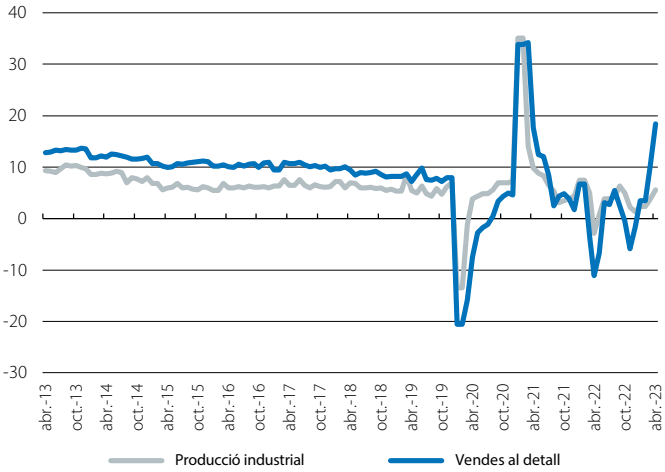
Episodis de quasi-default *en els 10 últims anys*

	Sostre del deute vigent	Casa Blanca	Cambra de representants	Senat	Temps aproximat fins al *default* formal (o *shutdown*)
Maig 23	31,4b USD				1 setmana
Des.-21	28,4b USD				1 dia
Jul.-19	22b USD				1 mes
Febr.-18	20,5b USD				1 mes
Set.-17	19,8b USD				2 setmanes
Nov.-15	18,1b USD				1 dia
Febr.-14	17,2b USD				1 mes
Oct.-13	16,7b USD				1 dia
Febr.-13	16,4b USD				2 setmanes

Nota: *Es mostra, a cada moment, el sostre del deute vigent (abans de la seva suspensió), el partit que dominava, l'Executiu i les dues cambres del Congrés (blau: demòcrates; vermell: republicans), i el temps estimat fins a la data en què s'esgotarien els fons disponibles per complir amb les obligacions financeres del Govern federal nord-americà (el que comportaria un impagament del deute, o* default*, o un tancament de parts de l'Administració pública, o* shutdown*).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Politico.com.*

Xina: activitat

Variació interanual (%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'Oficina Nacional d'Estadística de la Xina.*

Nou escenari econòmic: canvi de perspectives a les economies i als mercats internacionals?

Tres grans dinàmiques han caracteritzat el funcionament de l'economia internacional des de l'inici d'enguany. En primer lloc, els preus energètics s'han distensionat i s'han estabilitzat en cotes molt més baixes del que es temia uns mesos enrere, tot i que encara per damunt dels nivells pre-pandèmia.[1] En segon lloc, els indicadors han exhibit resiliència pel costat de l'activitat i una evolució mixta pel costat de la inflació, amb descensos intensos en la inflació general, però amb una persistència no menyspreable en els components més inercials. Per aquests motius, i com a tercera gran dinàmica de l'any, els principals bancs centrals s'han vist empesos a continuar endurint la seva política monetària. A més de les pujades de tipus, el 2023, les condicions financeres també s'han tensionat després de la caiguda del Silicon Valley Bank (SVB) als EUA i de les seves reverberacions als mercats financers globals.[2] En conjunt, tots aquests esdeveniments ens han empès a reavaluar les perspectives per a l'economia internacional i per als mercats financers.[3]

Distensió energètica

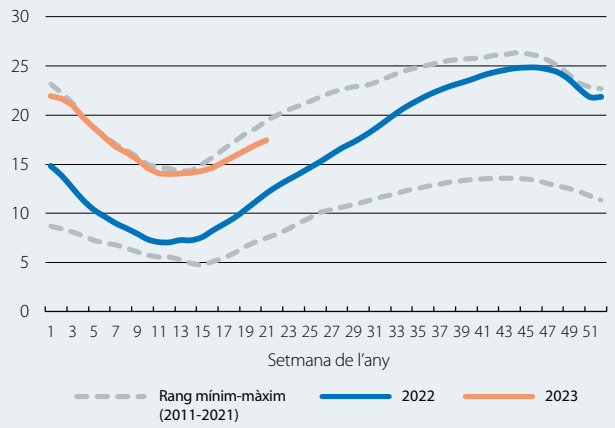
El 2023 va començar amb uns preus de l'energia molt menys tensionats del que es temia inicialment, i aquest panorama s'ha anat confirmant al llarg de la primavera. Al mercat del gas, Europa va aconseguir superar l'hivern sense contratemps, gràcies a uns nivells de reserves elevats i a unes polítiques efectives de contenció de la demanda i de la volatilitat dels preus, tot això acompanyat per un hivern més temperat de l'habitual. Així, al maig, els mercats de futurs cotitzaven un preu del gas TTF d'uns 50 €/MWh de mitjana per al conjunt del 2023 i del 2024. Aquests nivells, substancialment inferiors als més de 100 euros previstos a l'inici de l'any,[4] oferiran una mica d'alleujament a l'activitat econòmica en els propers trimestres.

Per la seva banda, el mercat de petroli ha viscut uns mesos més volàtils, amb el barril de Brent fluctuant entre els 70 dòlars (en moments en què el mercat es veia dominat per temors a un refredament global) i gairebé els 90 dòlars (quan als senyals d'una reactivació ràpida de l'economia xinesa es van sumar unes noves retallades en la producció de l'OPEP). Aquesta volatilitat, juntament amb la perspectiva d'una segona meitat de l'any en què el reimpuls de la

1. El preu del gas ja es troba també per sota dels registres previs a la guerra a Ucraïna (els preus es venien tensionant des del 3T 2021).
2. Vegeu el Focus «Consideracions sobre estabilitat financera en temps d'enduriment monetari», a l'IM05/2023.
3. El nostre nou quadre macroeconòmic es pot consultar a les taules de previsions d'aquest mateix Informe Mensual.
4. Preus segons la mitjana mòbil de 60 dies, que és la mètrica de referència per a les nostres projeccions per al preu del gas. En part, els preus més baixos també recullen la perspectiva d'un refredament de l'activitat econòmica global.

*Zona de l'euro: emmagatzematge de gas **

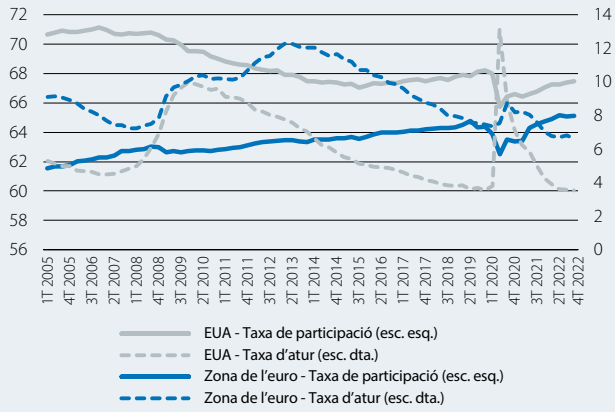
(% de consum)



Nota: ** Mitjana d'Alemanya, França, Itàlia i Espanya.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'AGSI.*

EUA i zona de l'euro: mercat laboral

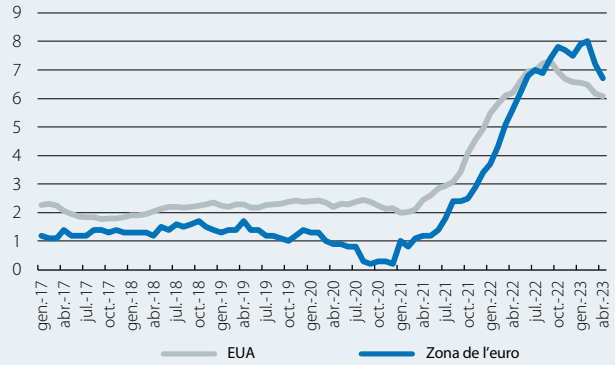
(% de població entre 15 i 74 anys) *(% de població activa entre 15 i 74 anys)*



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'OCDE.*

IPC: trimmed mean *15% **

Variació interanual (%)



Nota: ** La inflació* trimmed mean *es calcula excloent* (trim, *en anglès) de la cistella mitjana* (mean, *en anglès) els components amb moviments més abruptes en els preus. En aquest cas, el 15% de components amb canvis més bruscos (el 16% per a la sèrie dels EUA).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del BCE i de la Fed de Cleveland.*

Xina es pugui notar més en el preu de les primeres matèries, ens empeny a mantenir una previsió del barril de Brent al voltant dels 85 dòlars (80 euros) per al 2023.

Resiliència de l'activitat mundial

Els indicadors d'activitat no solament van millorar de forma sostinguda al llarg de l'hivern i de la primavera (per exemple, l'índex PMI mundial va passar d'un mínim de 48 punts al novembre, en contracció econòmica, a superar els 54 punts a l'abril, en zona clarament expansiva), sinó que els PIB del 1T van sorprendre a l'alça a les grans economies: en relació amb les previsions de 0,1%, de 2,0% i de –0,2% intertrimestrals per als EUA, per a la Xina i per a la zona de l'euro, respectivament, les dades reals van ser del 0,3%, del 2,2% i del 0,1%.[5] Aquestes xifres mostren una activitat menys feble del que s'esperava, i, de forma gairebé mecànica, el seu efecte arrossegament ens empeny a augmentar les nostres previsions de PIB per al 2023.

Tanmateix, això no significa que l'activitat mundial deixi enrere un escenari de refredament en els propers trimestres. En realitat, les nostres noves previsions dibuixen creixements trimestrals més aviat modestos, en especial als EUA i al conjunt de la zona de l'euro. I és que els tipus d'interès més alts són un llast que s'anirà fent més visible. De fet, el refredament sí que s'intueix en el desglossament sectorial: l'embranzida del PMI comentat més amunt procedeix, principalment, de l'expansió del sector serveis, mentre que diferents indicadors mostren una contracció de l'activitat industrial a les grans economies del món ja en els últims mesos.

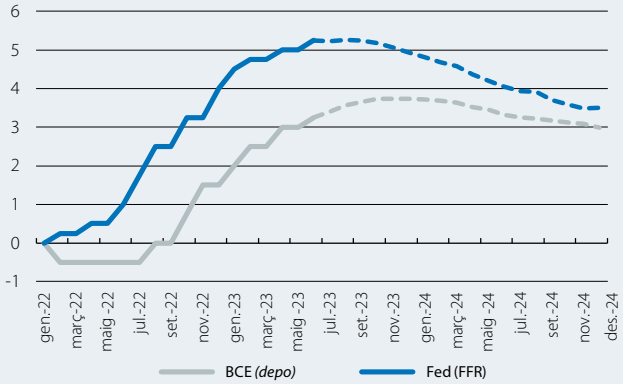
Així i tot, el menor dinamisme de l'activitat trobarà un matalàs en la solidesa dels mercats laborals, que continuen amb un atur en mínims tant als EUA com a la zona de l'euro i amb un avanç notable de les taxes d'activitat.

Una inflació subjacent més inercial

La inflació general ha reculat de forma sostinguda des dels pics assolits el 2022, i ho ha fet, principalment, gràcies als preus energètics, tant pel seu efecte base com pels menors costos de l'energia.[6] Aquest arrossegament de l'energia es filtrarà, de manera indirecta, a la resta de la cistella de preus en els propers mesos, la qual cosa intensificarà el descens de la inflació. De fet, els senyals desinflacionistes comencen a treure el cap de manera més generalitzada en les etapes intermèdies de la cadena de formació de preus, on els colls d'ampolla s'han normalitzat, els preus industrials es desacceleren a tots els sectors (inclosa l'alimentació) i les enquestes reflecteixen una moderació en les intencions de fixació de preus de les empreses. És més, als EUA, l'índex de lloguers, un component clau que pesa el 40% de la cistella nucli, encadena dos mesos de moderació i ajudarà a reduir la inflació d'ara endavant.

Tipus d'interès oficials i expectatives de mercat

(%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la Fed, del BCE i de Bloomberg.*

No obstant això, des de l'inici d'enguany, les pressions dels preus subjacents han mostrat més resistència del que s'havia previst inicialment.[7] Malgrat que això ens empeny a augmentar de forma moderada les nostres previsions d'inflació per al conjunt del 2023 (compensant amb escreix l'efecte a la baixa de les noves previsions de l'energia), continuem esperant una desacceleració gradual dels preus en els propers trimestres, sustentada pels efectes indirectes comentats més amunt, pel refredament de la demanda i per la contenció dels cicles de retroalimentació entre salaris, marges i preus.

Tipus d'interès alts durant més temps

Arran d'aquestes dinàmiques en la crisi energètica, en l'activitat i en la inflació, els bancs centrals de les principals economies avançades s'han vist empesos a continuar apujant tipus (fins a un *fed funds rate* entre el 5,00% i el 5,25% als EUA i un tipus *depo* en el 3,25% a Europa). D'altra banda, amb uns tipus d'interès en nivells clarament restrictius, conscients que l'impacte macroeconòmic dels increments de tipus opera amb retard i amb indicis clars que la transmissió de la política monetària funciona,[8] recentment els bancs centrals han adoptat una actitud més prudent. Sense poder descartar alguna pujada més (cas de la Fed) o encara apuntant a increments moderats (cas del BCE), l'es-

5. Tot i que ha estat millor del que s'esperava, la xifra de la zona de l'euro ha quedat enfosquida per una revisió a la baixa a Alemanya (el –0,3%, després d'una estimació inicial del 0,0%). No obstant això, sobre la dada de la zona de l'euro també pesa una contracció del 2,7% a Irlanda (on les dades són inusualment volàtils). Amb aquestes dues excepcions destacades, a la majoria de països de la zona de l'euro, el PIB del 1T va sorprendre a l'alça.
6. A la zona de l'euro, l'energia ha passat d'afegir gairebé 5 p. p. a la inflació general a la tardor (quan es va arribar a un pic d'inflació del 10,6%) a només 0,2 p. p. a l'abril (quan la inflació general va ser del 7,0%).

7. Per exemple, al gener, la inflació nucli va començar el 2023 en el 5,6% als EUA i en el 5,3% a Europa i, a l'abril, continuava en el 5,5% als EUA i en el 5,6% a la zona de l'euro.
8. Visió reforçada per l'episodi de l'SVB. Vegeu, a més a més, el Focus «La política monetària està aconseguint refredar l'activitat? Una primera avaluació» en aquest mateix *Informe Mensual*.

tratègia passa per mantenir els tipus en zona restrictiva durant un bon temps (més que dur-los cap a cotes encara més altes), i condicionant qualsevol pròxim pas a l'evolució de les dades d'activitat i d'inflació.

Així, posant el focus a Europa, recollim el missatge del BCE de la «necessitat de tipus sostingudament alts», de manera que les nostres noves previsions contemplen que els tipus d'interès assoliran un pic una mica més elevat en els propers mesos (*depo* en el 3,75%) i es mantindran en aquestes cotes una mica més de temps (la primera retallada no es produiria abans de mitjan 2024).

L'exigència de l'entorn persisteix

Aquests canvis en la conjuntura s'expliquen per una constel·lació de riscos que impedeixen deixar enrere la fragilitat de l'entorn. A més dels factors geopolítics, entre els quals destaca la guerra a Ucraïna, la caiguda de l'SVB ha posat en relleu que, en un context de pujades notables dels tipus d'interès (i que es produeixen després d'un període llarg de tipus baixos), hi ha un risc d'enduriment intens de les condicions financeres, amb el conseqüent refredament abrupte de l'economia. En el mateix sentit, també preocupa l'estat d'alguns mercats immobiliaris, amb fortes pujades de preus en els últims anys, amb signes de sobrevaloració i amb un endeutament elevat de les llars, com ho hem analitzat recentment.[9] Així mateix, si persisteixen les pressions dels preus subjacents, els bancs centrals es poden veure forçats a endurir encara més la política monetària, la qual cosa intensificaria els riscos anteriors.

Previsions per a les economies i els mercats internacionals

Variació anual (%), llevat que s'indiqui el contrari	2022	2023	2024
PIB mundial	3,4	2,8 (2,7)	3,0 (3,4)
EUA PIB	2,1	1,2 (0,9)	0,8 (1,4)
EUA inflació	8,0	4,2 (4,1)	2,2 (2,7)
Fed - *fed funds rate (final d'any)*	4,50	5,00	3,75
PIB zona de l'euro	3,5	0,9 (0,5)	1,3 (1,6)
Inflació zona de l'euro	8,4	5,5 (5,3)	2,6 (2,7)
BCE - *depo (final d'any)*	2,00	3,75 (3,50)	3,00 (2,50)
Euríbor 12M *(mitjana)*	1,1	3,8 (3,4)	3,3 (2,6)
Tipus de canvi EUR/USD *(final d'any)*	1,06	1,12 (1,10)	1,15
PIB Xina	3,0	5,7 (5,2)	4,9 (5,1)
Petroli Brent *(€ per barril, mitjana)*	94	80	76
Gas natural (TTF) *(€ per MWh, mitjana)*	132	51 (113)	55 (93)

Nota: *Entre parèntesis, previsió anterior (només quan és diferent).*
Font: *CaixaBank Research.*

9. Vegeu el Focus «Els mercats immobiliaris de les economies avançades davant l'enduriment de la política monetària (part I)», a l'IM04/2023.

Percentatge de variació en relació amb el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

ESTATS UNITS

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	03/23	04/23	05/23
Activitat									
PIB real	5,9	2,1	1,8	1,9	0,9	1,6	–	–	–
Vendes al detall (sense cotxes ni benzina)	15,8	9,3	8,8	9,4	7,5	5,9	5,0	4,3	...
Confiança del consumidor *(valor)*	112,7	104,5	103,4	102,2	104,2	105,5	104,0	103,7	102,3
Producció industrial	4,4	3,4	3,8	3,5	1,8	1,3	0,1	0,2	...
Índex d'activitat manufacturera (ISM) *(valor)*	60,7	53,5	55,0	52,2	49,1	48,3	46,3	47,1	...
Habitatges iniciats *(milers)*	1.606	1.551	1.636	1.446	1.405	1.375	1.371	1.401	...
Case-Shiller preu habitatge 2a mà *(valor)*	267	306	313	310	303	302	302,1	...	...
Taxa d'atur *(% pobl. activa)*	5,4	3,6	3,6	3,6	3,6	3,5	3,5	3,4	...
Taxa d'ocupació *(% pobl. > 16 anys)*	58,4	60,0	59,9	60,0	60,0	60,1	60,4	60,4	...
Balança comercial [1] *(% PIB)*	–3,6	–3,7	–4,0	–3,9	–3,7	–3,6	–6,6	...	...
Preus									
Inflació general	4,7	8,0	8,6	8,3	7,1	6,7	5,0	4,9	...
Inflació subjacent	3,6	6,2	6,0	6,3	6,0	5,7	5,6	5,5	...

JAPÓ

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	03/23	04/23	05/23
Activitat									
PIB real	2,2	1,0	1,8	1,6	0,4	1,3	–	–	–
Confiança del consumidor *(valor)*	36,3	32,2	32,4	31,0	30,4	30,7	33,9	35,4	36,0
Producció industrial	5,6	0,1	–3,6	4,0	0,6	–1,8	–0,6	0,4	...
Índex activitat empresarial (Tankan) *(valor)*	13,8	9,5	9,0	8,0	7,0	1,0	–	–	–
Taxa d'atur *(% pobl. activa)*	2,8	2,6	2,6	2,6	2,5	2,5	2,8	2,6	...
Balança comercial [1] *(% PIB)*	–0,3	–3,7	–1,9	–3,0	–3,8	–4,0	–7,7	–15,0	...
Preus									
Inflació general	–0,2	2,5	2,4	2,9	3,9	4,1	3,3	3,5	...
Inflació subjacent	–0,5	1,1	0,8	1,5	2,8	3,0	3,7	4,1	...

XINA

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	03/23	04/23	05/23
Activitat									
PIB real	8,4	3,0	4,8	0,4	3,9	4,5	–	–	–
Vendes al detall	12,4	–0,8	1,6	–4,9	3,5	5,9	10,6	18,4	...
Producció industrial	9,3	3,4	6,3	0,6	4,8	2,9	3,9	5,6	...
PMI manufactures (oficial)	50,5	49,1	49,9	49,1	49,5	51,5	51,9	49,2	48,8
Sector exterior									
Balança comercial [1,2]	681	889	728	824	908	933	979,6	969,2	...
Exportacions	30,0	7,1	15,7	12,9	10,0	0,4	14,8	8,5	...
Importacions	30,0	1,1	10,6	1,2	0,6	–7,3	–1,4	–7,9	...
Preus									
Inflació general	0,9	2,0	1,1	2,2	2,7	1,3	0,7	0,1	...
Tipus d'interès de referència [3]	3,8	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7
Renminbi per dòlar	6,5	6,7	6,3	6,6	6,9	6,9	6,9	6,9	7,1

Notes: *1. Saldo acumulat durant els 12 últims mesos. 2. Milers de milions de dòlars. 3. Final del període.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de les dades del Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, Reserva Federal, Standard & Poor's, ISM, Departament de Comunicacions del Japó, Banc del Japó, Oficina Nacional d'Estadística xinesa i Refinitiv.*

ZONA DE L'EURO

Indicadors d'activitat i ocupació

Valors, llevat que s'indiqui el contrari

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	03/23	04/23	05/23
Vendes al detall *(variació interanual)*	5,4	...	1,1	–0,5	–2,6	–2,6	–3,7	...	...
Producció industrial *(variació interanual)*	9,9	...	2,0	3,4	2,0	0,4	–1,5	...	...
Confiança del consumidor	–7,5	...	–22,7	–26,9	–26,9	–26,9	–19,1	–17,5	–17,4
Sentiment econòmic	110,7	...	103,9	96,5	96,5	96,5	98,9	99,0	96,5
PMI manufactures	60,2	...	54,1	49,3	49,3	49,3	47,3	45,8	44,6
PMI serveis	53,6	...	55,6	49,9	49,9	49,9	55,0	56,2	55,9
Mercat de treball									
Ocupació (persones) *(variació interanual)*	1,4	...	2,7	1,8	1,5	1,6	–	–	–
Taxa d'atur *(% pobl. activa)*	7,7	6,7	6,7	6,7	6,7	6,6	6,6	6,5	...
Alemanya *(% pobl. activa)*	3,6	3,1	3,0	3,1	3,1	3,0	2,9	2,9	...
França *(% pobl. activa)*	7,9	7,3	7,5	7,2	7,2	7,0	7,0	7,0	...
Itàlia *(% pobl. activa)*	9,5	8,1	8,1	8,0	7,9	8,0	7,9	7,8	...
PIB real *(variació interanual)*	5,6	3,5	4,4	2,5	1,8	1,3	–	–	–
Alemanya *(variació interanual)*	2,8	1,9	1,7	1,4	0,8	–0,5	–	–	–
França *(variació interanual)*	6,8	2,5	4,0	1,1	0,6	0,9	–	–	–
Itàlia *(variació interanual)*	7,3	3,9	5,0	2,5	1,5	1,9	–	–	–

Preus

Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	03/23	04/23	05/23
General	2,6	8,4	8,0	9,3	10,0	8,0	6,9	7,0	6,1
Subjacent	1,5	3,9	3,7	4,4	5,1	5,5	5,7	5,6	5,3

Sector exterior

Saldo acumulat durant els 12 últims mesos en % del PIB dels 4 últims trimestres, llevat que s'indiqui el contrari

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	03/23	04/23	05/23
Saldo corrent	2,5	–1,2	0,6	–0,8	–1,2	–0,5	–0,5	...	...
Alemanya	7,8	4,2	6,0	4,7	4,2	4,5	4,5	...	...
França	0,4	–2,2	–0,4	–1,4	–2,2	–1,9	–1,9	...	...
Itàlia	3,1	–1,2	0,6	–1,1	–1,2	–0,8	–0,8	...	...
Tipus de canvi efectiu nominal[1] *(valor)*	**94,3**	**90,8**	**90,2**	**88,9**	**91,7**	**93,1**	**93,3**	**94,6**	**...**

Crèdit i dipòsits dels sectors no financers

Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	03/23	04/23	05/23
Finançament del sector privat									
Crèdit a les societats no financeres[2]	3,5	6,7	6,1	8,4	7,8	5,7	4,6	...	...
Crèdit a les llars[2,3]	3,8	4,4	4,6	4,4	4,0	3,2	2,5	...	...
Tipus d'interès de crèdit a les societats no financeres[4] *(%)*	1,2	1,8	1,4	1,8	2,9	3,8	...	...	...
Tipus d'interès dels préstecs a les llars per a l'adquisició d'habitatge[5] *(%)*	1,3	2,0	1,5	2,1	2,9	3,7	...	...	...
Dipòsits									
Dipòsits a la vista	12,6	6,3	7,8	6,4	1,8	–3,4	–6,1	...	...
Altres dipòsits a curt termini	–0,8	4,5	0,9	5,3	12,0	17,6	21,1	...	...
Instruments negociables	11,6	3,7	2,2	4,1	7,6	19,5	21,9	...	...
Tipus d'interès dels dipòsits fins a 1 any de les llars *(%)*	0,2	0,5	0,2	0,4	1,1	1,8	...	...	...

Notes: *1. Ponderat pel flux de comerç exterior. Valors superiors signifiquen apreciació de la moneda. 2. Dades ajustades de vendes i titulitzacions. 3. Inclou les institucions financeres sense ànim de lucre al servei de les llars. 4. Crèdits de més d'un milió d'euros a tipus flexible i fins a un any de fixació del tipus oficial. 5. Préstecs a tipus flexible i fins a un any de fixació del tipus oficial.*

Font: *CaixaBank Research, a partir de les dades d'Eurostat, el Banc Central Europeu, la Comissió Europea, organismes nacionals d'estadística i Markit.*

Revisió a l'alça del creixement d'Espanya el 2023

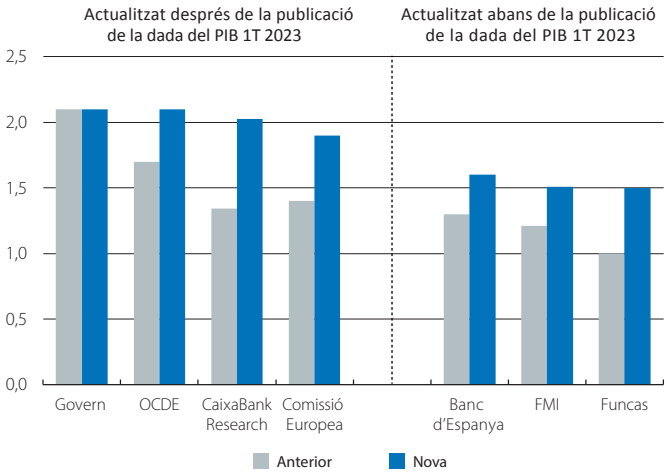
La previsió de creixement del PIB el 2023 es revisa a l'alça fins al 2,0% (+0,7 p. p.). La bona dada de creixement en el 1T 2023 que es va publicar el mes passat (el 0,5% intertrimestral) va apaivagar els temors a una recessió a curt termini, i les dades que s'han publicat en els últims mesos han estat, en general, millors del que s'esperava. També dona suport a la millora de les perspectives econòmiques la ràpida moderació dels preus de l'energia que s'ha produït en els últims mesos. No obstant això, i considerant que un creixement del 2% en un context amb tants reptes com l'actual és certament positiu, és important destacar que una gran part d'aquest creixement prové del bon funcionament del sector exterior. La demanda interna, en canvi, es mostra feble, afectada per l'impacte de la inflació elevada i per l'augment dels tipus d'interès (vegeu el Focus «Nou escenari econòmic: milloren les perspectives econòmiques per a Espanya», en aquest mateix informe, per a més informació sobre el canvi en les previsions macroeconòmiques).

Els indicadors disponibles per al 2T 2023 mostren un comportament mixt. En positiu, el PMI per al sector serveis es va situar al maig en els 56,7 punts, àmpliament per damunt del nivell a partir del qual se solen observar taxes de creixement positives (50 punts), tot i que en una cota inferior a la dels dos mesos anteriors. Els indicadors relacionats amb el consum ofereixen senyals mixtos. D'una banda, l'índex de comerç al detall en termes reals va créixer el 0,9% intermensual a l'abril, i, si excloem les estacions de servei del còmput, el creixement assoleix el 4,1% intermensual. En canvi, segons l'indicador CaixaBank de consum, l'activitat de les targetes espanyoles es va refredar a l'abril en relació amb els mesos anteriors i va créixer el 4,1% interanual (el 9,9% al març). Aquesta feblesa ha tingut continuïtat en les dades disponibles fins a la primera meitat de maig. Al seu torn, el sector industrial ha mantingut una tònica de feblesa. Al maig, el PMI del sector manufacturer va cedir 0,6 punts i es va situar en els 48,4 punts, dins la zona que denota contracció (els registres inferiors a 50 punts). En conjunt, el quadre d'indicadors suggereix que l'economia continua creixent, però a un ritme més moderat que en el trimestre anterior.

El mercat laboral espanyol manté el bon to, i l'afiliació a la Seguretat Social marca un nou màxim al maig, amb 20,8 milions de treballadors. No obstant això, s'observa una lleugera moderació en el ritme de creació d'ocupació. Així, l'afiliació va augmentar en 200.411 persones al maig, lleugerament per sota de la mitjana en un mes de maig (214.000, de mitjana, en el període 2014-2019), i la taxa interanual es va moderar 1 dècima, fins al 2,9%. Corregint per l'estacionalitat, l'ocupació va augmentar en el mes en 47.883 afiliats, després de créixer en més de 100.000 en els dos mesos anteriors. Per la seva banda, l'atur va baixar en 49.260 persones, fins a les 2.739.110 perso-

Espanya: comparativa de previsions del PIB

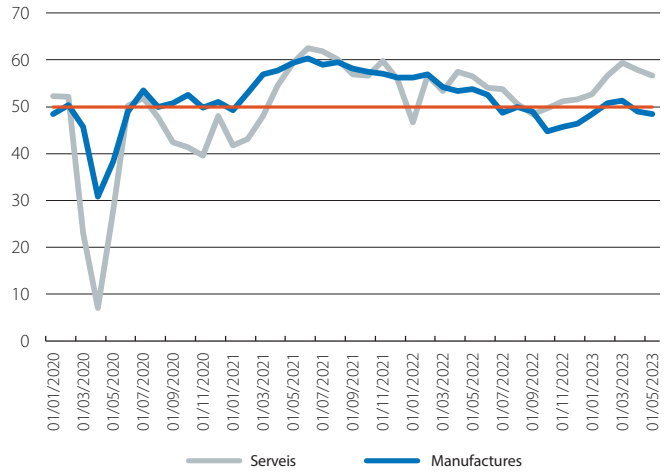
Variació anual el 2023 (%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Govern, de la Comissió Europea, de l'OCDE, del Banc d'Espanya, de l'FMI i de Funcas.*

Espanya: PMI

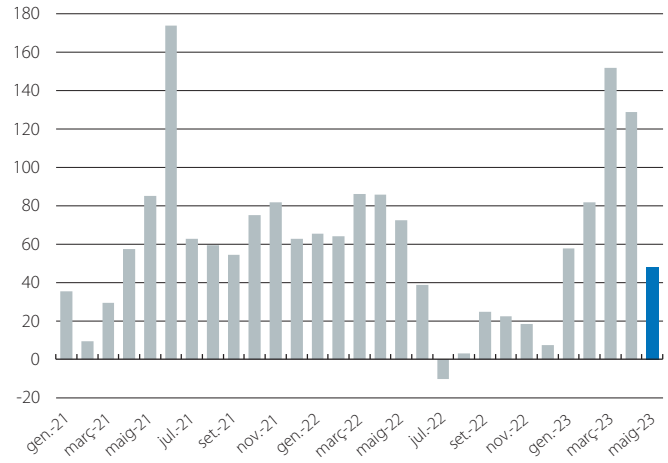
Nivell



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'IHS Markit.*

*Espanya: afiliats a la Seguretat Social **

Variació intermensual (en milers)



Nota: ** Dades desestacionalitzades.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del MISSM.*

nes, un descens inferior a l'habitual en un mes de maig (–105.000, de mitjana, en el període 2014-2019).

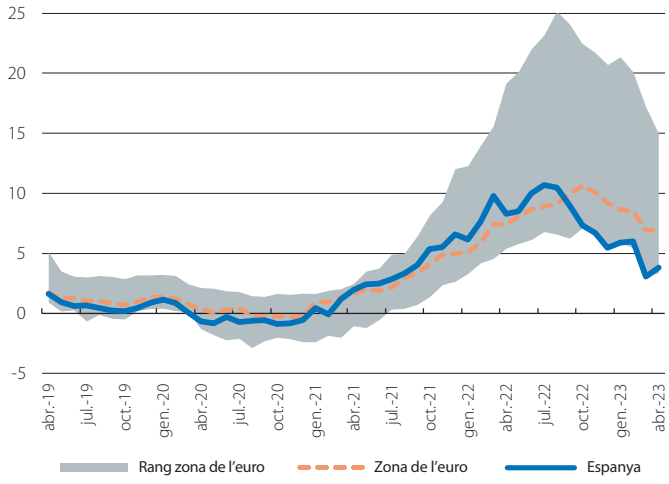
La inflació es modera més de l'esperat al maig. La inflació general va recular de forma notable al maig i es va situar en el 3,2% interanual (el 4,1% a l'abril), segons l'indicador avançat de l'IPC publicat per l'INE. La desacceleració en els preus no va venir dominada per efectes base, tal com va succeir en els dos mesos anteriors, de manera que el senyal que transmet aquesta moderació és clara i, en aquest cas, positiva. Sense disposar del desglossament, l'INE va apuntar que la contenció de la inflació va ser deguda, principalment, a una caiguda apreciable dels preus dels carburants i a una menor inflació en els aliments. Per la seva banda, la inflació subjacent (que exclou l'energia i els aliments no elaborats) també va anotar una caiguda significativa, ja que es va situar en el 6,1% (el 6,6% a l'abril), gràcies a una evolució continguda de l'IPC subjacent en termes intermensuals, que confirma el senyal de suavització en les tensions de preus.

El preu de l'habitatge va avançar de manera significativa en el 1T. El valor de taxació de l'habitatge lliure va créixer el 2,2% intertrimestral en el 1T 2023, en relació amb el 0,5% del 4T 2022, tot i que, en termes interanuals, va continuar reduint el seu ritme d'avanç (el 3,1% interanual, en relació amb el 3,3% del trimestre anterior). En la mateixa tònica, l'índex del preu de l'habitatge basat en vendes repetides del Col·legi de Registradors també va anotar un avanç significatiu en el 1T 2023 (l'1,3% intertrimestral, el 5,4% interanual). Per la seva banda, la demanda d'habitatge es va refredant. Al març, el nombre de compravendes va recular el 5,7% interanual. No obstant això, és necessari matisar que la moderació parteix d'un nivell d'activitat molt elevat. Malgrat la caiguda interanual, les compravendes se situen encara el 30,4% per damunt del nivell del març del 2019 (prepandèmia). Malgrat el repunt presenciat en el 1T 2023, preveiem que el preu de l'habitatge mostrarà una senda de desacceleració en els propers trimestres, en un context de moderació de la demanda arran de l'augment dels tipus d'interès.

Intensa correcció del dèficit comercial en el 1T 2023. El dèficit de la balança comercial de béns es va situar en el 1T en 6.578 milions d'euros, 2,3 vegades menys que un any enrere (–15.416 milions) i lleugerament per sota de la mitjana dels primers trimestres entre els anys 2014 i 2019 (–6.760 milions). Aquest resultat va ser fruit tant del menor dèficit energètic com de la notable millora del saldo de béns no energètics. Així, en el 1T, el dèficit energètic es va reduir fins als 8.218 milions, en relació amb un dèficit d'11.052 milions en el mateix període del 2022, gràcies a les menors importacions en volum (el –9,7%), en un context de descens dels preus (el –1,1%). Per la seva banda, la balança de béns no energètics va anotar un superàvit de 1.639 milions d'euros, el millor registre en un 1T des del 2014 (dèficit de 4.364 milions en el mateix període del 2022), gràcies al major dinamisme de les exportacions (el 15,1% *vs*. el 7,3% de les importacions).

Espanya i zona de l'euro: IPC general

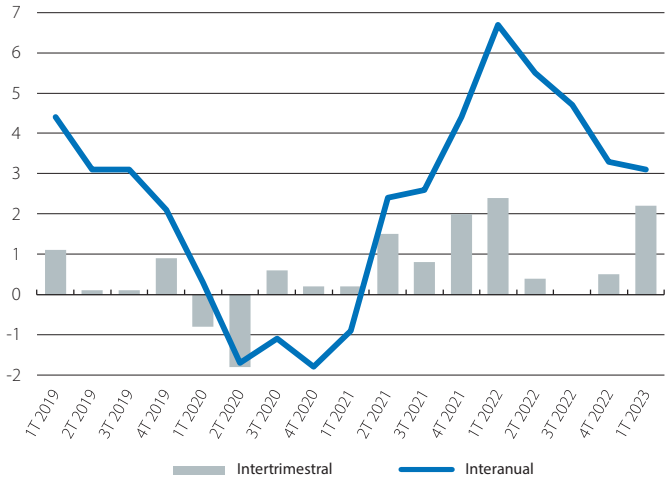
Variació interanual (%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE i d'Eurostat per a l'IPCH.*

Espanya: preu de l'habitatge (taxació)

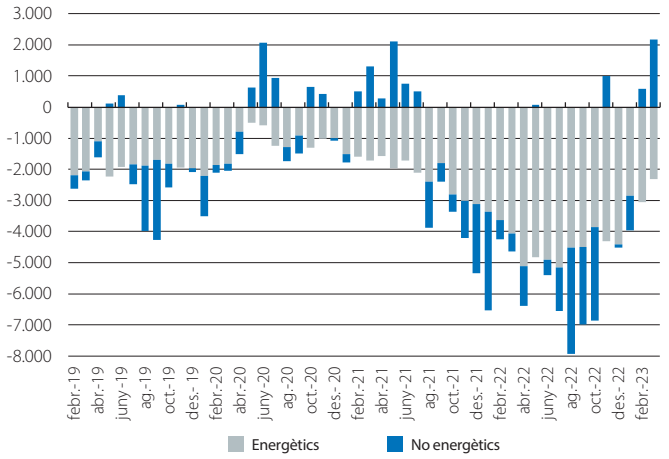
Variació (%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del MITMA.*

*Espanya: saldo comercial de béns **

Dades mensuals (milions d'euros)



Nota: ** S'utilitza la classificació CUCI per a béns.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Duanes.*

Nou escenari econòmic: milloren les perspectives econòmiques per a Espanya

Han passat gairebé quatre mesos des de la nostra última actualització de l'escenari macroeconòmic. Durant aquests mesos, l'economia espanyola ha mostrat un to més resilient del que s'esperava. Així mateix, s'ha confirmat la pràctica, tot i que no completa, normalització del preu del gas natural, i ja veiem a prop el sostre dels tipus d'interès de referència. Arran de tots aquests canvis, hem actualitzat el nostre escenari de previsions macro.

Un punt de partida millor de l'esperat

Malgrat la conjuntura plena de desafiaments, el funcionament de l'economia espanyola s'ha vist sostingut per tres elements fonamentals: un mercat laboral sòlid, la marcada correcció del preu del gas natural i un comportament vigorós del sector exterior.

L'ocupació, lluny de desaccelerar, ha premut l'accelerador en els primers compassos del 2023. D'acord amb l'EPA, l'ocupació va créixer l'1,2% intertrimestral en el 1T 2023 en termes desestacionalitzats, percentatge que supera notablement el 0,2% registrat en el trimestre anterior. Si ens fixem en les dades d'afiliació a la Seguretat Social, aquesta tendència positiva s'estaria estenent al 2T 2023. El bon funcionament del mercat laboral està brindant a les famílies la capacitat d'afrontar amb més solvència les pressions inflacionistes. A més a més, sosté les perspectives de demanda per a les empreses i crea una barrera efectiva contra el creixement de la desigualtat, un factor crucial en un context de pressió sobre els costos de la vida.

Paral·lelament, l'activitat s'ha vist beneficiada per la caiguda del preu del gas natural. Els temors que la crisi energètica empitjorés en el transcurs de l'hivern no s'han complert, i el cert és que la tensió s'ha alleujat gràcies a un hivern més temperat de l'habitual, a la forta correcció de la demanda i a la bona evolució de les reserves de gas. D'aquesta manera, si el preu del gas natural (referència Mibgas) va registrar una mitjana propera als 100 €/MWh el 2022, durant el 1T 2023, el preu mitjà s'ha situat al voltant dels 50 €/MWh, i, des del començament del 2T, el preu mitjà ha reculat fins als 35 €/MWh, una xifra que s'acosta a la mitjana de 20 €/MWh del període 2017-2019.

Pel que fa al sector exterior, ha demostrat un vigor notable, impulsat, en gran part, pel turisme. Per il·lustrar-ho, en el 1T 2023, tot i que l'arribada de turistes internacionals es va situar encara el 3,5% per sota del mateix trimestre del 2019, la despesa en termes reals es va situar el 12,1% per damunt del nivell del 1T 2019. Malgrat que el turisme ha estat el motor principal de la demanda externa, no ha estat l'únic. El saldo comercial de béns no energètics va anotar en el trimestre un superàvit de 1.639 milions d'euros, gràcies a un increment de les exportacions (el 15,1% interanual) que supera el de les importacions (el 7,3%). Aquest saldo és el millor registre en un 1T des del 2014 i contrasta amb el dèficit de 4.364 milions registrat en el 1T 2022. A més a més, no tota la millora del saldo ha estat efecte preu. En termes de volum, les exportacions van créixer el 3,6% interanual en relació amb una caiguda de les importacions del 2,2%. Així mateix, les exportacions de serveis no turístics també han presentat un comportament molt favorable. El saldo comercial de serveis no turístics va assolir un superàvit de 10.460 milions d'euros, molt per damunt del saldo del 1T 2022, de 5.892 milions d'euros. Aquest registre conjuga un fort augment de les exportacions (el 18% interanual) amb una caiguda de les importacions (el –6%).

En resum, tots aquests factors han afavorit que la dada del PIB superés les expectatives durant el 1T i esvaís els temors a una recessió a curt termini.[1]

Supòsits claus de l'escenari: inflació i tipus d'interès

No obstant això, el panorama no està exempt d'obstacles. La inflació alta i els tipus d'interès elevats van deixant el seu rastre en l'economia. Afortunadament, els xocs que van desencadenar el repunt inflacionista es comencen a esvair. Tal com hem comentat més amunt, els preus de l'energia han experimentat un declivi notable i s'apropen ja als nivells mitjans històrics. A més a més, els famosos colls d'ampolla, llegat dels processos de reobertura de les economies en els últims estadis de la pandèmia, també s'estan començant a desfer, la qual cosa alleuja les pressions sobre els estats inicials de la cadena de formació de preus.

La correcció recent dels preus de l'energia ha propiciat una moderació substancial de la inflació general. Amb dades fins a l'abril, se situa ja en el 4,1%, en relació amb el 8,4% de la mitjana del 2022, tot i que els aliments van pujar el 12,4%.[2] La inflació nucli, que exclou els aliments i l'energia, se situa una mica per damunt de la general, en el 4,6%. Això és degut als efectes endarrerits de la transmissió dels augments de costos que les empreses afronten des de l'any passat (efecte contagi).

Per al 2023, projectem que la inflació general se situarà, de mitjana, en el 3,9%. Aquesta previsió incorpora la caiguda substancial del preu de l'energia, però també la major persistència de la inflació nucli i de la dels aliments. Així i tot, preveiem que aquestes pressions s'aniran suavitzant i que, de cara al 2024, la inflació se situarà ja per sota del 3% en mitjana anual.

1. Vegeu la Nota Breve per a més informació sobre la dada del PIB.
2. La dada avançada de la inflació del maig, en registrar el 3,2%, mostra la continuïtat de la tendència de desacceleració de la inflació. No obstant això, la dada avançada encara no ofereix el desglossament per components.

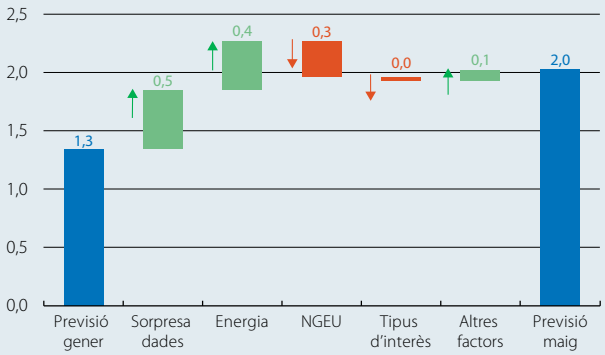
Aquestes projeccions es basen en el supòsit que no es produiran efectes de segona ronda significatius. Tot i que els salaris estan recollint de forma progressiva l'impacte de la inflació, hi ha indicis incipients que el creixement dels salaris es podria estabilitzar enguany al voltant del 4%-4,5%. Un creixement dels salaris d'aquesta magnitud no hauria de representar un risc a l'alça sobre la inflació. En aquest sentit, el recent acord salarial entre els agents socials s'ha de valorar de manera positiva, perquè ajuda a reduir la incertesa i contribueix a limitar els efectes de segona ronda.

Pel que fa als tipus d'interès, el BCE continua preocupat per la falta de signes evidents de moderació de la inflació nucli a la zona de l'euro i ha assenyalat la seva intenció d'apujar una mica més els tipus d'interès. Però també és cert que la pujada acumulada, ja gairebé de 4 p. p. (des del –0,50% al +3,25%), és molt substancial, i els seus efectes ja s'estan començant a fer notar, per exemple, en la demanda de crèdit. Per aquest motiu, preveiem que el BCE apujarà el tipus *depo* fins a un pic del 3,75% (el que coincideix amb l'expectativa dels mercats) i que el mantindrà en aquest nivell fins a mitjan 2024. És un camí més gradual cap a la normalització de la política monetària del que esperàvem abans, però, pel que ha vingut comunicant, pensem que el BCE optarà per una opció de tipus més alts durant més temps per assegurar-se que la inflació recula fins al 2% a mitjà termini.

Així i tot, la inflació elevada i els tipus alts van deixant petjades clares al seu pas. El consum privat encadena dos trimestres consecutius de reculades, i els indicadors de més alta freqüència, com el nostre indicador intern basat en l'evolució de la despesa en targetes, no donen senyals d'una millora clara en l'horitzó més proper. El 2022, l'increment dels preus va propiciar un fort augment de la despesa. En termes nominals, el consum privat va créixer més del 10%, en comparació amb un creixement més moderat del 3,6% de la renda bruta disponible. Conseqüentment, la taxa d'estalvi va disminuir del 13,7% del 2021 al 7,2% el 2022. Davant una taxa d'estalvi acostant-se a la seva mitjana històrica (el 6,7% entre el 2014 i el 2019), el 2023, el consum podria estar més estretament vinculat al creixement de la renda disponible. No obstant això, malgrat que esperem que la renda disponible creixi a una taxa superior, prop del 4,5%, gràcies al repunt del creixement salarial i al bon comportament previst de l'ocupació, també projectem que la inflació continuarà sent alta, del 3,9%. Això limitarà el creixement del consum en termes reals. De la mateixa manera, la inversió també està patint l'encariment del crèdit i ha donat mostres de feblesa des de la primavera del 2022. Tot i que els fons europeus continuaran actuant de suport, preveiem que la inversió mantindrà una evolució moderada al llarg del 2023.

Espanya: desglossament de la revisió de la previsió del creixement del PIB el 2023

(p. p.)



Font: *CaixaBank Research.*

Perspectives

En conjunt, sembla que el 2023 serà un any ple de reptes. Som en un any en què l'economia continuarà patint l'embat de la inflació elevada i l'impacte de l'augment dels tipus d'interès, però també podrà gaudir d'elements de suport. En particular, destaquem l'impuls derivat de l'esvaïment gairebé total del xoc energètic, el bon comportament del sector exterior, fruit del marge de recuperació que encara presenten els sectors més exposats a la pandèmia, i la contribució dels fons europeus. Un cop incorporada tota la informació, preveiem que el PIB creixerà el 2,0% en el conjunt del 2023, la qual cosa representa una revisió a l'alça de 0,7 p. p. en relació amb la nostra previsió anterior. Tal com ho mostra el gràfic, aquesta revisió s'explica, en gran part, per la millora de les dades del segon tram del 2022 i per la caiguda dels preus de l'energia, que s'ha reflectit en un bon comportament de l'economia en el 1T 2023. El supòsit d'execució dels fons europeus ha limitat l'abast de la revisió, ja que incorpora ara un grau d'execució una mica més conservador. Així i tot, la contribució dels fons NGEU continuarà sent molt significativa i aportarà 0,7 p. p. al creixement anual del PIB. Per la seva banda, preveiem que la major persistència d'uns tipus d'interès elevats tindrà un impacte encara moderat el 2023 i que es notarà amb més intensitat el 2024.

Oriol Carreras

El Programa d'Estabilitat 2023-2026: ajust del dèficit públic espanyol gràcies al creixement econòmic

El creixement econòmic, clau per a la senda descendent del dèficit

El Programa d'Estabilitat 2023-2026 presentat pel Govern planteja un ajust gradual del dèficit públic, impulsat per la recuperació de l'economia espanyola, amb una reducció des del 4,8% del PIB el 2022 al 3,9% el 2023 i al 2,5% el 2026.[1] En contrast, l'AIReF estima que, el 2026, el dèficit públic se situarà en el 3,0% del PIB, a causa, principalment, d'una previsió menys optimista de l'evolució dels ingressos.[2]

El quadre macro en què es basa el Pla d'Estabilitat és similar al del conjunt d'analistes i té el vistiplau de l'AIReF. Les previsions són d'un creixement del PIB del 8,2% en l'acumulat entre el 2023 i el 2026, amb un paper molt rellevant de la inversió el 2024, gràcies al programa NGEU.[3] Suposa que la inflació baixarà al 2% el 2025 i preveu un dinamisme important del mercat laboral, amb una taxa d'atur per sota del 10,0% el 2026 i amb un creixement interanual mitjà dels ocupats del 2,1% el 2023-2026 (creació d'1,1 milions de llocs de treball equivalent a temps complet fins al 2026).

Si analitzem amb una mica de detall l'evolució prevista dels comptes públics, pel que fa als ingressos, el Programa té en compte les mesures aprovades en els pressupostos del 2023 (augment de l'IRPF per a les rendes del capital, gravamen a la banca i a les energètiques, impost de solidaritat a les grans fortunes el 2023-2024...) i l'alça de les cotitzacions socials prevista en la reforma de pensions. Així, es preveu que els ingressos augmentin en percentatge del PIB fins al 43,4% del PIB el 2023 (el 43,0% el 2022) i que el pes continuï augmentant en els propers anys, gràcies a un creixement dels impostos directes i de les cotitzacions socials per damunt del PIB nominal. En el cas dels impostos directes, això reflecteix el dinamisme de la recaptació per la bona evolució que es projecta al mercat laboral i també el supòsit que es consolidaran factors estructurals de la postpandèmia, com l'aflorament de l'economia submergida després de la reforma laboral, el menor frau fiscal o l'auge del comerç *online*. En el cas de les cotitzacions socials, captura el dinamisme del mercat laboral i l'augment de les cotitzacions de la reforma de les pensions. Així, se suposa que la pressió fiscal creixerà en els propers anys, malgrat que, en el Programa, no es contempli un augment dels tipus impositius.

La despesa pública recularia de manera gradual en percentatge del PIB pel gran augment del PIB nominal i per una certa contenció de la despesa sense les pensions i sense els interessos. Així, la despesa pública primària (és a dir, sense considerar el pagament d'interessos) passaria del 45,4% del PIB el 2022 al 43,4% el 2026. Destaca l'ajust

Espanya: escenari macro del Programa d'Estabilitat

	2022	2023	2024	2025	2026
PIB real (creixement en %)	5,5	2,1	2,4	1,8	1,7
PIB nominal (creixement en %)	10	6,1	5,9	3,9	3,6
Taxa d'atur (mitjana anual en %)	12,9	12,2	10,9	10,3	9,8
Remuneració per assalariat (creixement en %)	2	4,7	3,3	2,4	1,7
Deflactor de consum privat (%)	6,8	3,9	3,2	2	1,9
Euríbor a 3 mesos	0,3	3,3	3	2,5	–
Preu del gas natural (€/MWh)	100	59	50	50	50
Tipus bo espanyol a 10 anys	2,2	3,5	3,6	3,8	–

Font: *Programa d'Estabilitat 2023-2026, Govern d'Espanya.*

Espanya: Programa d'Estabilitat del Govern 2023-2026

Elements clau	% del PIB 2022	% del PIB 2023	% del PIB 2024	% del PIB 2026
Ingressos públics	**43,0**	**43,4**	**43,3**	**43,8**
Impostos indirectes (IVA...)	12,1	11,9	12,0	11,8
Impostos directes	12,4	13,2	13,5	14,3
Impostos capital	0,4	0,4	0,3	0,3
Cotitzacions socials	13,6	13,9	14,0	14,0
Altres ingressos *	4,6	4,0	3,5	3,4
Despesa pública	**47,8**	**47,3**	**46,3**	**46,3**
Remuneració assalariats	11,6	11.3	11,2	11,2
Prestacions socials (no en espècie)	17,2	17,7	17,6	17,7
Formació bruta de capital	2,8	2,7	2,6	2,4
Despesa en interessos	2,4	2,4	2,6	2,9
Subvencions	2,0	1,8	1,3	1,4
Saldo públic	**–4,8**	**–3,9**	**–3,0**	**–2,5**
Saldo primari	**–2,4**	**–1,5**	**–0,4**	**0,4**
Saldo cíclic	**–1,0**	**–0,5**	**–0,1**	**0,1**
Saldo estructural	**–3,6**	**–3,4**	**–2,9**	**–2,5**

Nota: *Inclou els ingressos per rendes de la propietat i les transferències de fons europeus sense l'NGEU.*
Font: *Programa d'Estabilitat 2023-2026, Govern d'Espanya.*

1. Es basa en un escenari que contempla l'impacte de les mesures aprovades fins avui.
2. El 2026, la previsió d'ingressos en percentatge de PIB de l'AIReF és 0,6 p. p. inferior a la del Programa d'Estabilitat. En canvi, la despesa pública en percentatge del PIB és molt similar.
3. Es preveu que la inversió creixi el 5,0% interanual el 2024 (el 0,9% el 2023).

(en percentatge del PIB) de la remuneració dels assalariats, que baixaria de l'11,6% el 2022 a l'11,2% el 2026, i de les subvencions, del 2,0% el 2022 (molt elevat per la bonificació de 20 cèntims per litre als carburants, ja retirada el 2023) a l'1,4% el 2026. En canvi, s'espera que la despesa en pensions, vinculada per llei a l'evolució de la inflació, creixi a un ritme superior al del PIB nominal el 2023 i a un ritme similar el 2024-2026.

Pel que fa a la factura dels interessos, variable clau per a la sostenibilitat del deute, el Programa d'Estabilitat projecta que augmentarà de manera moderada i que se situarà en el 2,9% del PIB el 2026 (el 2,4% el 2022), ja que el creixement del PIB nominal i l'elevada vida mitjana del deute espanyol limitaran l'alça, un registre, però, ja molt similar al 3,0% del 2012. Aquestes xifres es basen en el supòsit que el bo espanyol a 10 anys se situarà entre el 3,5% i el 4,0% entre el 2023 i el 2025, la qual cosa reflecteix l'augment de tipus d'interès que s'està produint. Així i tot, segons un exercici de sensibilitat del Programa mateix, amb un augment addicional dels tipus de 120 p. b. en relació amb l'escenari base, la factura dels interessos assoliria el 3,6% del PIB el 2026 i el dèficit públic se situaria en el 3,6% del PIB[4] (en lloc del 2,5% de l'escenari base).

Per la seva banda, el deute públic es reduiria de forma gradual en percentatge del PIB, però es mantindria en cotes elevades, ja que passaria del 113,2% del PIB el 2022 al 106,8% el 2026. El gros de l'ajust és degut al creixement del PIB en termes nominals.[5]

Finalment, el dèficit estructural mostraria un descens gradual. Passaria del 3,6% del PIB el 2022 al 2,5% el 2026, una xifra encara elevada. Aquesta senda descendent derivaria de l'augment del pes en l'economia dels ingressos tributaris i les cotitzacions socials i de la retirada, a partir del 2024, de les mesures de despesa per la guerra d'Ucraïna.

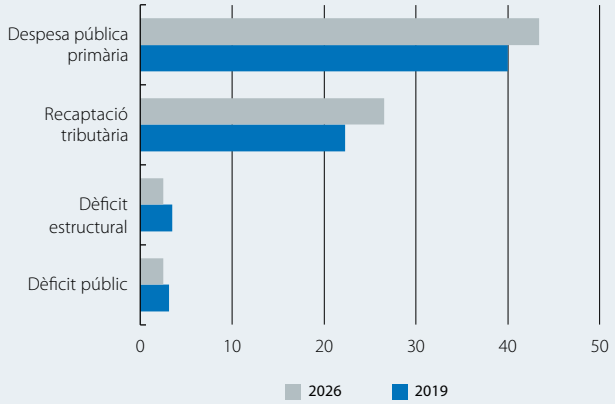
Els comptes públics del futur: una comparativa del 2026 amb el món prepandèmia

Un exercici suggeridor és comparar la situació dels comptes públics que el Govern projecta per al 2026 al Programa d'Estabilitat amb la del món preCOVID. Així, cal destacar dos resultats clau.

(i) El 2026, el pes del sector públic en l'economia serà considerablement més elevat que el 2019. En concret, la despesa pública primària (que exclou el pagament d'interessos) se situarà 3,4 p. p. per damunt en percentatge del PIB, la qual cosa representa un augment de la despesa entre el 2019 i el 2026 del 40,6% (per damunt del creixement del 28,9% del PIB nominal). Això apunta al fet que la despesa pública farà un salt estructural a causa de factors com la indexació de les pensions a la inflació i l'augment sostingut de la despesa en sanitat.[6]

Espanya: comparativa dels comptes públics 2026 i 2019

(% del PIB)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Programa d'Estabilitat 2023-2026 i 2021-2024.*

(ii) El Govern projecta que l'augment dels ingressos fiscals, després del gran augment de la recaptació el 2021-2022, es consolidarà i, fins i tot, anirà a més sense necessitat de noves mesures tributàries. Així, segons el Programa d'Estabilitat, els ingressos fiscals seran, en percentatge del PIB, 5,2 p. p. més elevats el 2026 que el 2019, la qual cosa representa un augment dels ingressos fiscals del 47,9% (per damunt del creixement del 28,9% del PIB nominal). En suma, el Programa d'Estabilitat confia que el dinamisme econòmic dels propers anys facilitarà l'ajust del dèficit públic. No obstant això, un dèficit del 2,5% del PIB clarament no pot ser el punt final d'arribada, i serà necessari continuar reduint el dèficit per recuperar un major marge de reacció per a la política fiscal. No hi ha dubte que algun dia tornarem a necessitar utilitzar-la.

Javier Garcia-Arenas

4. El dèficit públic augmentaria mecànicament pel major pagament d'interessos i també perquè aquest augment de tipus tindria un impacte negatiu sobre el creixement del PIB que comportaria un descens de la recaptació fiscal i un augment de les prestacions per esmorteir el xoc.
5. En termes acumulats, el Programa considera un creixement del 20,9% del PIB nominal entre el 2023 i el 2026.
6. Sembla que les prestacions socials, el principal component de les quals és la despesa en pensions, han augmentat de manera permanent i seran 1,9 p. p. superiors en percentatge del PIB el 2026 que en la prepandèmia.

Indicadors d'activitat i ocupació

Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	03/23	04/23	05/23
Indústria									
Índex de producció industrial	8,8	2,8	4,3	4,6	0,9	1,6	4,5	...	...
Indicador de confiança a la indústria *(valor)*	0,6	–0,9	0,4	–5,2	–5,4	–4,3	–3,2	–1,5	–5,2
PMI de manufactures *(valor)*	57,0	51,0	53,2	49,2	45,6	50,1	51,3	49,0	48,4
Construcció									
Visats d'obra nova *(acum. de 12 mesos)*	4,7	15,4	18,8	8,8	2,6	–1,9	–3,4	...	...
Compravenda d'habitatges *(acum. de 12 mesos)*	9,6	29,0	33,6	23,0	17,3	10,1	7,4	...	...
Preu de l'habitatge	3,7	7,4	8,0	7,6	5,5	...	–	–	–
Serveis									
Turistes estrangers *(acum. de 12 mesos)*	64,7	129,8	312,5	208,8	129,8	...	...	...	...
PMI de serveis *(valor)*	55,0	52,5	55,9	51,0	50,8	56,3	59,4	57,9	56,7
Consum									
Vendes comerç al detall	5,1	0,9	1,1	0,2	1,9	6,6	9,9	5,5	...
Matriculacions d'automòbils	158,0	–3,0	–10,3	3,1	2,6	45,5	66,1	8,2	8,3
Indicador de confiança dels consumidors *(valor)*	–12,9	–26,5	–27,0	–32,6	–28,1	–23,1	–24,5	–20,7	–21,2
Mercat de treball									
Població ocupada [1]	3,0	3,1	4,0	2,6	1,4	1,8	–	–	–
Taxa d'atur (% de la població activa)	14,8	12,9	12,5	12,7	12,9	...	–	–	–
Afiliats a la Seguretat Social [2]	2,5	3,9	4,8	3,5	2,7	...	2,7	3,0	2,9
PIB	**5,5**	**5,5**	**7,7**	**4,8**	**2,9**	**3,8**	–	–	–

Preus

Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	03/23	04/23	05/23
General	3,1	8,4	9,1	10,1	6,6	5,1	3,3	4,1	3,2
Subjacent	0,8	5,1	4,9	6,2	6,5	7,6	7,5	6,6	6,1

Sector exterior

Saldo acumulat durant els 12 últims mesos en milers de milions d'euros, llevat que s'indiqui el contrari

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	03/23	04/23	05/23
Comerç de béns									
Exportacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	21,2	22,9	22,2	23,3	22,9	20,5	20,5	...	...
Importacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	24,8	33,4	35,2	38,1	33,4	24,0	24,0	...	...
Saldo corrent	**11,5**	**7,8**	**7,8**	**6,1**	**7,8**	**22,9**	**22,9**	**...**	**...**
Béns i serveis	17,9	18,7	14,7	14,4	18,7	35,2	35,2	...	...
Rendes primàries i secundàries	–6,4	–10,9	–7,0	–8,3	–10,9	–12,4	–12,4	...	...
Capacitat (+) / Necessitat (–) de finançament	**22,4**	**19,7**	**19,5**	**18,0**	**19,7**	**36,2**	**36,2**	**...**	**...**

Crèdit i dipòsits dels sectors no financers [3]

Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	03/23	04/23	05/23
Dipòsits									
Dipòsits de llars i empreses	6,1	4,9	5,4	5,3	3,8	1,7	0,7	...	...
A la vista i estalvi	10,3	7,9	9,2	8,2	5,0	0,3	–1,7	–2,6	...
A termini i preavís	–24,4	–19,7	–25,4	–19,2	–7,3	7,7	17,9	27,7	...
Dipòsits d'AP	15,5	9,6	15,6	6,6	–3,2	7,4	9,6	8,4	...
TOTAL	**6,7**	**5,2**	**6,0**	**5,4**	**3,2**	**2,1**	**1,3**	**...**	**...**
Saldo viu de crèdit									
Sector privat	0,3	0,7	0,8	1,3	0,5	–0,9	–1,0	–1,9	...
Empreses no financeres	1,1	0,9	0,7	2,4	0,9	–1,0	–0,7	–2,2	...
Llars - habitatges	0,2	1,0	1,4	1,1	0,2	–1,2	–1,7	–2,1	...
Llars - altres finalitats	–1,2	–0,6	–0,5	–0,9	–0,1	–0,1	–0,1	–0,4	...
Administracions públiques	15,3	0,2	1,9	–3,5	–1,1	–0,2	–0,4	–4,5	...
TOTAL	**1,1**	**0,7**	**0,9**	**1,0**	**0,4**	**–0,9**	**–1,0**	**–2,1**	**...**
Taxa de morositat (%)[4]	**4,3**	**3,5**	**4,1**	**3,8**	**3,7**	**3,5**	**3,5**	**...**	**...**

Notes: *1. Estimació de l'EPA. 2. Dades mitjanes mensuals. 3. Dades agregades del sector bancari espanyol i residents a Espanya. 4. Dada fi del període.*

Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Ministeri d'Economia, el Ministeri de Foment, el Ministeri d'Ocupació i Seguretat Social, l'Institut Nacional d'Estadística, el Servei Públic d'Ocupació Estatal, Markit, la Comissió Europea, el Departament de Duanes i Impostos Especials i el Banc d'Espanya.*

Portugal: revisió a l'alça del PIB previst el 2023 després de l'embranzida del 1T

Fort creixement del PIB en el 1T, amb el suport de les exportacions. Es confirma que el PIB va avançar l'1,6% intertrimestral gràcies a la forta aportació de la demanda externa (+2,5 p. p.). Així, les exportacions van mostrar un dinamisme intens, amb un avanç de les de béns del 4,8% en relació amb el trimestre anterior i del 10,8% en el cas de les de serveis. En sentit contrari, la demanda interna va restar 0,9 p. p. al creixement trimestral del PIB, arrossegada per la feblesa de la inversió i per la caiguda de les existències. Per la seva banda, el consum privat va anotar un comportament una mica més positiu que en el trimestre precedent i va avançar el 0,4% intertrimestral.

Els indicadors disponibles per al 2T –encara escassos– mostren una tendència positiva, tot i que de desacceleració. En aquest sentit, destaca el refredament del clima econòmic, que reflecteix una valoració més cautelosa a gairebé tots els sectors, acompanyat d'una millora en el sentiment dels consumidors, gràcies a la millora de les perspectives en l'evolució dels preus i del mercat laboral. Així, anticipem que el creixement intertrimestral serà significativament més modest en els propers trimestres, principalment per l'impacte de l'augment dels tipus d'interès. El bon resultat del 1T i l'expectativa de moderació en els propers trimestres es tradueixen en una revisió de la previsió de creixement del PIB per al 2023, de l'1% al 2,5%.

Forta reculada de la inflació al maig. La dada d'avanç de l'INE mostra una forta desacceleració de la inflació, fins al 4,0% (el 5,7% a l'abril). S'observa que no solament va haver-hi variacions mensuals negatives de preus en l'IPC general (el –0,66%), sinó també en tots els components principals: subjacent (el –0,31%), energia (el –1,77%) i aliments no elaborats (el –2,85%). Després d'aquesta dada, revisem a la baixa la nostra previsió d'inflació anual mitjana el 2023 fins al 5,0%.

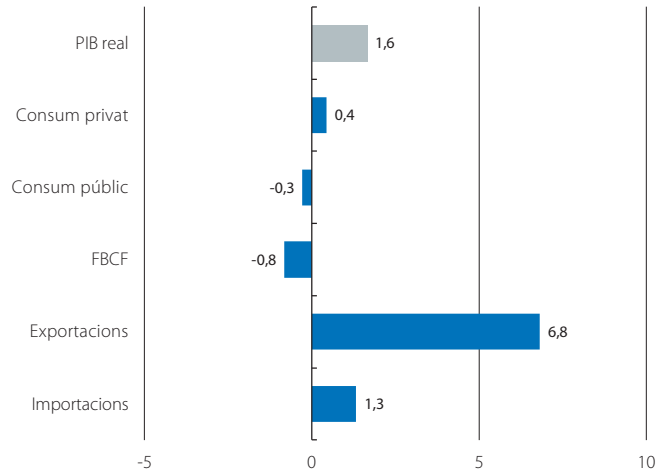
Paradoxa al mercat de treball? Les estadístiques recents mostren un augment simultani de l'ocupació i de l'atur, la qual cosa s'explica pel fort augment de la població activa. En el 1T, tot i que els ocupats van augmentar el 0,4% intertrimestral, aquest ritme va ser insuficient per compensar el fort augment de la població activa, l'1,1% intertrimestal, la qual cosa va provocar un augment notable dels aturats (l'11%).

El turisme prolonga a l'abril el bon comportament del 1T. Les xifres de l'abril reforcen la nostra convicció que el 2023 serà un any de rècords per a les principals mètriques del sector turístic português: visitants, pernoctacions i ingressos. De fet, a l'abril, i comparant les dades amb la situació prepandèmia, els visitants van augmentar el 17,5% i les pernoctacions, el 14,3%. Cal destacar el fort increment dels turistes procedents dels EUA, que explica el 54% del creixement del nombre global de turistes en aquests quatre primers mesos de l'any, que supera el milió de visitants.

La balança per compte corrent torna al superàvit en el 1T 2023 i anota un saldo positiu de 380 milions d'euros, quelcom que no succeïa des del 2018 (llevat del 2021, any marcat per la pandèmia). Aquest comportament reflecteix la fortalesa del turisme i la correcció del dèficit energètic.

Portugal: PIB real

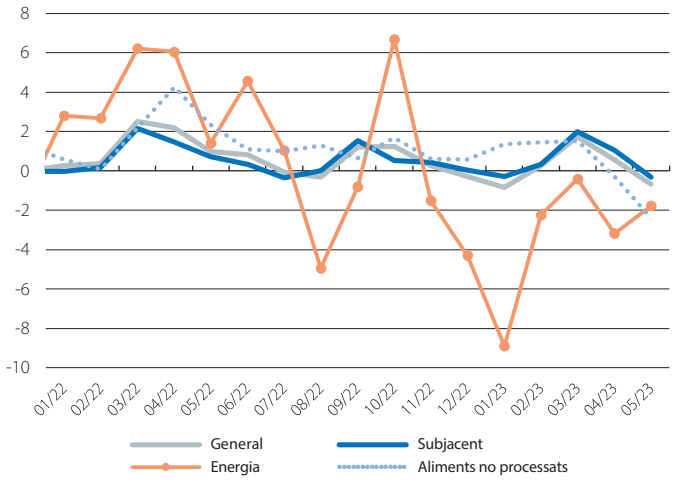
Variació intertrimestral en el 1T 2023 (%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE de Portugal.*

Portugal: IPC

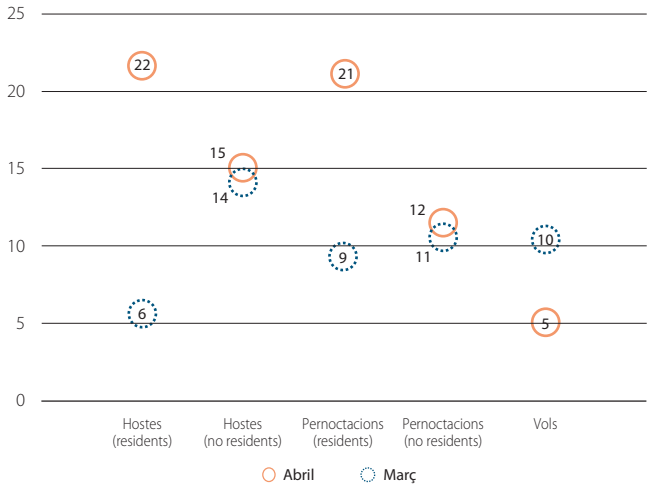
Variació mensual (%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE de Portugal.*

Portugal: turisme

Variacions en relació amb el mateix mes del 2019 (%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE de Portugal.*

Indicadors d'activitat i ocupació

Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	03/23	04/23	05/23
Índex coincident d'activitat	3,4	5,7	6,5	5,1	4,3	4,6	4,8	5,0	...
Indústria									
Índex de producció industrial	4,5	0,4	2,0	1,8	–0,3	0,6	–4,4	...	...
Indicador de confiança a la indústria *(valor)*	–5,3	–3,4	–2,5	–4,8	–6,3	–5,0	–3,6	–3,7	–5,5
Construcció									
Permisos de construcció - habitatge nou (nombre d'habitatges)	13,5	6,0	3,2	–3,2	13,2	–34,4	12,4	...	...
Compravenda d'habitatges	20,5	1,3	4,5	–2,8	–16,0	...	–	–	–
Preu de l'habitatge *(euro / m² - taxació)*	8,6	13,8	14,2	15,8	13,6	12,9	11,4	10,0	...
Serveis									
Turistes estrangers (*acum. 12 mesos*)	51,5	158,6	298,1	244,4	158,6	116,9	116,9	89,0	...
Indicador de confiança als serveis *(valor)*	0,1	15,1	19,5	16,9	9,9	11,1	13,3	15,9	12,7
Consum									
Vendes comerç al detall	4,9	4,8	3,1	3,3	0,0	1,6	0,6	2,4	...
Indicador coincident del consum privat	4,9	4,1	4,9	2,8	2,2	3,0	3,4	3,8	...
Indicador de confiança dels consumidors *(valor)*	–17,2	–29,7	–30,5	–31,8	–37,0	–35,1	–33,4	–31,7	–29,8
Mercat de treball									
Població ocupada	2,8	2,0	1,9	1,1	0,5	0,5	0,6	0,7	...
Taxa d'atur (*% de la població activa*)	6,6	6,0	5,7	5,8	6,5	7,2	7,0	6,8	...
PIB	**5,5**	**6,7**	**7,4**	**4,8**	**3,2**	**2,5**	**–**	**–**	**–**

Preus

Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	03/23	04/23	05/23
General	1,3	7,8	8,0	9,1	9,9	8,0	7,4	5,7	4,0
Subjacent	0,8	5,6	5,5	6,5	7,2	7,1	7,0	6,6	5,5

Sector exterior

Saldo acumulat durant els 12 últims mesos en milers de milions d'euros, llevat que s'indiqui el contrari

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	03/23	04/23	05/23
Comerç de béns									
Exportacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	18,3	23,0	18,9	22,7	23,0	21,5	21,5	...	...
Importacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	22,0	31,4	31,5	35,2	31,4	24,4	24,4	...	...
Saldo corrent	**–1,6**	**–3,2**	**–4,4**	**–4,2**	**–3,2**	**–1,1**	**–1,1**	**...**	**...**
Béns i serveis	–5,5	–4,9	–6,4	–5,3	–4,9	–2,9	–2,9	...	...
Rendes primàries i secundàries	3,9	1,7	2,0	1,1	1,7	1,8	1,8	...	...
Capacitat (+) / Necessitat (–) de finançament	**2,1**	**–1,1**	**–1,0**	**–1,9**	**–1,1**	**1,5**	**1,5**	**...**	**...**

Crèdit i dipòsits dels sectors no financers

Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	03/23	04/23	05/23
Dipòsits [1]									
Dipòsits de llars i empreses	9,3	6,4	8,2	7,8	6,4	0,5	0,5	–0,8	...
A la vista i estalvi	16,3	7,3	12,9	11,2	7,3	–3,1	–3,1	–5,0	...
A termini i preavís	1,2	5,2	2,3	3,3	5,2	5,4	5,4	5,1	...
Dipòsits d'AP	–4,1	12,4	8,5	–0,1	12,4	11,1	11,1	21,3	...
TOTAL	**9,0**	**6,5**	**8,2**	**7,5**	**6,5**	**0,8**	**0,8**	**–0,2**	**...**
Saldo viu de crèdit [1]									
Sector privat	2,9	1,8	3,0	2,3	1,8	0,0	0,0	–0,6	...
Empreses no financeres	2,2	–0,4	1,2	0,1	–0,4	–2,1	–2,1	–2,9	...
Llars - habitatges	3,3	3,2	4,2	3,8	3,2	1,6	1,6	1,1	...
Llars - altres finalitats	3,0	2,9	3,4	3,3	2,9	0,0	0,0	–0,2	...
Administracions públiques	3,8	–2,7	–1,3	–1,5	–2,7	–2,0	–2,0	–2,0	...
TOTAL	**2,9**	**1,6**	**2,8**	**2,2**	**1,6**	**–0,1**	**–0,1**	**–0,6**	**...**
Taxa de morositat *(%)* [2]	**3,7**	**3,0**	**3,4**	**3,2**	**3,0**	**...**	**–**	**–**	**–**

Notes: *1. Residents a Portugal. Les variables de crèdit no inclouen titulitzacions. 2. Dada fi del període.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE de Portugal, Banc de Portugal i Refinitiv.*

Baby boomers: qui són i com afronten la jubilació

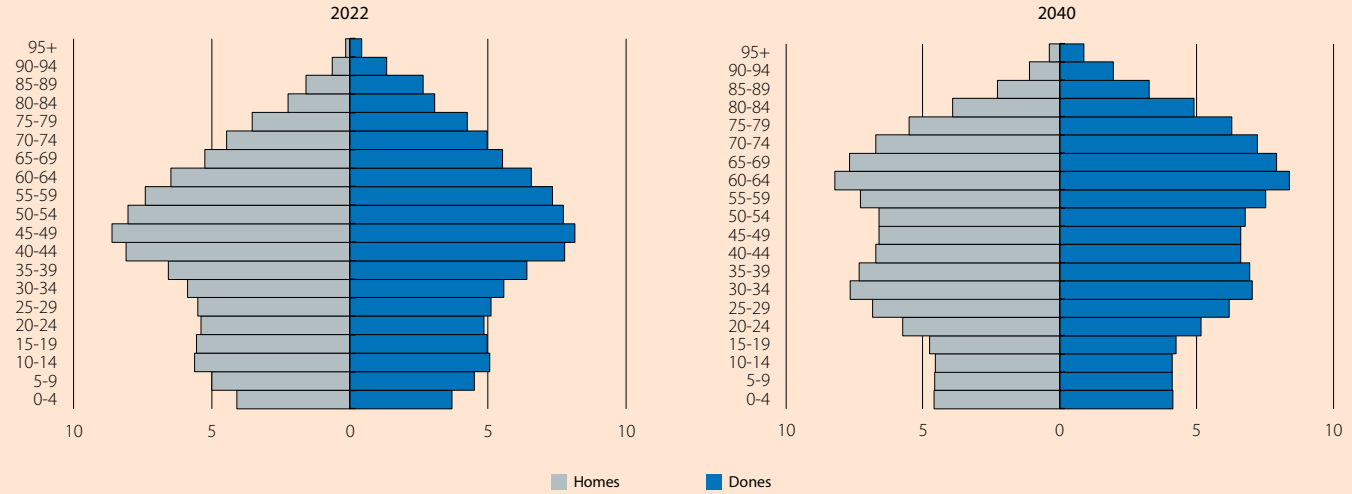
La primera cohort de *baby boomers* compleix 65 anys el 2023, i, en els propers anys, tota aquesta generació s'anirà jubilant en massa. En aquest article, estudiarem en quina situació s'acosta a la jubilació a Espanya la generació del *baby boom*, tant des del punt de vista financer com des del punt de vista emocional i de salut.

La generació del *baby boom* va néixer a Espanya entre els anys 1958 i 1975, període que es correspon amb el *boom* de la taxa de natalitat; un fenomen que, a Espanya, va succeir més tard que als EUA (1946-1964).[1] Aquests anys corresponen també a un període de canvis en termes socials, econòmics i polítics, amb el punt d'inflexió en el franquisme, que va comportar el final de l'autarquia i del Pla d'Estabilització Econòmica el 1959 fins a la crisi del petroli, la inflació alta i la mort de Franco el 1975. La marxa professional d'aquesta generació va començar en els primers anys de democràcia i es va desenvolupar en un període de modernització i de fort creixement de l'economia espanyola, tot i que també amb greus crisis econòmiques (1993, 2009).[2] La piràmide de població projectada per l'INE mostra com aquesta generació, el grup de població espanyol més nombrós, anirà superant l'edat dels 65 anys entre el 2023 i el 2040 (vegeu el primer gràfic). Aquesta generació serà, a més a més, la que viurà més anys jubilada, ja que gaudirà de la major esperança de vida als 65 anys que hagi tingut una generació fins avui, de 23 anys el 2021 per a les dones i de 19 anys per als homes. A més a més, s'espera que continuï augmentant fins a assolir els 25,5 anys el 2040 per a les dones i els 21,6 anys per als homes,[3] molt per damunt dels registres de l'any 2000 (20,5 i 16,6, respectivament, per a dones i per a homes).

Així, aquesta generació necessitarà recursos per sufragar una etapa vital cada vegada més duradora. Tot seguit, analitzem la situació financera dels *baby boomers* en acostar-se a la jubilació i la comparem amb altres generacions, així com amb la situació de generacions passades quan tenien la seva mateixa edat.[4]

En concret, els ingressos bruts de les llars amb caps de família entre els 46 i els 64 anys, llars que corresponen, en gran part, a les formades per *baby boomers*, van assolir els 39.500 euros de mitjana el 2019 (última dada disponible) i eren superiors als de la resta de grups d'edat, com sembla lògic en un perfil del cicle vital per a la generació amb més experiència laboral. No obstant això, aquest valor representa una pèrdua del –19,3% en termes reals en relació amb els ingressos de les llars amb caps de família entre els 46 i els 64 anys el 2002. La resta de grups de població en edat laboral també han patit reduccions d'ingressos en termes reals entre el 2001 i el 2019, tot i que una mica inferiors (del –25,6% per als joves de 18 a 29 anys i del –5,1% per als de 30 a 45 anys). L'únic grup poblacional que va experimentar millores en el període van ser les llars amb caps de família de més de 65 anys, gairebé tots ja jubilats, els ingressos dels quals van millorar de mitjana el 37,0% en termes reals (el 2019, van ingressar 36.800 euros).

Espanya: distribució de la població per grups d'edat, 2022 i 2040
(% sobre el total)



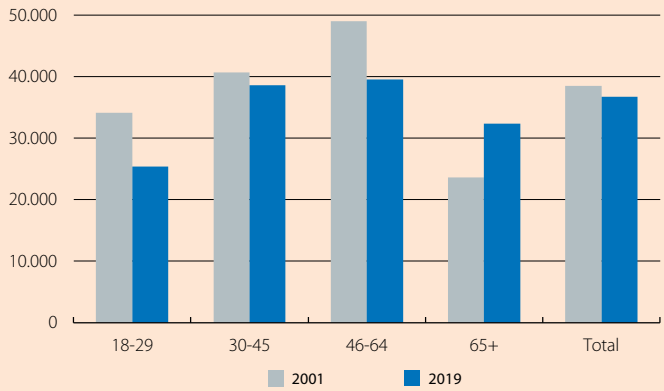
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.*

1. Vegeu Delaunay, M. (2019), «Le Fabuleux Destin des Baby-Boomers», Éditions PLON.
2. Vegeu Tortella, G. i Núñez, C. E. (2014), «El desarrollo de la España contemporánea», Alianza Editorial.
3. INE, *2021 Ageing Report*, UE.
4. Anàlisi realitzada per a les llars a partir de les dades de l'Enquesta financera de les famílies del Banc d'Espanya. Les generacions es classifiquen a partir del grup d'edat del cap de família per facilitar la comparació entre l'any 2002 i el 2020.

Així i tot, els *baby boomers* s'acosten a la jubilació amb un bon nivell de recursos econòmics acumulats. Una llar amb un cap de família de 46 a 64 anys el 2020 disposava d'una riquesa neta mitjana de 129.000 euros,[5] per damunt dels 119.500 euros en termes reals que tenia la generació de 46 a 64 anys el 2002. No obstant això, les llars amb caps de família de més de 65 anys són les que han millorat més la seva situació patrimonial entre el 2002 i el 2020: la riquesa neta mitjana de les llars amb caps de família de més de 65 anys va assolir els 191.000 euros el 2020, un nivell molt superior al dels jubilats de 20 anys enrere (el +129%). D'altra banda, els joves actuals amb prou feines han pogut acumular patrimoni, perquè compten amb una riquesa mitjana de 10.500 euros el 2020, la qual cosa representa una reculada de 24.700 euros en relació amb la situació de la generació de la mateixa edat el 2002.

*Espanya: renda anual mitjana en termes reals per grups d'edat **

(Euros del 2020)



Notes: ** Els grups d'edat de les llars es classifiquen per l'edat del cap de família. El grup de 46 a 64 anys el 2020 correspon, en la seva majoria, a* boomers. *La renda correspon a l'any anterior a l'enquesta.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc d'Espanya (Enquesta Financera de les Famílies, 2002 i 2020).*

Les diferències de riquesa entre generacions en el mateix moment del temps són lògiques, ja que són el resultat de l'acumulació de riquesa al llarg del cicle vital. No obstant això, el canvi experimentat entre el 2002 i el 2020 per a grups de la mateixa edat a cada moment indica una evolució que ha anat de molt positiva per als més grans a molt negativa per als més joves. Per a la generació de 46 a 64 anys, ha estat positiva. En primer lloc, el 2020, el nivell mitjà de riquesa d'aquestes cohorts és superior al que tenien les cohorts entre 46 i 64 anys el 2002. I, en segon lloc, la desigualtat de riquesa dins la generació *baby boom*, mesurada amb la ràtio entre la riquesa mitjana i la riquesa mediana, es va situar el 2020 en 2,2, un nivell semblant al que tenia el 2002 aquesta generació quan eren més joves (1,8) i al de la generació que tenia la seva edat el 2002 (2,1).[6]

Espanya: situació financera per grups d'edat, 2020

(% o euros del 2020, segons indicació)

	18-29	30-45	46-64	65+	Total	18-29	30-45	46-64	65+	Total
	Valor mitjà (euros 2020)					*Valor medià (euros 2020)*				
Renda anual	25.456	38.634	39.557	32.386	36.783	23.937	33.155	30.802	22.347	28.490
Riquesa neta	68.173	135.558	286.537	379.911	272.966	10.547	69.880	129.071	191.205	122.153
	Proporció de llars					*Valor medià per a les llars que en posseeixen*				
Actius										
Actius reals	50,8%	76,9%	85,3%	91,4%	84,4%	91.438	150.000	170.248	182.377	165.083
Habitatge principal en propietat	34,8%	60,8%	76,6%	83,7%	73,9%	90.030	140.000	130.000	126.813	130.000
Altres propietats immobiliàries	14,9%	33,1%	45,6%	56,8%	45,3%	99.000	96.221	85.597	98.393	92.952
Actius financers	93,9%	96,1%	96,2%	97,8%	96,6%	2.000	8.787	14.953	16.678	13.011
Comptes de pagament	90,7%	94,7%	95,0%	97,4%	95,6%	1.580	5.000	6.000	10.000	6.958
Renda variable	5,1%	8,5%	11,8%	16,6%	12,3%	4.000	4.000	5.000	10.000	6.000
Fons d'inversió	2,2%	5,2%	8,3%	11,8%	8,5%	–	5.000	20.440	41.848	25.000
Pla de pensions	3,7%	22,1%	38,9%	19,8%	27,9%	–	3.672	11.000	22.853	10.000
Passius										
Algun tipus de deute	54,8%	76,6%	67,3%	28,0%	57,1%	8.000	63.624	33.333	7.590	33.167
Deute hipotecari	14,5%	44,0%	34,6%	5,4%	27,4%	88.000	80.000	55.000	27.995	63.933
Crèdit personal	25,5%	31,7%	32,3%	13,7%	26,2%	4.809	7.000	7.225	4.000	6.790
Deute targetes crèdit	15,2%	12,3%	8,5%	3,9%	8,2%	276	800	1.180	1.000	964

Notes: *Els grups d'edat de les llars es classifiquen per l'edat del cap de família. El grup de 46 a 64 anys el 2020 correspon, en la seva majoria, a* boomers. *La riquesa neta correspon a la suma d'actius reals i financers menys els passius (deutes). La renda correspon a l'any anterior a l'enquesta.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc d'Espanya (Enquesta Financera de les Famílies, 2002 i 2020).*

5. La mitjana és més elevada, de 286.500 euros, perquè es veu influïda pels valors més alts.
6. La desigualtat de riquesa dins el mateix grup d'edat, mesurada per la ràtio entre la riquesa mitjana i la riquesa mediana, es va situar al voltant de 2 per a tots els grups d'edat tant el 2002 com el 2020, llevat del cas de la generació de 18 a 29 anys, que va passar de 2,2 el 2002 a 6,9 el 2020. Per al total de les llars, la desigualtat de riquesa el 2020 es va situar en 2,2, per sota del 2,6 de la mitjana dels països de l'OCDE. Vegeu Balestra, C. i Tonkin, R. (2018), «Inequalities in household wealth across OECD countries: Evidence from the OECD Wealth Distribution Database».

Espanya: situació financera per grups d'edat, 2002

(% o euros del 2020, segons indicació)

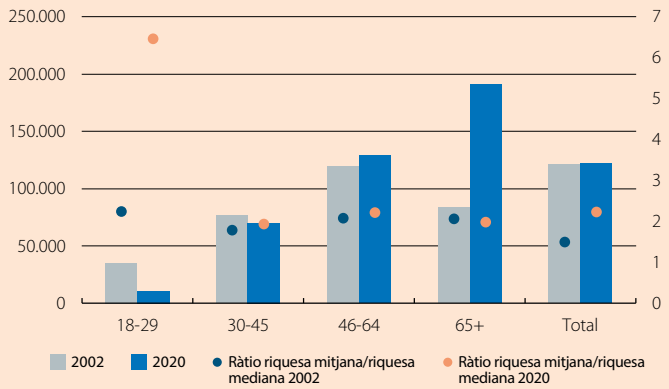
	18-29	30-45	46-64	65+	Total	18-29	30-45	46-64	65+	Total
	Valor mitjà (euros 2020)					*Valor medià (euros 2020)*				
Renda anual	34.208	40.706	49.007	23.648	38.556	28.648	32.961	36.018	16.393	28.978
Riquesa neta	79.066	137.089	248.913	172.534	181.765	35.202	76.555	119.499	83.464	121.133
	Proporció de llars					*Valor medià per a les llars que en posseeixen*				
Actius										
Actius reals	66,8%	81,4%	89,9%	88,2%	85,3%	147.606	154.235	172.098	122.798	151.422
Habitatge principal en propietat	61,5%	76,3%	84,5%	85,3%	80,7%	144.083	139.833	147.605	106.074	131.204
Altres propietats immobiliàries	15,0%	23,9%	37,9%	27,2%	29,1%	77.492	81.582	112.710	67.510	87.106
Actius financers	96,6%	98,3%	98,1%	98,8%	98,3%	2.475	4.807	7.791	4.194	5.170
Comptes de pagament	96,6%	97,3%	97,8%	98,1%	97,6%	1.547	2.117	2.624	2.603	2.456
Renda variable	6,0%	9,7%	13,8%	8,2%	10,4%	2.456	4.093	9.003	12.814	7.735
Fons d'inversió	5,8%	6,3%	8,9%	5,2%	6,9%	0	16.400	40.946	40.131	38.825
Pla de pensions	10,5%	29,6%	34,0%	3,9%	22,7%	3.343	4.982	13.188	13.552	8.203
Passius										
Algun tipus de deute	58,6%	63,3%	44,9%	11,2%	42,5%	56.078	37.466	19.397	8.187	30.281
Deute hipotecari	40,4%	40,2%	12,7%	2,7%	20,6%	65.492	45.377	35.426	22.104	43.620
Crèdit personal	22,9%	24,5%	24,2%	6,2%	19,3%	5.434	7.378	8.187	4.100	7.346

Notes: *Els grups d'edat de les llars es classifiquen per l'edat del cap de família. El grup de 46 a 64 anys el 2020 correspon, en la seva majoria, a* boomers. *La riquesa neta correspon a la suma d'actius reals i financers menys els passius (deutes). La renda correspon a l'any anterior a l'enquesta.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc d'Espanya (Enquesta Financera de les Famílies, 2002 i 2020).*

La majoria de *baby boomers* concentren la seva riquesa en l'habitatge en propietat. El 2020, el 77% de les llars amb un cap de família de 46 a 64 anys posseïen un habitatge principal en propietat, amb un valor mitjà de 130.000 euros. Gairebé una de cada dues també disposava d'altres propietats immobiliàries, amb un valor mitjà de 85.600 euros. En agregat, els actius reals representaven el 80% de la seva riquesa bruta total, mentre que els financers corresponien al 20% restant. Dins aquests últims, destaca la proporció d'aquestes llars que posseeixen plans de pensions (el 39% el 2020, +6 p. p. en relació amb el 2002), amb un valor mitjà d'11.000 euros. Els fons d'inversió representen un altre important canal d'inversió per al 8,3% de les llars amb un cap de família de 46 a 64 anys, amb un valor mitjà de 20.400 euros. La inversió en renda variable té un pes menor de la riquesa financera, ja que el valor mitjà assoleix els 5.000 euros per a l'11,8% de les llars amb un cap de família de 46 a 64 anys que hi inverteixen. El pes dels actius financers sobre el total d'actius és una mica major per als *baby boomers* (+5 p. p.) que per a les llars amb la mateixa edat el 2002, fenomen que succeeix a tots els grups d'edat, tot i que té més incidència per al de 65 anys o més (+14 p. p.). Finalment, pel que fa als passius, el 34,6% dels *baby boomers* tenen encara un deute hipotecari (amb un valor mitjà del deute de 55.000 euros), lògicament per sota del percentatge dels de 30 a 44 anys (el 44%) i molt per damunt del 5,4% dels de més de 65 anys.

Espanya: riquesa neta mediana

(Euros del 2020) *Ràtio*



Notes: *Els grups d'edat de les llars es classifiquen per l'edat del cap de família. El grup de 46 a 64 anys el 2020 correspon, en la seva majoria, a* boomers. *La riquesa neta de les llars correspon a la suma d'actius reals i financers menys els passius (deutes).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc d'Espanya (Enquesta Financera de les Famílies, 2002 i 2020).*

Però els diners no ho són tot a la vida. I sembla que la generació del *baby boom* s'acosta a la jubilació amb un nivell elevat de satisfacció amb la seva vida i amb les seves relacions personals, que qualifica de notable a notable alt (vegeu la tercera taula). A més a més, el seu nivell de salut general i de salut mental és millor que el de generacions anteriors quan tenien la seva mateixa edat. De fet, sembla que els nivells de felicitat i de vitalitat dels espanyols continuen sent considerablement bons a mesura que es fan grans. Segons un estudi sobre envelliment actiu,[7] un de cada dos espanyols de més de 60 anys es considera perso-

7. Vegeu «LLYC Bendita edad. Envejecimiento activo» (2023), estudi realitzat per LLYC i Sondea (IO Investigación) per a CaixaBank.

Espanya: nivell de satisfacció amb la vida, amb les relacions personals i amb la salut per grups d'edat
Índex

	Satisfacció amb la seva vida (0-10)		Satisfacció amb les relacions personals (0-10)		Índex de salut (0-10)		Salut mental (0-12)	
	2013	2018	2013	2018	2003	2017	2006	2017
16-29	7,3	7,7	8,1	8,5	8,7	9,1	1,2	1,0
30-44	7,0	7,6	7,8	8,3	8,4	8,7	1,4	1,2
45-65	6,7	7,2	7,7	8,2	6,1	6,7	1,6	1,4
65+	6,6	6,9	7,8	8,2	3,7	4,6	2,1	2,0

Notes: *El nivell de satisfacció va de 0 (gens satisfet) a 10 (totalment satisfet), i l'índex de salut va de 0 (molt dolenta) a 10 (molt bona), de manera que els valors més elevats indiquen una situació millor. L'índex de salut mental va de 0 (millor salut) a 12 (pitjor salut), de manera que els valors inferiors en l'índex indiquen una situació millor.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE (Enquesta de condicions de vida [2013, 2018] i Enquesta nacional de salut [2006, 2017]).*

na molt o força activa. A més a més, més del 75% consideren que, si ho comparen amb la seva joventut, mengen més saludable, viuen més tranquils i passen més temps amb les seves famílies.

En conclusió, la generació més àmplia de la societat espanyola arriba a la jubilació en una bona situació financera i emocional, millor que altres generacions amb la seva mateixa edat en el passat i a punt de començar un nou període per gaudir de la vida com a pensionista. Passem a analitzar, en els següents articles, els reptes que, en les properes dècades, pot comportar la jubilació dels *baby boomers* per al sistema de pensions.

Josep Mestres Domènech

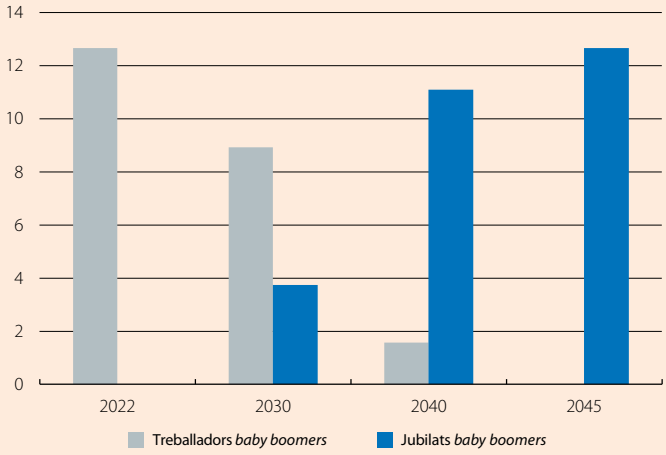
Reformar el sistema de pensions: a la recerca de la sostenibilitat

Espanya s'endinsa en un moment històric: les primeres fornades de *baby boomers* es comencen a jubilar ja enguany i continuaran accedint a la jubilació al llarg dels 17 propers anys.[1] Tenint en compte que, en les properes dècades, la població de més de 66 anys guanyarà pes i disminuirà la població en edat de treballar, és de vital importància avaluar el repte de sostenibilitat al qual s'enfronta el nostre sistema públic de pensions després de l'última reforma, tasca que han abordat diferents organismes i que analitzem en aquest article.

Segons les projeccions demogràfiques de l'INE, entre el 2023 i el 2050, la població en edat de treballar es reduirà a Espanya en més de 800.000 persones,[2] mentre que la població de més de 65 anys augmentarà en més de 6 milions. Així, el 2030, gairebé 4 milions de *baby boomers* ja gaudiran de la seva més que merescudíssima jubilació, xifra que superarà els 11 milions el 2040. Atès que el sistema espanyol de pensions públiques és un sistema de repartiment en què els cotitzadors d'avui paguen les pensions als jubilats a canvi de rebre una pensió en el futur en funció de la seva contribució present, cal preguntar-se com afectarà l'augment del pes relatiu de la població sènior la sostenibilitat del sistema i quines mesures s'estan prenent per equilibrar-lo. S'han realitzat estimacions molt diferents sobre l'impacte de la reforma de les pensions sobre el dèficit de la Seguretat Social a llarg termini, després d'aprovar-se al març la segona part d'aquesta reforma. En aquest article, ens centrarem en l'anàlisi que han dut a terme l'Autoritat Independent de Responsabilitat Fiscal (AIReF),[3] la Comissió Europea al seu *2021 Ageing Report* (AR21) i el Ministeri d'Inclusió, Seguretat Social i Migracions (MISSM).

***Espanya:* baby boomers**

(Milions de persones)



Font: *CaixaBank Research, a partir de les bases de dades demogràfiques de l'INE.*

El dèficit de la Seguretat Social ha estat, el 2022, del 0,5% del PIB,[4] amb una despesa en pensions contributives del 12,0% del PIB.[5] L'AIReF estima que la despesa en pensions contributives augmentarà en 2,8 p. p. entre el 2022 i el 2050, fins al 14,8% del PIB, per l'elevat cost de la indexació de les pensions a la inflació (+2,7 p. p.), per la derogació del factor de sostenibilitat (+0,8 p. p.)[6] i per les inèrcies de la demografia, del mercat de treball, etc. (+0,4 p. p.), factors que es veuran parcialment contrarestats pels estalvis de despesa (–1,2 p. p.), que provindran, principalment (–0,8 p. p.), de l'ajornament de la jubilació gràcies als nous incentius monetaris. L'AR21 presenta estimacions molt similars de l'impacte d'indexar les pensions a la inflació i de derogar el factor de sostenibilitat, però estima que les inèrcies per demografia, per mercat laboral, etc. afegiran a la despesa 0,7 p. p. (en lloc de 0,4 p. p.) en termes de PIB.

La segona part de la reforma del Govern ha introduït mesures centrades en l'augment dels ingressos, el gruix dels quals prové de la pujada gradual de les cotitzacions socials. Aquesta pujada de les cotitzacions recaurà, principalment, sobre les rendes altes, sense que les pensions més altes creixin al mateix ritme.[7] Segons l'AIReF, els ingressos augmentarien en 1,3 p. p. de PIB el 2050, per sota dels 2,8 p. p. de major despesa. D'aquests 1,3 p. p., 0,8 punts vindrien de l'esmentat augment de les cotitzacions socials i 0,5 punts del nou règim de cotització dels autònoms.

El MISMM, per la seva banda, utilitza una projecció més optimista: la despesa en pensions contributives augmentaria en prop d'1,5 p. p. de PIB, gairebé fins al 13,5% del PIB el 2050, uns 1,3 p. p. menys que l'AIReF.[8] En concret, la indexació de les pensions a la inflació i la millora de les pensions mínimes, la derogació del factor de sostenibilitat i les inèrcies augmentarien la despesa en gairebé 3 p. p. de PIB, però els estalvis per la jubilació ajornada permetrien uns estalvis en la despesa d'1,5 p. p. de PIB. Pel costat dels ingressos, projecten una millora d'1,5 p. p. en termes de PIB el 2050.[9] Aquest augment dels ingressos és molt similar a l'increment de la despesa, de manera que el dèficit no creixeria.

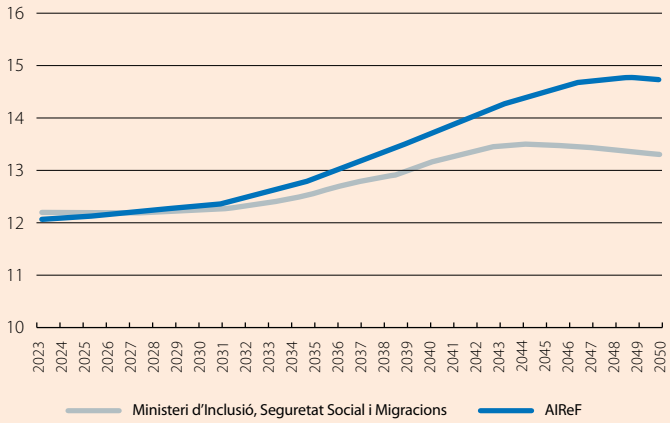
Un dels dos factors principals que explica les diferències entre aquestes projeccions és l'escenari macroeconòmic subjacent: el del MISSM és més optimista, amb un creixement mitjà anual del PIB real de l'1,9% el 2023-2050, 6 dècimes més que l'AIReF i 4 dècimes més que l'AR21, ja que incorpora un impacte durador i substancial sobre el creixement potencial de les reformes i de les inversions del Pla

1. Recordem que els *baby boomers* es defineixen com les cohorts nascudes entre el 1958 i el 1975.
2. Fa referència a la població entre els 16 i els 64 anys. Es tracta d'una caiguda molt inferior a la de les últimes projeccions demogràfiques de l'AIReF, que la situa per damunt dels 3 milions. La principal raó de la diferència és que l'INE projecta uns fluxos migratoris anuals nets de més de 300.000 persones el 2023-2050, mentre que l'AIReF els redueix a 229.000.
3. Vegeu AIReF, «Opinión sobre la sostenibilidad de las administraciones públicas a largo plazo: la incidencia de la demografia», Opinió 1/23.
4. El mateix registre que s'espera el 2023 segons els Pressupostos Generals de l'Estat.
5. I el 13,5% del PIB si incloem les classes passives (pensions de servidors públics) i les no contributives (incapacitat, viduïtat, etc.).
6. Aquest mecanisme vinculava de forma automàtica l'augment de la pensió a l'esperança de vida, la qual cosa assegurava l'equilibri dels comptes de la Seguretat Social a llarg termini, però comportava una retallada en la pensió inicial en un rang que anava del 2% per a una persona que tingui avui 60 anys al 10% per a una persona que tingui avui 25 anys.
7. La major proporció de l'increment del gravamen recaurà, segons l'AIReF, sobre les rendes salarials superiors a 54.000 euros (el 65% del cost de la reforma), a causa, fonamentalment, de l'augment de les bases màximes de cotització.
8. Vegeu la diapositiva 18 de l'Informe sobre la modernización del sistema de pensiones del MISMM del març del 2023.
9. 1,1 p. p. per l'alça de les cotitzacions socials i 0,4 p. p. pel nou règim dels autònoms.

de Recuperació de l'NGEU. Aquest major creixement econòmic s'alimenta[10] d'un creixement mitjà de la productivitat laboral el 2023-2050 de l'1,5% (4 dècimes més que l'AIReF i 1 més que l'AR21), d'uns fluxos migratoris nets anuals de 308.000 persones el 2023-2050 (en relació amb els 229.000 de l'AIReF i amb els 182.000 de l'AR21), d'una reducció de la taxa d'atur fins al 5,5% el 2050 (en relació amb el 7% de l'AIReF i amb el 7% de l'AR21)[11] i d'una taxa de participació de la població entre els 20 i els 64 anys del 84% el 2050 (el 82% a l'AR21).[12] Aquestes diferències en els supòsits macroeconòmics i demogràfics tenen un impacte substancial sobre la despesa en percentatge del PIB. En concret, l'escenari macroeconòmic del MISMM és relativament similar a un escenari alternatiu de l'AIReF més optimista, en què considera un creixement mitjà del PIB de l'1,6% el 2023-2050, amb una convergència a una taxa d'atur del 5,0% el 2050 i uns fluxos migratoris nets anuals de 271.000 persones. En aquest escenari alternatiu de l'AIReF, la despesa en pensions el 2050 seria 1,3 punts inferior a la del seu escenari base; és a dir, la despesa creixeria només en 1,5 p. p., un augment molt similar al dels ingressos (+1,3 p. p.).

*Espanya: projeccions de la despesa en pensions contributives **

(% del PIB)



Notes: ** Aquestes despeses ja tenen en compte els estalvis pels incentius a la jubilació ajornada. S'exclouen la despesa en pensions de classes passives, que representaria, aproximadament, una mica més d'1 punt addicional de PIB al llarg del període, i la despesa en pensions no contributives, que representaria 2-3 dècimes addicionals.*
Font: *CaixaBank Research, a partir dels gràfics de la Comissió del Pacte de Toledo i de l'AIReF.*

El segon factor que cal tenir en compte és l'impacte dels incentius monetaris per ajornar la jubilació:[13] segons l'AIReF, permetran uns estalvis en la despesa en pensions del 0,8% del PIB el 2050, pel fet que el 30% dels treballadors ajornaran la jubilació tres anys o fins que compleixin els 68 anys.[14] En canvi, el MISMM estima que aquests incentius comportaran uns estalvis en la despesa de l'1,5% del PIB el 2050, la qual cosa implicaria que el 55% dels treballadors ajornés la jubilació tres anys o es jubilés als 68 anys.

A causa de l'elevada incertesa que envolta l'evolució macroeconòmica del país en els 30 propers anys, la reforma estableix que l'AIReF revisarà el seu impacte cada tres anys a partir del 2025 i que caldrà prendre mesures (per defecte, increments addicionals del Mecanisme d'Equitat Intergeneracional, una cotització social extra que, a partir del 2029, ja serà de l'1,2% sobre tots els salaris) si la despesa total en pensions públiques, en la mitjana 2022-2050,[15] supera un llindar que l'AIReF va situar, de manera preliminar en la seva avaluació de la reforma, en el 14,3% del PIB. D'entrada, l'AIReF preveu que se superi el límit de despesa, la qual cosa comportaria mesures addicionals ja el 2025, ja que estima que la despesa en pensions el 2022-2050 seria, en el seu escenari base, del 15,1% del PIB i, en l'optimista, del 14,5% del PIB. El Banc d'Espanya, per la seva banda, també veu molt probable que siguin necessàries més mesures ja el 2025.[16] En canvi, el Govern és més optimista i projecta, al Programa d'Estabilitat 2023-2026 publicat al final d'abril, una despesa total mitjana en pensions del 14,0% del PIB el 2022-2050, la qual cosa faria innecessària la introducció de noves mesures.

Espanya: supòsits macroeconòmics subjacents de les projeccions de la despesa en pensions

	MISSM	AIReF	*2021 Ageing Report*
Creixement del PIB real 2023-2050	1,9%	1,3%	1,5%
Creixement de la productivitat per hora treballada 2023-2050	1,5%	1,1%	1,4%
Creixement de l'ocupació (hores) 2023-2050	0,4%	0,2%	0,1%
Fluxos migratoris nets 2023-2050	308.000	229.000	182.000
Taxa de participació 2050 *	84,0%	68,4%	82,0%
Taxa d'atur 2050 **	5,5%	7,0%	7,0%

Notes: ** La taxa de participació de l'AIReF no és comparable amb la del MISSM ni amb la de l'AR21, ja que utilitza un rang entre els 15 i els 74 anys, mentre que les del MISSM i de l'AR21 utilitzen un rang entre els 20 i els 64 anys. ** La taxa d'atur de l'AIReF utilitza un rang entre els 15 i els 74 anys; la de l'AR21, entre els 20 i els 64 anys, i, en la del MISSM, no s'especifica el rang.*
Font: *CaixaBank Research, a partir d'estimacions del MISSM, de l'AIReF, del* 2021 Ageing Report *i de Fedea.*

En definitiva, malgrat que no existeixen les solucions màgiques per consolidar la sostenibilitat del nostre sistema de pensions, es disposa d'un marge d'actuació considerable, i la tasca serà més senzilla si es materialitza un escenari econòmic favorable. Perquè així sigui, serà clau impulsar la productivitat mitjançant reformes vinculades a l'NGEU i propiciar una economia més verda i digital que permeti assolir un creixement potencial dinàmic i sostingut.

Javier Garcia-Arenas i David del Val

10. Els supòsits sobre els fluxos migratoris, sobre la taxa d'atur i sobre la taxa de participació del MISSM s'han recollit a De la Fuente, Á., «Los efectos presupostarios de la reforma de pensiones de 2021-23: iii) impacto total y cláusula de salvaguarda del MEI», Estudios sobre la Economía Española, 23/13, Fedea.
11. En rigor, no són del tot comparables: la taxa d'atur de l'AIReF utilitza un rang entre els 15 i els 74 anys; la de l'AR21, entre els 20 i els 64 anys, i, a la del MISSM, no s'especifica el rang, tot i que, presumiblement, és també entre els 20 i els 64 anys.
12. La taxa de participació és la població activa (ocupats i aturats) entre la població total. L'estimació de l'AIReF no és comparable, ja que dona la taxa de participació entre els 15 i els 74 anys.
13. El 4% d'augment de pensió per any extra treballat amb posterioritat a l'edat de jubilació o, com alternativa a l'augment del 4%, una quantitat fixa en jubilar-se (exemple: pensió màxima i més de 44,5 anys cotitzats: 12.060 euros per cada any extra). Es podran combinar les dues fórmules.
14. 68 anys és la nova edat mínima per permetre la jubilació forçosa per conveni col·lectiu. En l'actualitat, només el 5,4% dels treballadors espanyols ajornen la jubilació.
15. Amb les classes passives i les pensions no contributives, les dues finançades amb els Pressupostos.
16. Vegeu el seu *Informe Anual 2022*, publicat al maig del 2023.

De quines formes s'ha garantit la sostenibilitat en altres sistemes de pensions?

Reformar el sistema de pensions per millorar-ne la sostenibilitat és un repte majúscul a tot Europa, en un context caracteritzat per la jubilació d'una generació tan àmplia com la dels *baby boomers*, i, malgrat que els economistes disposem d'eines per avaluar si una reforma pot millorar aquesta sostenibilitat, de cara al futur la incertesa és elevada.[1] En aquest article, explorem algunes reformes de pensions d'altres països que, segons la literatura econòmica i diversos organismes internacionals, han trampejat millor aquesta incertesa.

Comencem pensant com avaluar la sostenibilitat d'un sistema de pensions. Un sistema públic de pensions és sostenible, segons la definició de l'FMI,[2] si, sota les actuals polítiques, les projeccions demogràfiques i un escenari macroeconòmic conservador, permet finançar en les properes dècades la despesa en pensions sense tensionar els comptes públics ni, per tant, deteriorar l'estabilitat macroeconòmica. En altres paraules: es tracta d'equilibrar, a mitjà termini, els ingressos que financen les prestacions i les despeses. Les dues vies, ingressos i despeses, s'han de compassar.

Centrant-nos, primer, en la via de la despesa, existeixen quatre grans palanques amb les quals es pot mantenir continguda la despesa en pensions. Així, segons les variables a les quals afectin, podem classificar-les com: una palanca demogràfica (la ràtio de població amb edats per damunt de l'edat de jubilació dividida entre la població més gran de 16 anys); una altra relativa a la taxa de cobertura (la ràtio entre el nombre de pensionistes i la població amb edats per damunt de l'edat de jubilació); una tercera relacionada amb la salut del mercat laboral, reflectida en la taxa d'ocupació (el nombre d'empleats entre la població més gran de 16 anys), i una última relacionada amb la quantia relativa de les pensions (mesurada, generalment, amb la taxa de substitució: la ràtio entre la pensió mitjana i el salari mitjà).[3] Totes aquestes palanques s'interrelacionen i creen sinergies, de manera que és clau calibrar l'impacte d'accionar cadascuna d'elles per separat o de forma conjunta.

Les dues primeres palanques, la demogràfica i la relativa a la cobertura del sistema, són complementàries. Malgrat que hi ha múltiples maneres d'accionar-les, en funció de les ambicions i de les restriccions d'un estat del benestar modern (entre les primeres, l'aspiració d'assistir totes les persones dependents i, entre les segones, la dificultat de fomentar la natalitat i l'efecte retardat d'aconseguir-ho), la manera de fer-ho amb més rapidesa i amb més encert és mitjançant la modificació de l'edat de jubilació. Incrementar-la comporta equilibrar el balanç entre treballadors i pensionistes. A més a més, aquesta mesura millora l'equitat intergeneracional en societats com les occidentals, on l'esperança de vida ha augmentat i la natalitat ha caigut de manera considerable.

Alguns països del nostre entorn han recalibrat l'edat de jubilació amb l'esperança de vida de manera automàtica. En concret, així ho han fet 7 dels 38 països de l'OCDE, tots ells europeus (vegeu la primera taula).[4] En quatre d'ells (Dinamarca, Estònia, Grècia i

L'edat de jubilació està vinculada a l'esperança de vida a set països de l'OCDE

	Augment de l'edat de jubilació en proporció a l'augment de l'esperança de vida	Necessitat d'aprovació parlamentària de l'augment de l'edat de jubilació	Regla basada en l'esperança de vida a l'edat de:	Anys entre revisions de l'edat de jubilació	Termini entre la fixació de la nova edat de jubilació i la seva entrada en vigor	Increment mínim per revisió de l'edat de jubilació	Increment màxim per revisió de l'edat de jubilació	L'edat de jubilació disminueix si cau l'esperança de vida
Dinamarca	1	•	60	5	15 anys	6 mesos	1 any	
Estònia	1		65	1	2 anys	1 mes	3 mesos	•
Finlàndia	2/3		65	1	3 anys	1 mes	2 mesos	•
Grècia	1		65	3	Màx. 1 any	No	No	•
Itàlia	1		65	2	2 anys	1 mes	3 mesos	
Països Baixos	2/3		65	1	5 anys	3 mesos	3 mesos	
Portugal	2/3 *		65	1	2 anys	1 mes	No	•

Nota: ** Per a una persona amb més de 40 anys cotitzats, l'edat normal de jubilació només augmenta la meitat de l'esperança de vida.*
Font: *CaixaBank Research, a partir del* Pensions at a Glance 2021 *de l'OCDE.*

1. Vegeu l'article «Reformar el sistema de pensions: a la recerca de la sostenibilitat», en aquest mateix *Informe Mensual*.
2. Vegeu «Technical Notes and Manuals», IMF Engagement on Pension Issues in Surveillance and Program Work, Fiscal Affairs Department and Strategy, Policy, and Review Department, TNM/2022/004.
3. Vegeu, entre d'altres, el *2021 Ageing Report* de la Comissió Europea o el *Pensions at a Glance 2021* de l'OCDE. En aquest article, se segueix la descomposició del següent article: Martín M. A. i Ramos. R. (2023), *El gasto en pensiones en España en comparativa europea*, Boletín Económico del Banco de España, 2023/T1, 09.
4. Vegeu *Pensions at a Glance 2021*, de l'OCDE.

Revaloració a Europa de les pensions en funció de regles automàtiques vinculades a l'evolució del mercat laboral o a la demografia

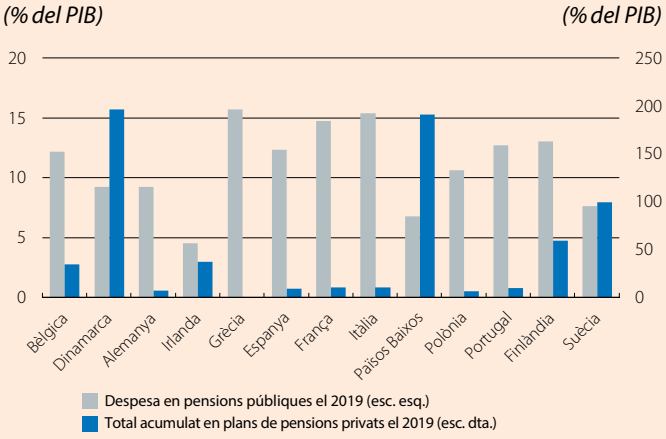
País	Variable subjacent de la regla	Pes de la variable subjacent per a la revaloració (%)
Estònia	Ingressos per cotitzacions	80% (+20% inflació)
Grècia	PIB nominal	És la menor de dues opcions: inflació o 50% inflació+50% creixement PIB nominal
Lituània	Massa salarial	100%
Portugal	PIB real	Ha d'estar entre inflació –0,75% i inflació +20% del creixement del PIB real
Alemanya	Ràtio entre cotitzadors i pensionistes	Parcial (depèn també del creixement salarial i de canvis de tipus de cotització)
Suècia	(1+creixement mitjà salari nominal)/1,016	100% en absència de desequilibris financers en el sistema de comptes nocionals del sistema de pensions *

Nota: ** Els comptes nocionals són un sistema de repartiment en què les pensions es calculen en funció de les cotitzacions acumulades, dels rendiments generats i de l'esperança de vida.*
Font: *CaixaBank Research, a partir del* Pensions at a Glance 2021 *de l'OCDE.*

Itàlia), la translació de l'augment és completa –és a dir, per cada any que augmenta l'esperança de vida, l'edat de jubilació s'ajorna en la mateixa quantia– i, en els altres tres (Finlàndia, els Països Baixos i Portugal), està atenuada –per cada any que augmenta l'esperança de vida, l'edat de jubilació s'ajorna vuit mesos. El funcionament de la regla és similar als set països: cada cert període de temps, es revisa l'edat de jubilació en funció dels canvis en l'esperança de vida als 65 anys. D'altra banda, com l'augment de l'esperança de vida en un país no és igual per a tots els grups socioeconòmics, l'augment homogeni de l'edat de jubilació té necessàriament un impacte redistributiu. Aquest problema s'ha intentat mitigar en el sistema de pensions danès, oferint, per exemple, un complement econòmic a la pensió pública als pensionistes amb menys riquesa (per haver treballat menys anys o per haver percebut salaris més baixos); com, a Dinamarca, el sistema públic de pensions busca garantir un nivell mínim d'ingressos a tots els pensionistes, aquest complement serveix per compensar les persones que, segons es comprova estadísticament, solen tenir també una esperança de vida més curta.[5]

Seguint amb les polítiques de despesa, les palanques relatives a la quantia de les pensions i al mercat laboral també són complementàries. La sostenibilitat del sistema de pensions depèn, en gran part, de la relació entre les pensions públiques i el nivell salarial de l'economia, i també d'algunes polítiques laborals, com les de foment de l'ocupació i de la productivitat. Així, la sostenibilitat es reforça quan les pensions no creixen per damunt dels salaris i millora a mesura que l'economia crea més llocs de treball (al seu torn, com més productius, millor). Per aconseguir-ho, sis països de la UE vinculen de manera automàtica la revaloració de les pensions a variables macroeconòmiques relacionades amb l'evolució del mercat laboral o a variables demogràfiques (vegeu la segona taula). En concret, a Estònia, l'augment de les pensions depèn parcialment del que augmentin els ingressos per cotitzacions socials; a Grècia, depenen parcialment del creixement del PIB nominal; a Lituània, depenen completament del creixement de la massa salarial, i, a Portugal, parcialment del creixement del PIB real. Alemanya, per la seva banda, fixa la pensió inicial i les revaloracions en funció d'un sistema de punts que té en compte el creixement dels salaris, els canvis en el tipus de cotització i l'evolució de la ràtio entre pensionistes i cotitzadors, mentre que Suècia revalora anualment les pensions sobre la base del creixement del salari nominal mitjà, sempre que sigui superior a l'1,6% (si és inferior, les pensions disminueixen), tot i que ho ajusta si hi ha desequilibris en el balanç actuarial del sistema. A més a més, a Finlàndia i a Portugal, la quantia de la pensió inicial està vinculada de forma automàtica a l'evolució de les dades de mortalitat i d'esperança de vida, respectivament.

Europa: despesa en pensions públiques i total acumulat en fons de pensions privats



Nota: *La dada sobre els fons de pensions de Dinamarca és del 2018 (última disponible).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del* 2021 Ageing Report *per a les pensions públiques i del Banc Mundial per als plans de pensions privats.*

Una altra palanca utilitzada a molts països per mitigar les pressions sobre els sistemes públics de pensions és complementar-los amb sistemes complementaris privats, ja siguin d'empresa o personals.[6] En concret, tal com observem al gràfic, economies com

5. Vegeu Weber, D. i Loichinger, E. (2022), «Live longer, retire later? Developments of healthy life expectancies and working life expectancies between age 50-59 and age 60-69 in Europe», Eur J Ageing 19, 75–93; Álvarez, J.-A., Kallestrup-Lamb, M. i Kjærgaard, S. (2021), «Linking retirement age to life expectancy does not lessen the demographic implications of unequal lifespans», Insurance: Mathematics and Economics, 99, pàgs. 363–375.
6. Per a més detalls sobre el pilar de l'estalvi privat, vegeu l'article «Com aconseguir que els nostres biaixos cognitius juguin a favor d'augmentar l'estalvi privat en pensions», en aquest mateix *Informe Mensual.*

Dinamarca i els Països Baixos tenen una despesa en pensions públiques, en percentatge del PIB, inferior a la dels països del sud d'Europa, però, en canvi, es fan aportacions molt superiors als plans de pensions privats en percentatge del PIB. En aquests països, en ser per llei gairebé obligatori participar en un fons de pensions privat, entre el 93% i el 100% dels individus en edat de treballar disposen d'aquesta modalitat d'estalvi. Així mateix, les pensions públiques als Països Baixos i a les economies escandinaves són, generalment, de menor quantia, en relació amb els salaris, que als països del sud d'Europa. No obstant això, amb l'estalvi en la despesa pública que aconsegueixen per aquesta banda, també són capaços d'oferir àmplies xarxes de seguretat en la vellesa i més complements a la pensió per a les persones amb menys recursos. En general, aquests sistemes s'han demostrat eficaços a l'hora de reduir la despesa pública, la desigualtat i la pobresa en la vellesa.[7]

Pel que fa als ingressos que financen els sistemes de pensions, és fonamental tenir present que es poden aconseguir augments similars d'ingressos de diferents formes, que, al seu torn, tindran diferents impactes sobre l'economia. El finançament de les pensions mitjançant les cotitzacions socials és força comú als països europeus, i és la característica principal dels sistemes de pensions contributius. No obstant això, es debat fins a quin punt es podria finançar una part de les pensions per la via dels impostos. En particular, la Comissió Europea ha recomanat a alguns països, com Alemanya, que, si ofereixen noves prestacions no contributives del sistema de pensions, aquestes prestacions no es financin amb més cotitzacions socials.[8] En aquest sentit, un grup d'economistes del banc central (Bundesbank) ha documentat que una política que substituís una part del finançament del sistema de pensions realitzada a través de cotitzacions socials amb impostos al consum tindria efectes macroeconòmics majoritàriament positius.[9] Malgrat que, a la UE, hi ha diversos models per finançar els sistemes de pensions, el suggeriment de la Comissió s'aplica de forma habitual: tots els països europeus disposen de xarxes de seguretat per a la vellesa, finançades generalment amb impostos, i molts també tenen components de pensions bàsiques i mínimes finançats sovint amb impostos. També hi ha algun exemple, com Dinamarca, en què el sistema públic de pensions es finança del tot amb impostos, i no amb cotitzacions socials.[10]

David del Val i Javier Garcia-Arenas

7. Martínez, S. R. i Soto, M. (2021), «Pension Reforms in Europe: how far have we come and gone», IMF Departmental Papers, 2021(016), A001; Andersen, Torben M. *et al.* (2022), «Pension reform and wealth inequality: evidence from Denmark», Centre for Economic Policy Research.
8. Recomanació del Consell sobre el Programa Nacional de Reformes del 2014 d'Alemanya, per la qual s'emet un dictamen del Consell sobre el Programa d'Estabilitat d'Alemanya del 2014. COM(2014) 406 final.
9. Canviar els impostos al treball pels impostos al consum trasllada de forma parcial la càrrega fiscal dels productors nacionals als estrangers, la qual cosa reduiria els costos de la producció nacional i generaria efectes macroeconòmics interns positius. Així mateix, aquesta política augmentaria els costos del consum domèstic, ajornaria, parcialment, la càrrega fiscal de les llars fins a la jubilació, i comportaria un major estalvi, tot i que, durant la transició d'un sistema a l'altre, s'empitjoraria la situació dels jubilats i de les llars pròximes a la jubilació. Vegeu Ruppert, K., Schön, M. i Stähler, N. (2021), «Consumption Taxation to Finance Pension Payments», Deutsche Bundesbank Discussion Paper, núm. 47/2021.
10. Vegeu Comissió Europea (2021), «The 2021 ageing report – Economic & budgetary projections for the EU Member States (2019-2070)», Publications Office; Martínez, S. R. i Soto, M. (2021), «Pension Reforms in Europe: how far have we come and gone», IMF Departmental Papers, 2021(016), A001.

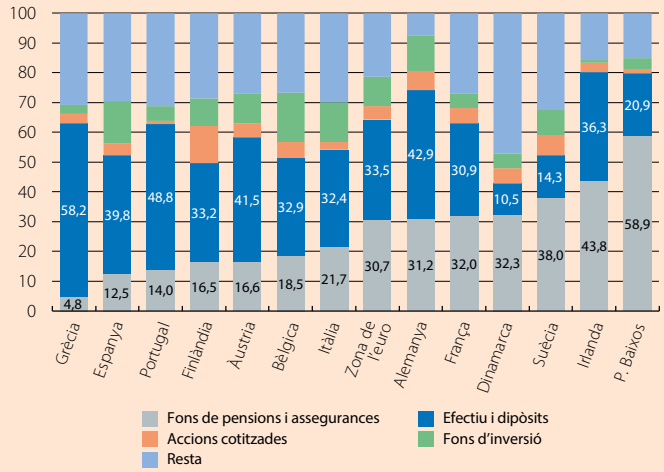
Com aconseguir que els nostres biaixos cognitius juguin a favor d'augmentar l'estalvi privat en pensions

El sistema públic de pensions, pilar fonamental de l'estat del benestar, presenta un conjunt de reptes notables tant a Espanya com a Europa en un context caracteritzat per la jubilació de la generació del *baby boom*. De fet, gairebé el 60% dels ciutadans europeus majors d'edat reconeixen que estan preocupats per si tindran prou diners en la jubilació.[1] No obstant això, en els últims anys, no s'ha produït un augment significatiu de les taxes d'estalvi: la de la zona de l'euro el 2010-2019 va ser del 12,5% (el 7,4% a Espanya), inferior al 13,3% del 2000-2009 (el 9,1% a Espanya). Es pot destacar el cas d'Alemanya, l'economia de la zona de l'euro amb la taxa d'estalvi més elevada, la qual, a més a més, ha anat a l'alça (el 17,5% el 2010-2019 *vs.* el 16,8% el 2000-2009).

A més a més, la composició de l'estalvi financer de les llars europees mostra un perfil conservador a la majoria de països, amb una preferència clara pels dipòsits, que representen entre el 20% i el 40% del total d'actius financers. En canvi, el pes de l'estalvi en fons de pensions privats i en assegurances de jubilació és força desigual per països i està condicionat per la taxa de substitució de les pensions públiques.[2] S'observa que, a mesura que augmenta la taxa de substitució de les pensions públiques, es redueix el percentatge de treballadors amb plans privats de pensions: a Dinamarca i als Països Baixos, les taxes de substitució públiques es troben entre les més baixes de la UE, i, en ser per llei gairebé obligatori participar en un fons de pensions privat, entre el 93% i el 100% dels individus en edat de treballar disposen d'aquesta modalitat d'estalvi, la qual aporta gairebé el 60% de la pensió percebuda a la jubilació. En canvi, a Espanya, amb una de les taxes de substitució públiques més elevades d'Europa (prop del 74%), s'observa que el percentatge de la població en edat de treballar amb plans de pensions gairebé no ha variat des del 2005 i és inferior al 30%.[3]

Distribució dels actius financers de les famílies

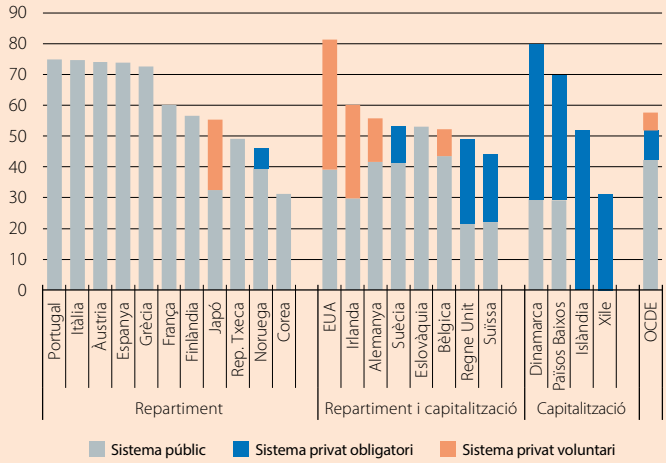
(% del total d'actius) 4T 2022



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del BCE.*

*Taxa bruta de substitució de les pensions públiques i privades **

Pensió a rebre com a percentatge de l'últim salari rebut



Nota: ** La taxa de substitució es calcula amb la pensió i el salari mitjans. Per bruta ens referim a abans d'impostos.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del* Pensions at a Glance 2021, *OCDE.*

El que ens ensenya l'economia conductual sobre la nostra manera d'estalviar

Sovint, les persones que es poden permetre estalviar, tot i estar preocupades per la seva situació financera en la jubilació, no destinen *motu proprio* una quantitat substancial dels ingressos a productes d'estalvi a llarg termini, com poden ser els plans o les assegurances de pensions. Com pot ser que l'ésser humà tingui un comportament tan contradictori o, fins i tot, irracional? Doncs, precisament, perquè és humà.

Durant milions d'anys, el nostre cervell va evolucionar fins a convertir-se en l'òrgan actual, que amb prou feines representa el 2,0% del pes mitjà d'un humà, però que consumeix el 25% de l'energia diària. Atès el repte que representava per als nostres ancestres trobar aliments, el seu cervell no podia estar permanentment concentrat, de manera que tenir un cervell «mandrós» era una qüestió de supervivència. Això explica que el

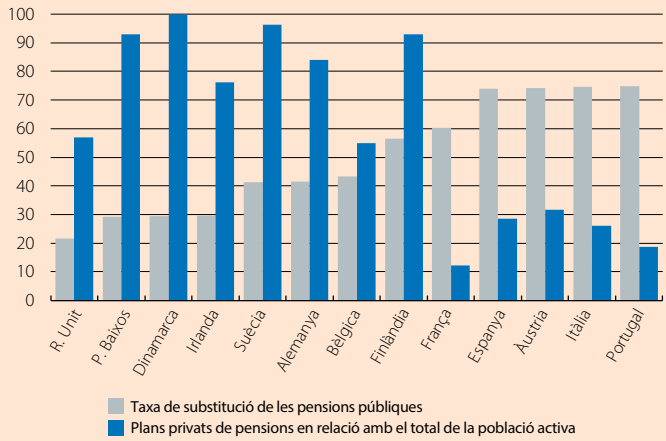
1. Segons l'European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA).
2. La taxa de substitució, o de reemplaçament, mostra quant representa la pensió (pública o pública i privada) percebuda en la jubilació en relació amb l'últim salari rebut.
3. D'altra banda, se sol començar tard a estalviar, la qual cosa limita els estalvis que es poden acumular per a la jubilació. A Espanya, el 25% de les llars amb un cap de família entre els 35 i els 44 anys compten amb un pla o amb una assegurança d'estalvi, i el percentatge augmenta fins a gairebé el 39% entre els 45 i 64 anys (Enquesta Financera de les Famílies 2020, Banc d'Espanya).

nostre cervell tingui dos sistemes de pensament: el sistema automàtic, instal·lat al sistema límbic (impulsiu, inconscient...), i el sistema reflexiu, localitzat a l'escorça prefrontal (planificador, controlador...).

El sistema automàtic ens genera una sèrie de biaixos (cognitius o emocionals) que dificulten prendre decisions «racionals». L'economia del comportament incorpora aquesta idea que els agents no prenen les decisions de manera totalment racional (com tradicionalment ha succeït en la teoria econòmica), sinó que ho fan determinats per les emocions i per diferents tipus de biaixos.

Taxa bruta de substitució de les pensions públiques i població amb plans privats de pensions

(%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del* Pensions at a Glance 2021, *OCDE.*

Alguns biaixos són determinants a l'hora de planificar el nostre estalvi. Destaquen la falta d'autocontrol (massa temptacions en el present que ens impedeixen estalviar); l'aversió a la pèrdua (ens afecta més que una inversió hagi tingut un any amb pèrdues que els guanys acumulats durant anys per aquesta mateixa inversió); la creació de comptes mentals (organitzem els nostres diners en diferents categories de despesa o d'ingressos, no intercanviables), o l'*statu quo* i la inèrcia (preferència per mantenir-se en la situació actual). Aquests biaixos contribueixen a aixecar tres importants barreres que ens impedeixen «activar» el nostre cervell racional per pensar en la jubilació: no ens veiem grans i ens costa identificar-nos amb el nostre jo del futur; valorem molt més les nostres necessitats presents que les futures, i patim una certa miopia avaluant quines seran les nostres necessitats en envellir.

No obstant això, aquests comportaments inherents a la nostra condició humana es poden modificar, o es poden adaptar, tal com ho mostren els descobriments de l'economia conductual, que confirmen que les decisions dels individus estan molt condicionades per la forma com se'ls presenten les opcions disponibles. Es tracta, doncs, d'«aprofitar» els biaixos cognitius de l'ésser humà per donar als individus un *nudge* o una «empenteta» i aconseguir, així, que la seva elecció final sigui l'adequada, però respectant, al mateix temps, la seva llibertat d'elecció, ja que les alternatives disponibles ni s'eliminen ni es bloquegen.[4] Per tant, l'economia conductual presenta mètodes que poden ser utilitzats per les Administracions públiques per orientar les decisions dels ciutadans.[5]

El Regne Unit, un exemple pròxim que confirma que l'aplicació de les teories conductuals funciona

El sistema de pensions del Regne Unit era mixt des de mitjan segle XX: comptava amb un sistema públic de repartiment i amb un sistema privat de pensions. No obstant això, les tendències i les projeccions demogràfiques venien alertant que el sistema públic de pensions presentava problemes de sostenibilitat. A més a més, el sistema privat no podia compensar la situació, ja que les aportacions i el nivell d'estalvi s'havien anat reduint de forma gradual.

Per aquest motiu, el 2008, es va aprovar una nova llei de pensions que incloïa l'adopció de l'*automatic enrolment*. Segons aquest mecanisme, els empresaris han d'inscriure de manera automàtica en un pla de pensions privat[6] (els anomenats plans de pensions d'empresa o d'ocupació, complementaris a la pensió pública) els treballadors que compleixin uns certs requisits,[7] tot i que l'empleat disposa d'un mes de termini per sortir del sistema. Addicionalment, cada tres anys, les empreses han de reinscriure de forma automàtica els treballadors que hagin optat per desvincular-se. El sistema es va activar el 2012 i, durant els sis anys següents, es va anar implementant de manera gradual a totes les empreses britàniques.

4. Les tècniques de *nudge* (empenta suau o copet, en la traducció al català) impliquen actuacions de reforç positiu i amb suggeriments indirectes per influir en el comportament i en la presa de decisions. Aquestes eines van ser analitzades pel Nobel d'Economia Richard Thaler, juntament amb Cass Sunstein, en la seva obra «Una petita empenta: l'impuls que necessites per prendre millors decisions sobre salut, diners i felicitat», del 2008.
5. Cass Sustein va publicar el 2014 el seu assaig «Nudging: A Very Short Guide», en què es proposaven 10 tècniques aplicables als programes de polítiques públiques per ajudar els individus a prendre les millors decisions.
6. Les aportacions a aquests fons de pensions privats es calculen sobre el salari pensionable. Des del 2019, corresponen el 3% a l'empresari, el 4% al treballador i l'1% a l'Estat. D'altra banda, només el 9% dels treballadors van exercir el seu dret a abandonar el sistema.
7. Han de tenir, com a mínim, 22 anys, guanyar més de 10.000 lliures a l'any (xifra que es revisa anualment), treballar de forma habitual al Regne Unit i no ser ja partícip d'un altre pla d'ocupació.

Les xifres confirmen l'èxit de la iniciativa: si, el 2013, només el 32% dels treballadors britànics del sector privat disposaven d'un pla de pensions d'empresa, aquest percentatge es va enfilar fins al 75% el 2019. Gràcies a això, la taxa de substitució total de les pensions va assolir el 2021 el 49%, en relació amb el 22% que oferiria només comptar amb una pensió pública. A més a més, el volum d'actius en plans de pensions privats s'ha duplicat amb escreix i, el 2021, representava més del 120% del PIB, en relació amb el 73% previ a l'*automatic enrolment*.

El desafiament titànic de treure partit dels nostres biaixos

El del Regne Unit és només un dels exemples que confirmen que les tècniques de l'economia conductual funcionen. Altres casos d'èxit els trobem als EUA, amb el programa *Save More Tomorrow* (SmarT), gràcies al qual es va aconseguir augmentar els estalvis per a les pensions d'uns 15 milions de persones;[8] al Brasil, que va aconseguir que el 80% dels empleats públics comptés amb un fons de pensions complementari mitjançant l'afiliació automàtica, o als Països Baixos, que van conscienciar de forma personalitzada cada treballador sobre la situació de la seva pensió pública enviant-li el que es coneix com el «sobre taronja».[9] Aquests casos poden servir d'inspiració a l'hora de dissenyar polítiques públiques per fomentar l'estalvi privat per a la jubilació, malgrat que no es tracta de fórmules magistrals i s'han d'adaptar a la idiosincràsia de cada cultura, ja que allò que funciona en un lloc no té per què funcionar en un altre.

Que els plans privats de pensions d'empresa es generalitzin és un primer pas important, però que l'estalvi augmenti de manera significativa depèn dels incentius fiscals a l'estalvi –a la majoria de països, es poden desgravar, fins a un cert límit, les aportacions de la base imposable de l'impost sobre la renda, i es difereix la tributació sobre aquesta porció de renda i els seus rendiments fins al moment del seu cobrament durant la jubilació–, del perfil dels estalviadors afectats[10] i, com hem vist, dels biaixos cognitius. A Espanya, on, a partir del 2022, el límit d'aportació conjunta de treballadors i empresa desgravable de l'IPRF en els plans d'empresa s'amplia als 10.000 euros,[11] les estimacions disponibles suggereixen que cada euro estalviat en els plans d'empresa ha augmentat històricament l'estalvi privat brut al voltant de 66 cèntims (és a dir, una part es compensa amb la reducció d'altres formes d'estalvi, però, net, hi ha un increment substancial de l'estalvi total).[12] Una alternativa per potenciar l'estalvi agregat podria ser que l'Estat complementés les aportacions als plans de pensions individuals. Aquesta política s'ha seguit, per exemple, en els anomenats «plans Riester» a Alemanya o en el *Lifetime ISA* al Regne Unit.[13] L'evidència suggereix que els complements a les aportacions augmenten la tinença de vehicles d'estalvi per a la jubilació, però també assenyala que, malgrat l'incentiu, la majoria dels contribuents no fan aportacions.[14] I és que amb la irracionalitat humana hem topat de nou, amic Sancho: als éssers humans ens costa veure els avantatges fiscals de l'estalvi per a la jubilació, tret que algú ens els expliqui bé.[15]

Rita Sánchez Soliva

8. Vegeu Thaler, R. H. i Benartzi, S. (2001), «Save More Tomorrow: Using Behavioral Economics to Increase Employee Saving», The University of Chicago Press.
9. Els Països Baixos van ser pioners en aquestes pràctiques i, a més a més, també informen de la situació dels plans d'ocupació. A Espanya, des del 2015, està disponible el simulador de la Seguretat Social per calcular la pensió pública, però encara no és una eina gaire coneguda i el seu ús és reduït.
10. Mentre que, a les llars espanyoles amb més renda i amb més edat, es detecta que les deduccions fiscals en els plans de pensions (ja siguin privats o d'ocupació) generen, sobretot, una reassignació de les carteres cap a fons de pensions des d'altres instruments d'estalvi, en una altra mena de llars, sí que sembla que es genera nou estalvi. Vegeu Ayuso, J., Jimeno, J. F. i Villanueva, E. (2019), «The effects of the introduction of tax incentives on retirement saving», Sèries, núm. 10, pàgs. 211-249.
11. No així en els plans de pensions individuals, on la deducció màxima desgravable es redueix dels 8.000 als 1.500 euros.
12. Vegeu Gómez García, M. i Villanueva López, E. (2022), «El efecto de los planes de pensiones de empresa sobre el ahorro privado de los hogares», Boletín Económico del Banco de España [Articles], núm. 2, 2022.
13. Compte d'estalvi al qual l'Estat abona una prima per valor del 25% de les contribucions (fins a un màxim de 1.000 lliures anuals), amb la condició que s'utilitzi per a la compra d'un primer habitatge o per a la jubilació.
14. Vegeu De Cos, P. H. (2021), «El sistema de pensiones en España: una actualización tras el impacto de la pandemia. Contribución del Banco de España a los trabajos de la Comisión de Seguimiento y Evaluación de los Acuerdos del Pacto de Toledo», Documentos Ocasionales, núm. 2.106, Banc d'Espanya.
15. Vegeu E. Duflo, W. Gale, J. Liebman, P. Orszag i E. Sáez (2006), «Saving Incentives for Low and Middle-Income Families: Evidence from a Field Experiment with H&R Block», Quarterly Journal of Economics, 121.4.

Què representa per al creixement econòmic la jubilació *baby boomer*?

Tal com s'assenyala en altres articles d'aquest Dossier,[1] la jubilació d'una generació tan àmplia com la dels *baby boomers* implicarà un major pes de la població sènior en les properes dècades, la qual cosa comportarà un augment de les taxes de dependència: segons les projeccions de l'INE, el nombre de persones de més de 65 anys a Espanya superarà el 50% de la població en edat de treballar (16-64 anys) a partir de la meitat de la dècada del 2040, la qual cosa representarà 20 p. p. més que el 2022.

Aquest envelliment tan marcat de la població tindrà efectes de gran importància sobre la configuració de les nostres societats i sobre les nostres economies.

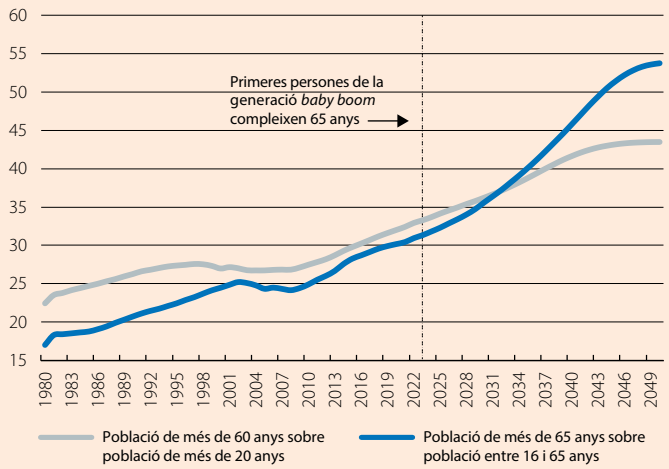
En primer lloc, perquè, si no es produeixen canvis significatius en les taxes d'ocupació de la població més gran, un descens de la població en edat de treballar[2] reduirà el nombre de treballadors i, per tant, el PIB total de l'economia. Així mateix, alguns economistes han documentat que la productivitat de la força laboral, és a dir, el PIB per treballador, també es pot veure afectada de manera negativa per l'envelliment de la població.[3]

En segon lloc, l'envelliment té un impacte sobre els patrons de comportament dels agents: les cohorts més longeves solen tenir una composició a la cistella de consum més esbiaixada cap a la despesa en sanitat a costa d'altres partides i solen exhibir una major aversió al risc en les seves inversions.[4]

Un altre canal important de l'impacte de l'envelliment es dona sobre els comptes públics. I és que una major proporció de població en edat avançada tendeix a comportar una despesa pública estructural més elevada (per exemple, en sanitat, en pensions i en cures).[5] Si no s'introdueixen mesures correctives, el resultat seria un deteriorament estructural del dèficit públic i un augment del deute públic.

Espanya: ràtios poblacionals per edat

(%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de les projeccions poblacionals de l'INE.*

És important matisar que la magnitud d'aquests efectes macroeconòmics de l'envelliment dependrà d'altres factors dinàmics i idiosincràtics, com els hàbits de consum a cada país, la productivitat agregada de l'economia i per franja d'edat, la predisposició a ajornar el moment de la jubilació, així com elements associats a la qualitat dels serveis públics o a les característiques del sistema de la Seguretat Social.

L'envelliment implica menys creixement, però de quant estem parlant?

Tal com detallem als altres articles d'aquest Dossier, començant enguany i durant els 17 propers anys, assistirem a la jubilació de la generació del *baby boom*, i l'impacte que això tindrà sobre el creixement econòmic no serà petit. Segons estimem en un article anterior de CaixaBank Research,[6] quan, a Espanya, l'envelliment, mesurat amb la ràtio de persones amb 60 anys o més entre persones amb 20 anys o més, augmenta l'1%, el PIB *per capita* es redueix el 0,39%. En altres paraules, l'anomenada «elasticitat del creixement econòmic en relació amb l'envelliment» és de –0,39. En el cas de Portugal, el model mostra una elasticitat del –0,51. Els resultats són similars a les magnituds per a altres països (per exemple, –0,55 en el cas dels EUA).[7]

Per estimar el cost que tindrà l'envelliment a Espanya en el futur, cal tenir present que, en els 20 propers anys, d'acord amb les projeccions demogràfiques de l'INE, la ràtio poblacional de persones amb 60 anys o més entre persones amb 20 anys o més augmentarà a Espanya en 10 p. p. Combinant aquestes projeccions demogràfiques amb la nostra estimació de l'elasticitat del creixement econòmic en relació amb l'envelliment, s'obté que l'envelliment poblacional a causa de la jubilació dels *baby boomers* reduirà el creixement del PIB *per capita* en 0,5 p. p. per any durant les properes dues dècades, i tots els altres factors es mantindran constants.[8]

1. Vegeu, en especial, «Reformar el sistema de pensions: a la recerca de la sostenibilitat», en aquest mateix Dossier.
2. En concret, les projeccions més recents de l'INE incorporen que la població en edat de treballar a Espanya, mesurada per les cohorts entre els 16 i els 64 anys, es reduirà en més d'un milió de persones entre el 2023 i el 2050.
3. Vegeu Poplawski-Ribeiro, M. (2020), «Labour force ageing and productivity growth», Applied Economic Letters, vol. 27, núm. 6, FMI.
4. L'evidència empírica també suggereix que l'envelliment comporta un tipus d'interès natural més baix i que, per tant, altera la capacitat de resposta de la política monetària. Vegeu Bodnár, K. i Nerlich C. (2022), «The Macroeconomic and fiscal impact of population ageing», BCE.
5. La Comissió Europea estima que la despesa fiscal relacionada amb l'envelliment s'incrementarà des del 24% del PIB el 2019 al 27% del PIB el 2040. Vegeu «*The 2021 Ageing Report*: Economic and Budgetary Projections for the EU Member States (2019-2070)», Comissió Europea (2021).
6. Vegeu Llorens, E. i Mestres, J. (2020), «L'impacte de l'envelliment sobre el creixement econòmic d'Espanya: un enfocament regional», CaixaBank Research, Document de Treball 01/20.
7. Vegeu Maestas, N., Mullen, K. i Powell, D. (2016), «The effect of population aging on economic growth, the labor force and productivity», NBER Working Paper Series.
8. L'augment de 10 p. p. en aquesta ràtio poblacional és equivalent a un increment del 30%.

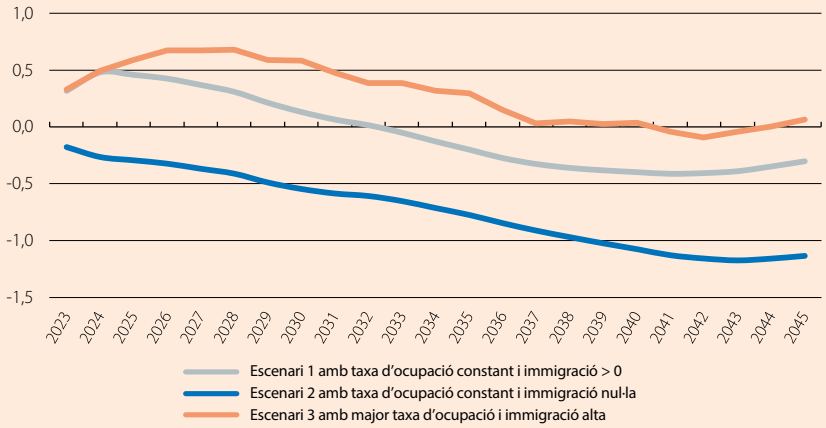
Més endavant, les projeccions demogràfiques suggereixen que l'impacte de la jubilació de la generació millenial o, fins i tot, de la generació Z serà de molta menor escala, ja que són generacions substancialment menys nombroses que la generació del *baby boom*.

Però... realment el *ceteris paribus* regeix el món?

Les prediccions d'un impacte macroeconòmic negatiu de l'envelliment i, en particular, de la jubilació dels *baby boomers* es fonamenten en projeccions d'una caiguda de la força laboral, la qual cosa, al seu torn, depèn de tres grans factors: (i) el creixement vegetatiu esperat de la població (naixements menys defuncions), (ii) els fluxos migratoris nets, i (iii) la taxa d'ocupació (ràtio d'ocupats entre la població en edat de treballar).

Espanya: contribució de la variació de la força laboral sobre el PIB

(p. p.)



Notes: *Contribució de la variació de la força laboral al creixement econòmic en el marc de la comptabilitat del creixement assumint el mateix percentatge de les rendes salarials en percentatge del PIB que el 2000-2018. L'escenari 1 incorpora les previsions poblacionals segons l'INE i una taxa d'ocupació constant. Els escenaris alternatius incorporen previsions sense immigració (escenari 2) i amb immigració alta (escenari 3) segons l'INE. L'augment de la taxa d'ocupació a l'escenari 3 consisteix en l'escenari central del* 2021 Ageing Report.

Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE,* 2021 Ageing Report *(Comissió Europea) i de The Conference Board.*

Les projeccions demogràfiques de l'INE suposen que, en línia amb el que s'ha observat en els últims anys, el creixement vegetatiu romandrà en terreny negatiu en tot l'horitzó de la previsió, amb una mitjana d'unes –100.000 persones a l'any fins al final de la dècada del 2040, quan s'espera que superi els –200.000 individus. D'altra banda, esperen que els fluxos migratoris nets siguin positius, al voltant de les 450.000 persones per any en la dècada vinent i 250.000 persones per any entre el 2030 i el 2040.

Amb aquestes projeccions demogràfiques de l'INE, les més recents,[9] i suposant que la taxa d'ocupació es mantindrà constant en les pròximes dècades al voltant del 63% actual, construïm un primer escenari de població i de força laboral futures (escenari 1) a partir d'un model senzill de comptabilitat del creixement econòmic a llarg termini.[10] Obtenim que la contribució de la força laboral al creixement del PIB es tornaria negativa a partir del 2033. Precisament, durant la dècada del 2030-2040, és quan es produirà el major impacte negatiu sobre la força laboral de la jubilació dels *baby boomers*.

Al segon gràfic, podem observar com alguns canvis en els supòsits, ja sigui per uns majors fluxos nets d'immigració o per unes polítiques laborals que permetin incrementar la taxa d'ocupació (per exemple, mitjançant una taxa de participació laboral més elevada dels sèniors i de la població vulnerable, amb mesures de major inclusió i de reinserció laboral o reformes que busquin allargar l'edat efectiva de jubilació), podrien, en conjunt, atenuar la projecció d'una contribució negativa del factor treball al creixement. Així, a l'escenari 2, el més advers (sense fluxos migratoris i mantenint constant la taxa d'ocupació), la contribució de la força laboral al creixement es tornaria negativa de manera immediata. En canvi, la contribució seria amb prou feines negativa durant alguns anys de la dècada del 2040 a l'escenari 3, que inclou una immigració alta (utilitza projeccions alternatives de l'INE, amb uns 60.000 migrants nets més per any entre el 2023 i el 2045 que a l'escenari 1) i una taxa d'ocupació més elevada (augment gradual des del 63% el 2023 fins al 70% el 2045, +7 p. p. en relació amb l'escenari 1 i en línia amb les projeccions del *2021 Ageing Report*). D'aquesta manera, la contribució mitjana de la força laboral al creixement del PIB en el període 2027-2045 seria de –0,15 p. p. en l'escenari 1, de –0,83 p. p. en l'escenari 2 i de +0,24 p. p. en l'escenari 3. Cal comparar aquests resultats amb una contribució mitjana del factor treball al creixement del PIB de +0,1 p. p. per al període 2027-2050 en l'escenari central de previsions utilitzat recentment per l'AIReF en la seva avaluació de la reforma de les pensions.[11]

Aquestes estimacions estan subjectes a força incertesa, i, a més a més, s'han d'emmarcar dins les estimacions del creixement potencial de l'economia espanyola, que depenen de la visió sobre el creixement de la força laboral i de la productivitat. Per exemple, l'AIReF estima que el creixement potencial del PIB se situarà en les properes dècades al voltant de l'1,3%, per sota del que espera el Ministeri d'Inclusió, Seguretat Social i Migracions (l'1,9%) i en un nivell similar al projectat per la Comissió Europea (l'1,2%).

Un altre element clau que cal tenir molt present quan s'analitza l'impacte macroeconòmic de la jubilació dels *baby boomers* serà la relació del factor treball amb els altres factors productius i amb els canvis tecnològics. I és que el desenvolupament tecnològic podria ser el factor decisiu que podria compensar amb escreix l'impacte negatiu de la menor força laboral, ja que pot incrementar el producte generat per cada treballador disponible.

Antonio Montilla i Ricard Murillo Gili

9. El Ministeri d'Inclusió, Seguretat Social i Migracions assumeix com a base aquestes projeccions demogràfiques de l'INE en les seves anàlisis més recents sobre despesa en pensions que es comenten a l'article «Reformar el sistema de pensions: a la recerca de la sostenibilitat», en aquest mateix informe.
10. Vegeu Mestres J. (2019), «El envejecimiento de la población española y su impacto macroeconómico», Papeles de Economía Española, núm. 161, Funcas.
11. Vegeu «Opinión sobre la sostenibilidad de las administraciones públicas a largo plazo: la incidencia de la demografía», Opinión 1/23, AIReF.

Patrons de consum i d'estalvi després de la jubilació

La teoria del cicle vital del consum,[1] desenvolupada, entre d'altres, pels Premis Nobel d'Economia Franco Modigliani i Milton Friedman en els anys cinquanta, planteja les bases del comportament dels agents pel que fa al consum i a l'estalvi. La teoria apunta al fet que els patrons d'estalvi varien al llarg de la vida amb una forma de U invertida. És a dir, els que menys estalvien són els joves i la gent gran i els que més estalvien són les persones de mitjana edat. La raó que explica aquest patró és el desig de mantenir una qualitat de vida i un nivell de consum relativament estable al llarg del temps. Per aconseguir-ho, les persones estalvien més en aquelles edats en què perceben més ingressos i utilitzen aquest estalvi per millorar la seva qualitat de vida en aquelles edats en què el flux d'ingressos és menor.

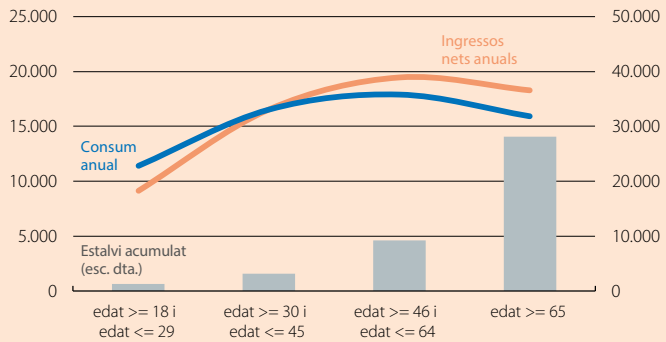
A la pràctica, observem aquest patró d'estalvi i de consum durant el cicle vital? Una evidència empírica abundant mostra que el consum després de la jubilació es redueix de manera significativa, la qual cosa aniria en contra de la teoria del cicle vital i ha generat l'anomenat *retirement-consumption puzzle*.[2] Aquest aparent trencaclosques s'explicaria perquè, a conseqüència de múltiples factors (incertesa, restriccions financeres, biaixos cognitius, etc.), els estalvis acumulats no són suficients per mantenir el nivell de consum després de la jubilació. Una part de la resposta també s'ha trobat en analitzar la tipologia del consum, ja que no disminueix per a totes les categories de despesa, sinó que es concentra en certes categories, com les relacionades amb el treball (per exemple, transport) o amb l'oci.[3] Així, doncs, la qüestió encara està oberta.

En aquest article, utilitzarem dades internes de CaixaBank, degudament anonimitzades, per fer una anàlisi exploratòria sobre com es modifica, en el cas espanyol, el consum després de la jubilació. La utilització d'aquestes dades permet conèixer amb precisió els ingressos, el consum i l'estalvi dels individus i identificar el moment de la jubilació.

En una primera exploració,[4] es revelen les diferències en els patrons d'estalvi i de consum per franges d'edat (vegeu el primer gràfic). La volatilitat dels ingressos entre els diferents grups d'edat és major que la del consum, la qual cosa apunta a la voluntat de les llars de mantenir un consum relativament estable al llarg de la vida. Només al grup entre els 18 i els 29 anys el consum supera els ingressos nets anuals. Algunes possibles explicacions són que tenen altres fonts d'ingressos (per exemple, l'ajuda dels pares en el cas dels més joves) o que s'endeutin per finançar el consum. Pel que fa al grup de gent més gran, s'observa una reducció dels ingressos en relació amb el grup entre els 46 i els 64 anys, tot i que aquesta reducció és força suau. En part, aquesta reducció moderada es pot aconseguir gràcies al sistema de pensions públic actual, en què les taxes de reemplaçament són relativament elevades i permeten mantenir, de mitjana, un nivell d'ingressos no gaire allunyat del que es percebia abans de la jubilació. Aquesta contracció limitada dels ingressos, juntament amb el matalàs d'estalvi acumulat, comporta que la reducció del consum dels grups d'edat més grans de 65 anys sigui relativament petita en relació amb el consum dels que tenen entre 46 i 64 anys.

Espanya: consum i estalvi per franges d'edat

Mitjana (euros)



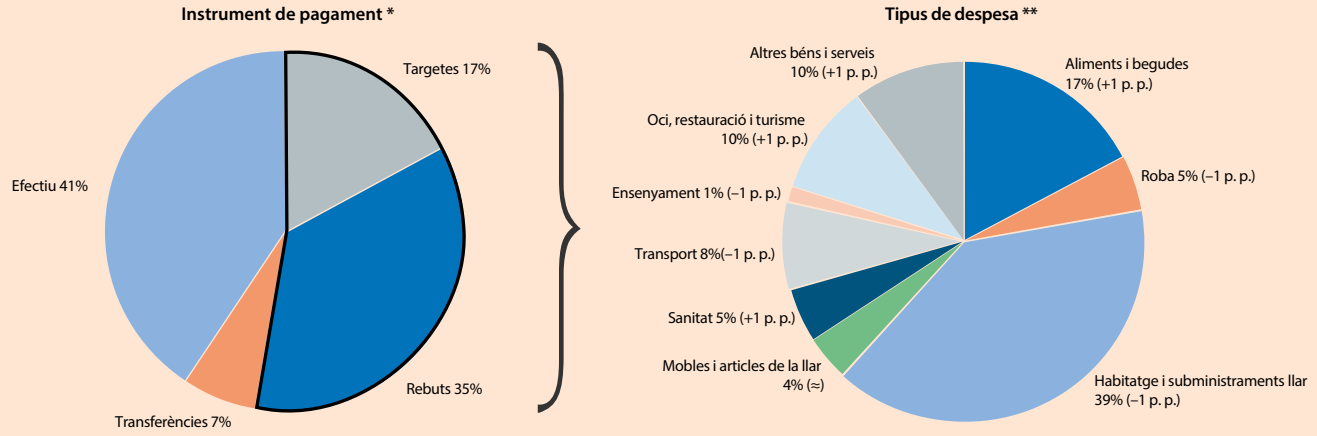
Notes: *Inclou tots els clients de CaixaBank que, el 2022, van rebre al seu compte algun ingrés de nòmina, subsidi d'atur o pensió i van fer alguna despesa. Es defineix com a consum qualsevol despesa mitjançant retirada d'efectiu, pagament amb targeta, bizum, domiciliació de rebuts o transferència a empresa. L'estalvi inclou dipòsits i altres inversions (accions, plans de pensions, etc.). Els ingressos són nets després d'impostos i de cotitzacions. Les dades s'agreguen a nivell de contracte.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades internes de CaixaBank.*

1. Aquest marc teòric bàsic ha servit per consolidar les bases d'una extensa literatura econòmica que ha enriquit l'anàlisi del comportament dels agents en la presa de decisions. Per exemple, es va incorporar al model un element d'incertesa en què els agents poden tendir a estalviar més per precaució, o altres factors que limiten o modifiquen les decisions de les llars, com els impostos o les restriccions a l'accés al sistema financer.
2. Per a més detalls, vegeu Banks, J., Blundell, R. i Tanner, S. (1998), «Is there a retirement-savings puzzle?», American Economic Review, vol. 88, núm. 4, 769-788.
3. Vegeu Aguila, E., Attanasio, O. i Meghir, C. (2011), «Changes in consumption at retirement: evidence from panel data», Review of Economics and Statistics, 93(3), 1.094-1.099.
4. La mostra inclou tots els clients de CaixaBank que, el 2022, van rebre al seu compte algun ingrés de nòmina, subsidi d'atur o pensió i que van realitzar alguna despesa mitjançant retirada d'efectiu, pagament amb targeta, bizum, domiciliació de rebuts o transferència a empresa. Els ingressos són nets després d'impostos i de cotitzacions. L'estalvi inclou tots els actius financers que tingui amb el banc (dipòsits, accions, plans de pensions, etc.). Les dades s'agreguen a nivell de contracte i, per tant, no es corresponen a nivell de llar. Això difereix de les dades de l'Enquesta financera de les famílies (Banc d'Espanya), que corresponen a nivell de llar, i la variable d'ingressos és a nivell brut (abans d'impostos i de cotitzacions). Pel que fa al consum, els nivells s'assemblen més als de l'Enquesta de pressupostos familiars (INE) a nivell de persona. No obstant això, hi ha algunes diferències en la definició. Per exemple, no s'inclouen l'autoconsum, el salari en espècies ni el lloguer imputat a l'habitatge de propietat, i les despeses es registren quan es fa el pagament i no en el moment de l'adquisició.

Tot seguit, per aprofundir en els canvis del consum després de la jubilació, ens centrem en una mostra de clients que tenien entre 60 i 68 anys, que treballaven per compte d'altri i que es van jubilar entre el juny del 2014 i el febrer del 2018.[5] A nivell agregat, continuem observant una reducció del consum en termes reals en els anys posteriors a la jubilació. En concret, després d'un any d'haver-se jubilat, el consum es redueix, de mitjana, l'1,2% en relació amb l'any anterior a la jubilació. Aquesta tendència es manté en els anys següents, i, al cinquè any d'estar jubilat, el consum es redueix, de mitjana, el 6,4% en relació amb l'any previ a la jubilació. A més a més, s'observa que la distribució del consum per tipus de despesa també canvia. En particular, en relació amb l'any previ a la jubilació, s'incrementa la despesa en alimentació, en oci, en restauració i turisme i en sanitat, mentre que altres partides, com habitatge i subministraments, transport i educació, es redueixen. L'any posterior a la jubilació, la despesa es concentra en habitatge i subministraments de la llar (el 40%), seguida de l'alimentació (el 17%) i de l'oci, restauració i turisme (el 10%).[6]

Espanya: consum per instrument i per tipologia de despesa després del primer any de la jubilació

Distribució del consum anual mitjà (%)



Notes: ** «Transferències» a empreses i «rebuts» inclou pagaments en compte; «efectiu» inclou retirades en efectiu en caixers o en oficina. No s'inclou bizum, perquè, en el període analitzat, el seu ús era molt residual.*
*** La tipologia de despesa només es disposa per a pagaments en targeta i rebuts. Entre parèntesis s'especifica la variació en relació amb l'any previ a la jubilació.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades internes de CaixaBank.*

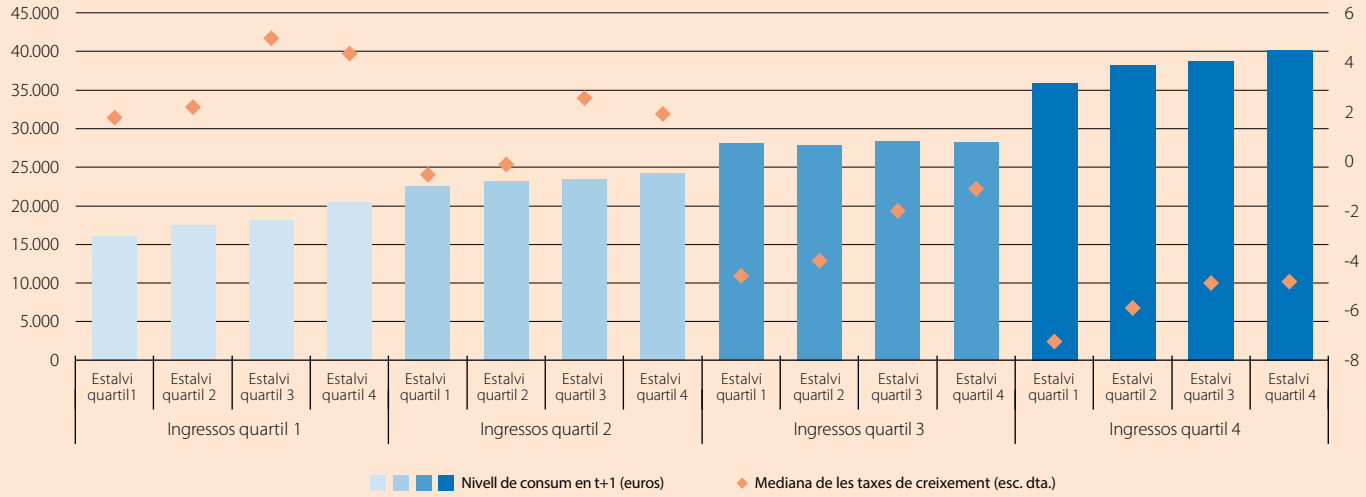
A més dels canvis en els hàbits de consum, s'observa que les variacions en el consum després de la jubilació depenen dels recursos disponibles, tant a nivell d'ingressos com dels estalvis acumulats. Per analitzar-ho, se segmenta la mostra en quartils d'acord amb els ingressos laborals abans de la jubilació, i, per a cada quartil, es tornen a dividir les observacions en quartils sobre la base del nivell d'estalvi acumulat. Per als individus amb ingressos per sota de la mitjana (quartils 1 i 2), el nivell de consum augmenta lleugerament en el primer any després de la jubilació (un augment mitjà del 3% per al primer quartil d'ingressos i del 1% per al segon quartil; vegeu el tercer gràfic).[7] No obstant això, cal assenyalar que el nivell de consum és menor que per als individus amb ingressos superiors. Per a aquests últims, el nivell de consum es redueix en relació amb el de l'any anterior a la jubilació (el 3% per al tercer quartil d'ingressos i el 6% per al quart quartil),[7] encara que es manté en nivells elevats.

Així mateix, els estalvis acumulats al llarg de la vida juguen un paper decisiu per mantenir un nivell de consum relativament estable un cop jubilats. Per als que parteixen de nivells d'ingressos baixos abans de la jubilació, observem (vegeu el tercer gràfic) que els individus amb més estalvis (quartils tercer i quart) augmenten més el seu consum després de la jubilació. Entre els que tenen nivells d'ingressos alts abans de jubilar-se, els individus amb més estalvis redueixen menys el consum després de la jubilació. Dit d'una altra manera, el matalàs d'estalvis els permet mantenir un major nivell de despesa un cop jubilats.[7]

5. L'anàlisi se centra en clients de 60 a 68 anys que percebien nòmina abans de jubilar-se i que, en algun moment entre el juny del 2014 i el febrer del 2018, es van jubilar i van passar a percebre una pensió pública. Analitzem el període previ a la pandèmia de COVID-19 per evitar el xoc temporal que es va produir en el consum. Les dades són deflactades per l'IPC general en euros del 2013. L'any *t* és l'any de la jubilació, de manera que la despesa de l'any *t+1* correspon a la despesa anual de l'any següent a la jubilació. Les definicions d'estalvi, d'ingressos i de consum són les mateixes que a la nota 4.
6. Aquests resultats són similars als de l'Enquesta de pressupostos familiars (INE) per a les llars en què el sustentador principal és més gran de 65 anys.
7. Els resultats s'han validat mitjançant una regressió lineal en què s'explica el consum dels individus mitjançant les variables d'ingressos, d'estalvis i d'altres variables de control. Els coeficients estimats són estadísticament significatius.

Espanya: nivell de consum després de la jubilació per nivell d'estalvi i d'ingressos prejubilació

Consum t+1 (euros) *Variació mitjana després de la jubilació (%)*



Notes: *La mostra inclou tots els clients de CaixaBank de 60 a 68 anys que es van jubilar entre el juny del 2014 i el febrer del 2018 i que van passar d'ingressar una nòmina a percebre una pensió pública. La despesa en t+1 correspon a la despesa anual l'any següent a jubilar-se (sempre anterior a la COVID-19) i inclou retirada d'efectiu, pagament amb targeta, bizum, domiciliació de rebuts o transferència a empresa. Les dades estan deflactades per l'IPC general en euros del 2013. Els resultats s'han validat amb una regressió en què s'explica el consum dels individus mitjançant les variables d'ingressos, estalvis i altres variables de control. Els coeficients estimats són estadísticament significatius.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades internes de CaixaBank.*

En conclusió, aquests resultats se sumen a l'extensa literatura que documenta l'existència del *retirement-consumption puzzle*. Els resultats mostren que el nivell de consum després de la jubilació es redueix: l'1,2% després d'un any de jubilar-se i fins al 6,4% després de cinc anys de concloure la vida laboral. A més a més, es fa patent l'important rol que juguen els estalvis per determinar l'ajust en el nivell de consum després de la jubilació. Per a un mateix nivell d'ingressos, un major estalvi acumulat permet mantenir un nivell de consum més elevat, la qual cosa mostra la importància de planificar la jubilació per poder anar construint el matalàs d'estalvi que ha de permetre mantenir la qualitat de vida desitjada.

Mar Bisquert, Josep Mestres, José Antonio Sánchez i Ariadna Vidal

Mitjançant els nostres estudis, contribuïm a estimular el debat i l'intercanvi d'opinions entre tots els sectors de la societat, i afavorir la divulgació dels temes clau de l'entorn socioeconòmic del nostre temps. Tant l'*Informe Mensual* com la resta de publicacions de CaixaBank Research estan disponibles a: www.caixabankresearch.com

Et recomanem:

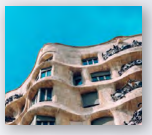
Notes Breus d'Actualitat Econòmica i Financera

Valoració dels principals indicadors macroeconòmics d'Espanya, Portugal, la zona de l'euro, EUA i la Xina, i de les reunions del Banc Central Europeu i de la Reserva Federal.

Monitor de consum

Anàlisi mensual de l'evolució del consum a Espanya mitjançant tècniques *big data*, a partir de la despesa amb targetes emeses per CaixaBank, de la despesa de no clients en TPV CaixaBank i dels reintegraments en caixers CaixaBank.

Fitxes Comunitats Autònomes



Síntesi de la situació i les perspectives econòmiques de les comunitats autònomes d'Espanya, a través del seguiment de diferents indicadors i de dades internes de consum.

Informe Indústria manufacturera 2023

Després d'esquivar els pitjors escenaris de caiguda de l'activitat, la indústria manufacturera espanyola s'enfronta a reptes nous: l'impacte de la pujada tipus d'interès, els efectes dels problemes d'abastament de determinats insums i l'encariment dels costos de producció.

Informe Immobiliari 1S 2023

El sector immobiliari deixa enrere un any 2022 en què la demanda d'habitatge va batre totes les expectatives, però en el qual també es van començar a percebre els primers senyals de refredament.

Informe de Turisme 2S 2022

Malgrat que l'escenari macroeconòmic es presenta com un repte, l'anàlisi de situació de la indústria turística ens porta a tenir unes perspectives relativament positives per al 2023.

Segueix-nos a: www.caixabankresearch.com @CABK_Research Newsletter CaixaBank

L'*Informe Mensual* és una publicació elaborada de manera conjunta per CaixaBank Research i BPI Research (UEEF) que conté informacions i opinions procedents de fonts que considerem fiables. Aquest document té un propòsit merament informatiu, per la qual cosa CaixaBank i BPI no es fan responsables en cap cas de l'ús que se'n pugui fer. Les opinions i les estimacions són pròpies de CaixaBank i BPI i poden estar subjectes a canvis sense notificació prèvia. Es permet la reproducció parcial de l'*Informe Mensual* sempre que se citi la font de forma adequada i que se'n remeti una còpia a l'editor.

© CaixaBank, S.A., 2023
© Banco BPI, 2023

Disseny i producció: www.cegeglobal.com
Dipòsit Legal: B. 610-1980 ISSN: 1134-1955

CaixaBank Research

ELEMENTAL CHLORINE FREE GUARANTEED

FSC www.fsc.org MIXT Paper procedent de fonts responsables FSC® C015618