

IM06

INFORME MENSUAL

NÚMERO 479 | JUNIO 2023



ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

MERCADOS FINANCIEROS

¿La política monetaria está consiguiendo enfriar la actividad? Una primera evaluación

ECONOMÍA INTERNACIONAL

Nuevo escenario económico: ¿cambio de perspectivas en las economías y mercados internacionales?

ECONOMÍA ESPAÑOLA

Nuevo escenario económico: mejoran las perspectivas económicas para España

El Programa de Estabilidad 2023-2026: ajuste del déficit público español gracias al crecimiento económico

DOSSIER: LA EDAD DE ORO DE LOS BABY BOOMERS: RETOS Y OPORTUNIDADES

Baby boomers: quiénes son y cómo afrontan la jubilación

Reformar el sistema de pensiones: a la búsqueda de la sostenibilidad

¿De qué formas se ha garantizado la sostenibilidad en otros sistemas de pensiones?

Cómo lograr que nuestros sesgos cognitivos jueguen a favor de aumentar el ahorro privado en pensiones

¿Qué supone para el crecimiento económico la jubilación baby boomer?

Patrones de consumo y ahorro tras la jubilación

INFORME MENSUAL

Junio 2023

El *Informe Mensual* es una publicación elaborada de manera conjunta por CaixaBank Research y por BPI Research (UEEF)

CaixaBank Research

www.caixabankresearch.com

research@caixabank.com

Enric Fernández

Economista jefe

José Ramón Díez

Director de Economías y

Mercados Internacionales

Oriol Aspachs

Director de Economía Española

Sandra Jódar

Directora de Planificación Estratégica

Adrià Morron Salmeron y**Nuria Bustamante**

Coordinadores del *Informe Mensual*

Javier García-Arenas

Coordinador del Dossier

BPI Research (UEEF)

www.bancobpi.pt /

<http://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudios-e-mercados/mercados-financeiros>

deef@bancobpi.pt

Paula Carvalho

Economista jefe

Fecha de cierre de esta edición:

2 de junio de 2023

ÍNDICE**1 EDITORIAL****3 LAS CLAVES DEL MES****4 PREVISIONES****7 MERCADOS FINANCIEROS**

- 9 *¿La política monetaria está consiguiendo enfriar la actividad? Una primera evaluación*

12 ECONOMÍA INTERNACIONAL

- 14 *Nuevo escenario económico: ¿cambio de perspectivas en las economías y mercados internacionales?*

19 ECONOMÍA ESPAÑOLA

- 21 *Nuevo escenario económico: mejoran las perspectivas económicas para España*
Oriol Carreras
- 23 *El Programa de Estabilidad 2023-2026: ajuste del déficit público español gracias al crecimiento económico*
Javier García-Arenas

26 ECONOMÍA PORTUGUESA**28 DOSSIER: LA EDAD DE ORO DE LOS BABY BOOMERS: RETOS Y OPORTUNIDADES**

- 28 *Baby boomers: quiénes son y cómo afrontan la jubilación*
Josep Mestres Domènech
- 32 *Reformar el sistema de pensiones: a la búsqueda de la sostenibilidad*
Javier García-Arenas y David del Val
- 34 *¿De qué formas se ha garantizado la sostenibilidad en otros sistemas de pensiones?*
David del Val y Javier García-Arenas
- 37 *Cómo lograr que nuestros sesgos cognitivos jueguen a favor de aumentar el ahorro privado en pensiones*
Rita Sánchez Soliva
- 40 *¿Qué supone para el crecimiento económico la jubilación baby boomer?*
Antonio Montilla y Ricard Murillo Gili
- 42 *Patrones de consumo y ahorro tras la jubilación*
Mar Bisquert, Josep Mestres, José Antonio Sánchez y Ariadna Vidal

Previsiones en una economía inestable

Los últimos años han constituido una cura de humildad para los ejercicios de predicción económica. Tanto las distorsiones causadas en el comportamiento de variables como el crecimiento o la inflación por la acumulación de *shocks* de naturaleza muy diversa, como la necesidad de calibrar los escenarios económicos con hipótesis sobre la evolución de la pandemia o los efectos del conflicto bélico en el comportamiento del precio de las materias primas, han aumentado la incertidumbre de las previsiones. En un corto periodo de tiempo, los economistas han tenido que actualizar sus conocimientos sobre mercados energéticos, realizar un curso acelerado sobre los efectos económicos de enfermedades epidémicas o volver a poner en el radar el riesgo geopolítico mientras trataban de entender la naturaleza y las consecuencias de los desajustes entre oferta y demanda mundial. Por el camino, se infraestimó la intensidad y duración del episodio inflacionista que se originó a principios de 2021 y la resiliencia del ciclo de negocios a todo tipo de perturbaciones y, por tanto, la flexibilidad de familias y empresas para franquear los sucesivos obstáculos que han ido apareciendo en el horizonte. Esta capacidad de adaptación de las economías modernas, así como los vientos de cola de unas políticas monetarias y fiscales extraordinariamente expansivas, explicaría un desempeño económico mejor de lo esperado en los últimos tiempos.

Esas señales siguen presentes próximos a cerrar el primer semestre del año, pues la economía internacional mantiene una aceptable velocidad de crucero, aunque con divergencias entre países y sectores de actividad. A la vez que las lecturas generales de inflación siguen mejorando y se mantienen las dudas sobre el comportamiento de los precios a medio plazo, pues los indicios de bajadas en las medidas tendenciales de inflación no son concluyentes (especialmente en las rúbricas de alimentos y servicios), lo que confiere escasa visibilidad al final del proceso de subida de los tipos de interés. La noticia positiva es que detrás de este comportamiento de las principales variables económicas subyace la corrección de buena parte de los desajustes entre oferta y demanda mundial, lo que refleja que siguen funcionando los canales de transmisión de la política económica y se han logrado despejar los cuellos de botella que distorsionaban la producción. Pero la sensación es que el ajuste todavía es incompleto.

En este contexto, con el primer foco de inestabilidad financiera aparentemente sofocado, se está produciendo una revisión al alza de las previsiones de crecimiento para este año, que reflejan la bajada en los precios de las materias primas desde el verano, las sorpresas positivas en los datos de actividad del invierno, el buen comportamiento del mercado de trabajo y la mejora de las expectativas de los agentes. En nuestro caso, hemos elevado para 2023 las previsiones de actividad en la eurozona (0,9% frente a 0,5%), España (2% frente a 1,3%) y EE. UU. (1,2% frente a 0,9%), aunque en todos los casos hemos rebajado de forma moderada los pronósticos para 2024, por el efecto retardado del aumento acumulado de los tipos de interés.

Precisamente, una vez que el escenario energético se ha clarificado, los riesgos sobre las proyecciones centrales son el comportamiento del núcleo de la inflación y la evolución de la política monetaria, y hasta qué punto el endurecimiento de esta última puede provocar nuevos episodios de turbulencias financieras como las que vivimos en marzo. En el fondo, con una política fiscal que debe ir virando hacia la neutralidad, la clave será cómo gestionen los bancos centrales su doble mandato (estabilidad financiera frente a estabilidad de precios). Aunque la principal sorpresa negativa de los últimos meses son las dificultades que está teniendo el sector manufacturero para salir de una atonía generalizada, algo que está afectando al comercio mundial y se está poniendo de manifiesto en la evolución de la actividad en países como Alemania, donde el crecimiento ha sido negativo en tres de los últimos cuatro trimestres. Coincidiendo en el tiempo con una adaptación de la política industrial a los nuevos desafíos geoestratégicos, tendencia liderada por EE. UU. con la aprobación del IRA (Ley de Reducción de la Inflación), que constituye un «antes y un después» para el marco de relaciones económicas transatlánticas. En definitiva, la balanza de la economía internacional, aunque con buenas sensaciones en los últimos meses, se seguirá moviendo en un equilibrio inestable en el horizonte de previsión.

José Ramón Díez
Junio 2023

Cronología

MAYO 2023

- 3 La Fed sube tipos en 25 p. b., hasta el intervalo 5,00%-5,25%.
- 4 El BCE sube tipos en 25 p. b. y sitúa el *depo* en el 3,25% y el *refi* en el 3,75%.
- 5 La OMS declara el fin de la emergencia sanitaria mundial por la COVID-19.

MARZO 2023

- 16 El BCE sube tipos en 50 p. b. y sitúa el *depo* en el 3,00% y el *refi*, en el 3,50%.
- 18 Rusia y Ucrania prolongan el acuerdo que permite la exportación de cereales y productos alimenticios conexos y fertilizantes a través del Mar Negro.
- 22 La Fed sube tipos en 25 p. b., hasta el intervalo 4,75%-5,00%.

ENERO 2023

- 1 Croacia entra en la eurozona y el espacio Schengen.
- 8 China reabre sus fronteras a los viajeros extranjeros después de tres años.

ABRIL 2023

- 2 La OPEP+ anuncia un recorte adicional de la producción en 1,15 millones de barriles diarios (mbd), hasta una reducción total de 3,66 mbd.
- 9 Kazuo Ueda se convierte en el nuevo gobernador del Banco de Japón.
- 19 Las Naciones Unidas estiman que en 2023 la India superará a China y se convertirá en el país con mayor población del mundo.

FEBRERO 2023

- 1 La Fed sube tipos en 25 p. b., hasta el intervalo 4,50%-4,75%.
- 2 El BCE sube tipos en 50 p. b. y sitúa el *depo* en el 2,50% y el *refi*, en el 3,00%.
- 6 Un terremoto de magnitud 7,8 sacude Turquía y Siria, con la mayor cifra de muertos desde 2010 y la quinta del siglo XXI.

DICIEMBRE 2022

- 14 La Fed sube los tipos de interés oficiales en 50 p. b.
- 15 El BCE sube los tipos de interés oficiales en 50 p. b. y anuncia que reducirá las reinversiones del APP.

Agenda

JUNIO 2023

- 2 España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (mayo).
- 9 España: *rating* DBRS.
Portugal: comercio internacional (abril).
- 12 Portugal: cifra de negocios sector servicios (abril).
- 13-14 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 15 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 16 España: encuesta trimestral de coste laboral (1T).
- 23 España: contabilidad nacional trimestral (1T).
España: créditos, depósitos y tasa de morosidad (1T y abril).
España: balanza de pagos y PIIN (1T).
Portugal: desglose del PIB (1T).
- 29 España: avance del IPC (junio).
Portugal: ratio NPL (1T).
Eurozona: índice de sentimiento económico (junio).
- 29-30 Consejo Europeo.
- 30 España: tasa de ahorro de los hogares (1T).
España: ejecución presupuestaria del Estado (mayo).
Portugal: avance del IPC (junio).

JULIO 2023

- 3 Portugal: producción industrial (mayo).
- 4 España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (junio).
- 11 España: cuentas financieras (1T).
- 14 España: *rating* Moody's.
- 18 China: PIB (2T).
- 20 Portugal: balanza de pagos (mayo).
- 21 Portugal: *rating* DBRS.
- 24 España: créditos, depósitos y tasa de morosidad (mayo).
- 25 Portugal: encuesta sobre préstamos bancarios (2T).
- 25-26 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 27 España: encuesta de población activa (2T).
Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
EE. UU.: PIB (2T)
- 28 España: avance del PIB (2T).
España: avance del IPC (julio).
Portugal: facturación del comercio minorista (junio).
Eurozona: índice de sentimiento económico (julio).
- 31 España: ejecución presupuestaria del Estado (junio).
Portugal: avance del PIB (2T).
Eurozona: PIB (2T).

El dinamismo exportador

La evolución de la economía española ha sido mejor de lo que se esperaba. Hasta la fecha, no solo ha conseguido evitar la temida recesión, sino que ha mantenido un ritmo de crecimiento de la actividad y del empleo notables. Ello nos lleva a mejorar el escenario de previsiones. El crecimiento del PIB previsto para este año ahora lo situamos en el 2,0%, 7 décimas por encima del escenario anterior. En parte, la sorpresa positiva se debe a la distensión de los precios de la energía, que se ha producido antes de lo que se esperaba. Las medidas que se tomaron, tanto en España como en la mayoría de los países desarrollados, han ayudado a amortiguar el impacto de la crisis energética. En España, además, ha sorprendido la excelente evolución del sector exterior.

La demanda nacional lleva dos trimestres en retroceso. Entre el 4T 2022 y el 1T 2023 acumula un descenso superior al 1,5% en términos reales. Pero ello ha sido más que compensado por el dinamismo de las exportaciones de bienes y servicios, que crecían un 10,2% interanual en el 1T del año. La buena evolución del sector exterior también se ve reflejada en la cuenta corriente, que el pasado año se mantuvo en positivo a pesar del fuerte encarecimiento de las importaciones de energía: solo descendió 4 décimas respecto a 2021, hasta el 0,6% del PIB. Este es uno de los menores descensos de entre todos los países desarrollados. En Alemania, Francia e Italia, por ejemplo, el descenso del saldo corriente se situó alrededor de los 4 p. p. La diferencia es remarcable.

Si se analiza con algo más de detalle la evolución de las facturas con el exterior, observamos que la de la energía importada aumentó de forma sustancial. El déficit de la balanza energética pasó de los 27.842 millones de euros en 2021 a los 56.551 millones en 2022. De todas formas, en términos de PIB, la cifra de 2022 (4,3%) no llegó a superar la de 2012 (4,5%). En parte, ello se debe a que el invierno fue más templado de lo habitual, y también a los esfuerzos hechos para reducir el consumo de energía. Si tomamos una perspectiva más amplia, sobresale la mejora en el *mix* de producción de energía gracias al auge de las renovables. Así, si en 2007 solo el 20% de la producción de energía eléctrica era renovable, en 2022 esta alcanzó el 43%, y en lo que llevamos de año ya supera el 50%. La inversión en energías renovables no solo es fundamental para la lucha contra el cambio climático. También hace a la economía mucho más resiliente ante *shocks* externos.

Cuando nos fijamos en la evolución de las exportaciones, destacan tres elementos. Primero, que el buen comportamiento es generalizado entre bienes y servicios. Así, dos

terceras partes de las partidas de mercancías presentan un ritmo de crecimiento de dos dígitos en enero-marzo. Entre los servicios, sobresale el fuerte crecimiento del turismo, cuyos ingresos crecen un 38,8% interanual en el 1T y ya se encuentran claramente por encima de los niveles previos a la pandemia, y el transporte y los servicios a empresas (+19,2% y +18,6%, respectivamente, en el 4T 2022); entre los bienes, destaca el sector del automóvil (+32% en el 1T). Segundo, que el ritmo de avance también es generalizado por destinos, y especialmente intenso en los principales mercados: las exportaciones de mercancías a la eurozona (el 56% del total) crecen un 14,3%, en especial las dirigidas a Alemania y Francia (+18,9% y +15,2%). Y, tercero, este patrón no es generalizado en los países desarrollados. En Alemania, Francia e Italia, por ejemplo, el avance de las exportaciones de bienes está siendo menos dinámico: un 7,8%, un 9,5% y un 9,8%, respectivamente, frente al 14,6% anotado por España.

Aunque el dinamismo de las exportaciones españolas haya sorprendido en el contexto actual, su buen comportamiento viene de lejos. Arranca en la crisis financiera y de deuda soberana de hace una década, cuando muchas empresas españolas se vieron forzadas a mirar hacia el exterior ante la debilidad de la demanda interna. Aupadas por la recuperación de la competitividad de la economía española, el número de empresas que exportan de manera regular no ha parado de crecer, pasando de las 35.000 en 2010 a las 57.000 el pasado año, y el peso de las exportaciones de bienes y servicios ha aumentado más de 15 p. p., hasta situarse en el 41,6% del PIB.

En los próximos meses, el dinamismo de las exportaciones españolas podría perder algo de brío. La previsible desaceleración de los principales países desarrollados, donde se dirige el grueso de las exportaciones, será difícil de sortear. De todas formas, ello no debe hacer perder de vista la excelente trayectoria de los últimos años, que una vez más ha sido clave para amortiguar el impacto de un contexto adverso.

Oriol Aspachs

Promedio del último mes del periodo, excepto cuando se especifica lo contrario

Mercados financieros

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2019	2020	2021	2022	2023	2024
TIPOS DE INTERÉS							
Dólar							
Fed funds (límite superior)	3,43	0,81	0,25	0,25	4,50	5,00	3,50
Líbor 3 meses	3,62	1,01	0,23	0,21	4,74	5,00	3,50
Líbor 12 meses	3,86	1,48	0,34	0,52	5,47	4,50	3,10
Deuda pública 2 años	3,70	1,04	0,13	0,62	4,41	3,50	2,60
Deuda pública 10 años	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 meses	3,24	0,65	-0,54	-0,58	2,06	3,57	2,69
Euríbor 6 meses	3,29	0,78	-0,52	-0,55	2,56	3,72	2,74
Euríbor 12 meses	3,40	0,96	-0,50	-0,50	3,02	3,86	2,80
Alemania							
Deuda pública 2 años	3,41	0,35	-0,73	-0,69	2,37	3,30	2,50
Deuda pública 10 años	4,31	1,54	-0,57	-0,31	2,13	2,80	2,60
España							
Deuda pública 3 años	3,62	1,69	-0,57	-0,45	2,66	3,15	2,82
Deuda pública 5 años	3,91	2,19	-0,41	-0,25	2,73	3,23	2,99
Deuda pública 10 años	4,42	3,17	0,05	0,42	3,18	3,90	3,60
Prima de riesgo	11	164	62	73	105	110	100
Portugal							
Deuda pública 3 años	3,68	3,33	-0,61	-0,64	2,45	3,35	3,07
Deuda pública 5 años	3,96	3,94	-0,45	-0,35	2,53	3,40	3,20
Deuda pública 10 años	4,49	4,68	0,02	0,34	3,10	3,85	3,60
Prima de riesgo	19	314	60	65	97	105	100
TIPO DE CAMBIO							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,26	1,22	1,13	1,06	1,12	1,15
EUR/GBP (libras por euro)	0,66	0,84	0,90	0,85	0,87	0,86	0,85
PETRÓLEO							
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

Previsiones

Variación del promedio del año sobre el promedio del año anterior (%), salvo indicación expresa

Economía internacional

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2019	2020	2021	2022	2023	2024
CRECIMIENTO DEL PIB							
Mundial	4,5	3,3	-2,8	6,3	3,4	2,8	3,0
Países desarrollados	2,7	1,4	-4,2	5,4	2,7	1,2	1,2
Estados Unidos	2,7	1,7	-2,8	5,9	2,1	1,2	0,8
Eurozona	2,2	0,8	-6,3	5,3	3,5	0,9	1,3
Alemania	1,6	1,2	-4,1	2,6	1,9	0,2	1,1
Francia	2,2	1,0	-7,9	6,8	2,6	0,7	1,0
Italia	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
España	3,7	0,6	-11,3	5,5	5,5	2,0	1,8
Japón	1,4	0,4	-4,3	2,3	1,1	1,3	1,1
Reino Unido	2,6	1,3	-11,0	7,6	4,1	0,4	0,6
Países emergentes y en desarrollo	6,5	4,9	-1,8	6,9	4,0	4,0	4,3
China	10,6	8,0	2,2	8,4	3,0	5,7	4,9
India	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
México	2,4	1,9	-8,0	4,7	3,1	1,4	1,9
Rusia	7,2	1,3	-2,7	5,6	-2,1	-0,5	1,3
Turquía	5,5	4,5	1,9	11,4	5,6	2,4	3,2
Polonia	4,2	3,7	-2,0	6,9	4,9	0,7	2,7
INFLACIÓN							
Mundial	4,1	3,7	3,2	4,7	8,7	6,6	4,8
Países desarrollados	2,1	1,6	0,7	3,1	7,3	4,6	2,4
Estados Unidos	2,8	1,8	1,3	4,7	8,0	4,2	2,2
Eurozona	2,2	1,4	0,3	2,6	8,4	5,6	2,6
Alemania	1,7	1,4	0,4	3,2	8,6	6,0	2,9
Francia	1,9	1,3	0,5	2,1	5,9	5,0	2,4
Italia	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
España	3,2	1,3	-0,3	3,1	8,4	3,9	2,8
Japón	-0,3	0,4	0,0	-0,2	2,5	2,5	1,5
Reino Unido	1,6	2,3	0,9	2,6	9,0	6,3	2,7
Países emergentes	6,7	5,6	5,2	5,9	9,8	8,1	6,4
China	1,7	2,6	2,5	0,9	2,0	1,5	2,1
India	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
México	5,2	4,2	3,4	5,7	7,9	6,5	4,6
Rusia	14,2	7,9	3,4	6,7	13,8	6,7	5,2
Turquía	22,6	9,6	12,3	19,6	72,3	46,4	34,9
Polonia	3,5	1,9	3,7	5,2	14,3	12,8	6,9

Previsiones

Variación del promedio del año sobre el promedio del año anterior (%), salvo indicación expresa

Economía española

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2019	2020	2021	2022	2023	2024
Agregados macroeconómicos							
Consumo de los hogares	3,6	0,0	-12,4	6,0	4,5	0,6	2,0
Consumo de las AA. PP.	5,0	1,1	3,5	2,9	-0,7	0,7	0,4
Formación bruta de capital fijo	5,6	-1,4	-9,7	0,9	4,6	0,8	2,9
Bienes de equipo	4,9	0,1	-13,3	6,3	4,0	0,6	5,0
Construcción	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
Exportación de bienes y servicios	4,7	2,9	-19,9	14,4	14,4	5,1	1,6
Importación de bienes y servicios	7,0	0,2	-14,9	13,9	7,9	2,2	1,9
Producto interior bruto	3,7	0,6	-11,3	5,5	5,5	2,0	1,8
Otras variables							
Empleo	3,2	-0,4	-6,8	6,6	3,8	1,8	1,5
Tasa de paro (% pobl. activa)	10,5	19,5	15,5	14,8	12,9	12,6	12,2
Índice de precios de consumo	3,2	1,3	-0,3	3,1	8,4	3,9	2,8
Costes laborales unitarios	3,0	0,6	7,7	0,3	0,4	2,6	2,6
Saldo op. corrientes (% PIB)	-5,9	-0,3	0,6	1,0	0,6	0,8	1,0
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-5,2	0,1	1,1	1,9	1,5	1,5	2,0
Saldo público (% PIB) ¹	0,3	-6,5	-10,3	-6,9	-4,8	-4,2	-3,4

Nota: 1. No incluye pérdidas por ayudas a instituciones financieras.

■ Previsiones

Economía portuguesa

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2019	2020	2021	2022	2023	2024
Agregados macroeconómicos							
Consumo de los hogares	1,7	0,5	-7,0	4,7	5,7	0,4	0,9
Consumo de las AA. PP.	2,3	-0,3	0,4	4,6	2,4	1,0	1,0
Formación bruta de capital fijo	-0,4	-0,7	-2,2	8,7	2,7	5,0	8,2
Bienes de equipo	3,2	2,6	-5,4	13,9	5,3	-	-
Construcción	-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
Exportación de bienes y servicios	5,3	4,0	-18,8	13,4	16,7	4,3	6,1
Importación de bienes y servicios	3,6	2,7	-11,8	13,2	11,0	4,6	6,4
Producto interior bruto	1,5	0,5	-8,3	5,5	6,7	2,5	1,5
Otras variables							
Empleo	0,4	-0,5	-1,9	2,7	2,0	0,3	0,3
Tasa de paro (% pobl. activa)	6,1	11,4	7,0	6,6	6,0	7,1	6,9
Índice de precios de consumo	3,1	1,1	0,0	1,3	7,8	5,0	2,8
Saldo op. corrientes (% PIB)	-9,2	-2,9	-1,2	-0,8	-1,4	-0,4	-0,2
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-7,7	-1,6	0,1	1,0	-0,4	1,3	1,5
Saldo público (% PIB)	-4,6	-5,1	-5,8	-2,9	-0,4	-0,3	-0,1

■ Previsiones

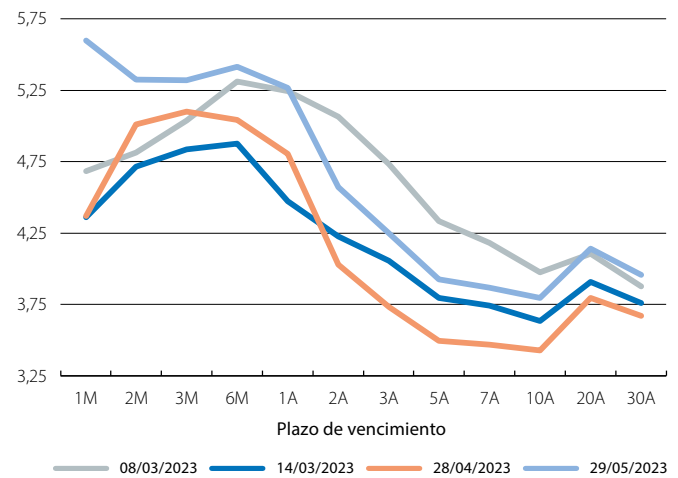
El techo de deuda en EE. UU. y el aterrizaje de la economía dirigen el ánimo inversor

El mercado, entre las tensiones políticas en EE. UU., la resiliencia del ciclo económico y la persistencia de la inflación. Tras los episodios de inestabilidad en la banca regional de EE. UU. y Credit Suisse en marzo, y su paulatina (y no siempre tranquila) digestión en abril, la atención de los inversores viró en mayo hacia otros focos de incertidumbre. En primer lugar, las negociaciones sobre la ampliación del techo de deuda en EE. UU., no resueltas hasta el inicio de junio, marcaron el ánimo inversor en mayo, especialmente a medida que se acercaba la fecha límite. Así, las noticias sobre la marcha del acuerdo activaron o desactivaron el apetito por el riesgo en el mercado y elevaron la rentabilidad de las letras del Tesoro de EE. UU. a más corto plazo, que llegaron a tocar niveles máximos de 20 años, en torno al 6%. En segundo lugar, a medida que las preocupaciones sobre la inestabilidad financiera se desvanecían, la salud del ciclo económico y la evolución de la inflación han recuperado el protagonismo en las principales economías desarrolladas.

Paulatino repunte de las expectativas de subidas de tipos de interés en los próximos meses, atenuado hacia el final de mes. Tras comenzar mayo con la Fed y el BCE elevando, como se esperaba, los tipos de interés de referencia en 25 p. b., a medida que avanzaba el mes y las dudas de estabilidad financiera se iban dejando atrás, las expectativas del mercado sobre el nivel de los tipos de interés en los próximos meses tendieron a aumentar. Para la Fed, tras descontarse con elevada probabilidad que el movimiento de mayo sería el máximo del actual ciclo de subidas, la aún buena marcha del mercado laboral y la resiliencia del consumo privado han elevado la posibilidad asignada por los inversores de nuevas subidas de 25 p. b. en junio o julio. No obstante, la pausa en la reunión de junio continúa siendo el escenario más probable. En la eurozona, unas cifras de inflación aún elevadas (pese a los indicios de moderación más acusados en mayo) y las declaraciones de la mayoría de los miembros del Consejo de Gobierno del BCE, incluida su presidenta, Lagarde, que han remarcado que a la institución aún le queda camino por recorrer en este ciclo alcista, mantienen las expectativas de los inversores de que el tipo de referencia alcanzará el 3,75%.

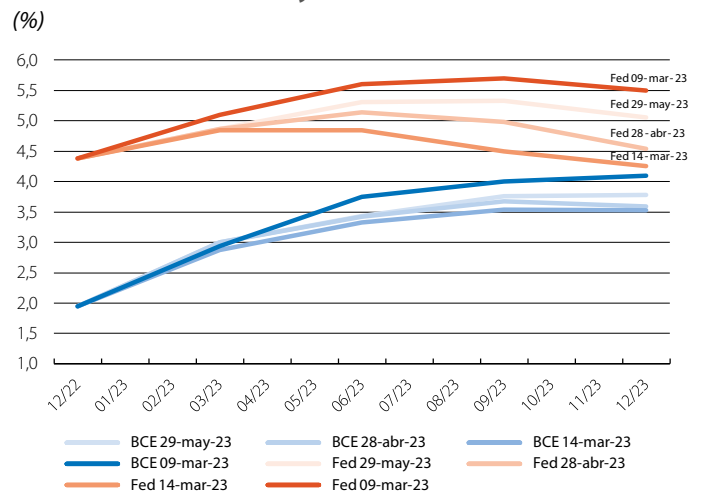
La rentabilidad de la deuda pública termina el mes a la baja tras acumular subidas por los mencionados focos de incertidumbre. Las tensiones sobre el techo de deuda, así como el cambio de perspectiva en la calificación crediticia del Tesoro estadounidense por parte de Fitch (que, pese a mantener su calificación en AAA, cambió su perspectiva a «negativa» en vez de «estable») y la publicación de los datos económicos de abril, causaron un paulatino y generalizado repunte de la rentabilidad de la deuda soberana en los tramos cortos en las primeras semanas de mayo, profundizando en la inversión de las curvas. No obstante, tras aclararse las negociaciones políticas en los últimos días del mes, estos repuntes se revirtieron tanto en EE. UU., como, de forma aún más acusada, en la eurozona. Aquí la desaceleración de la inflación en mayo y unas encuestas empresariales que siguen señalando la debilidad del sector industrial hicieron que las referencias a 2 años terminasen el

Curva de tipos soberanos de EE. UU. por fecha
Rentabilidad (%)



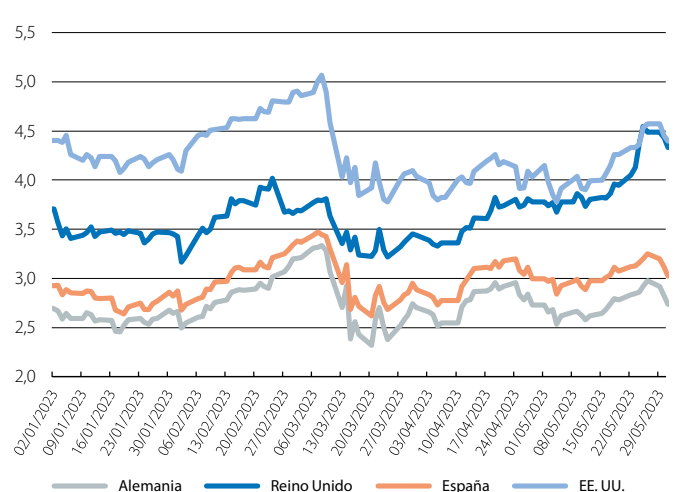
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Expectativas sobre los tipos de interés de referencia de la Fed y el BCE
(%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Tipos de interés de la deuda soberana a 2 años
(%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

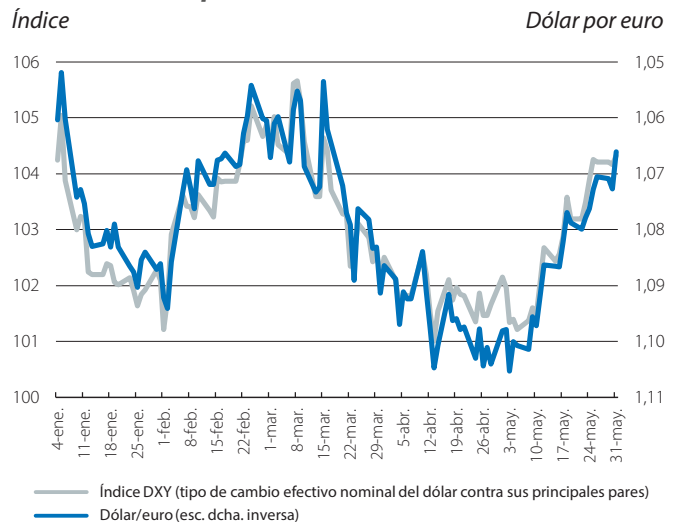
mes prácticamente planas. Destaca también el Reino Unido, donde los malos datos de inflación subyacente hicieron repuntar con fuerza la rentabilidad de la deuda a 2 años hasta niveles superiores al 4,5%.

Las mayores expectativas de tipos de interés en EE. UU. y la incertidumbre ante la negociación del techo de deuda aprecian el dólar. En mayo, se revirtió la tendencia de depreciación experimentada por el dólar desde principios de marzo que se explicó por haberse originado la inestabilidad financiera en la banca regional estadounidense, lo que disminuyó las expectativas para los tipos de interés de referencia de forma mucho más acusada para la Fed que para el BCE y favoreció al euro. Sin embargo, el rol del dólar como activo refugio ante la incertidumbre del techo de deuda, así como el paulatino repunte en las expectativas de subidas de tipos en EE. UU., favorecieron la apreciación de la divisa estadounidense frente a sus principales pares. Así, tras haber sobrepasado el nivel de 1,10 dólares por euro, el dólar se apreció un 3%, hasta situarse por debajo de 1,07 dólares por euro. El dólar también se apreció frente al yen (2,2%), aunque se depreció frente a la libra esterlina (1%), ya que los datos de inflación en el Reino Unido podrían presionar al Banco de Inglaterra para acometer mayores subidas de tipos.

Debilidad de las bolsas europeas y chinas por el impacto de una reapertura de China más débil de lo esperado. Mayo fue el mes de mayor debilidad bursátil en lo que llevamos de año en Europa, tanto en el Euro Stoxx 50 (-3,2%) como en las principales plazas nacionales, entre las que destacó negativamente el PSI-20 portugués (-7,8%). Esta evolución se explica tanto por un peor desempeño de las cotizaciones bancarias, como por las caídas en el sector del lujo (de particular impacto en los índices italiano y francés), lastrado por una reapertura china que no ha cumplido las expectativas. Esto también ha pesado sobre el índice Hang Seng de Hong Kong, que cedió más de un 8% en el mes, hasta sus mínimos del año. En EE. UU. destacó el buen desempeño del sector tecnológico (Nasdaq +7,5% en el mes) en comparación con el resto de los sectores (S&P plano con +0,2%). Reseñable también el desempeño bursátil de la banca regional estadounidense: pese a que el índice KBW cedió un 6% en el mes, el rápido deterioro de marzo y abril parece haber cesado, con varias entidades mostrando en su presentación de resultados una estabilización en sus depósitos.

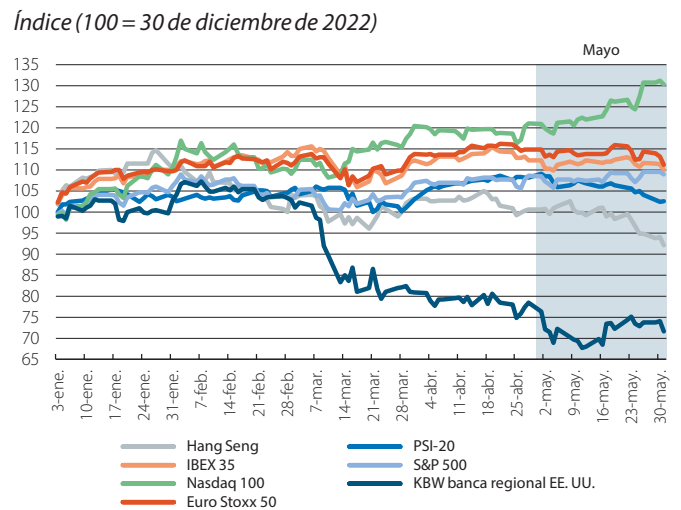
Las materias primas flexionan a la baja. Los precios energéticos registraron en mayo sus mayores retrocesos del año, y acumulan en estos cinco meses un descenso cercano al 25%. En el mercado de petróleo, el barril de Brent concluyó el mes por debajo de los 73 dólares, arrastrado por la menor intensidad de recuperación económica de China y a pesar del propósito de algunos países de la OPEP de mantener los recortes actuales de la producción. Por otro lado, en Europa las tensiones relativas al mercado gasístico siguieron relajándose. Al continuo flujo de oferta de gas natural licuado de EE. UU. y Catar, se unieron la generación récord de energías renovables y la desaceleración de la demanda de gas en el Viejo Continente, que durante los cuatro primeros meses del año habría descendido casi un 20% respecto al año anterior. Estos aspectos y las suaves temperaturas favorecieron la aceleración del llenado de las reservas gasísticas (que ya se vuelven a acercar al 70%) y el descenso del precio del gas a niveles de hace dos años (en torno a los 25 €/MWh en el caso del TTF).

Evolución del tipo de cambio del dólar



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eikon Refinitiv.

Evolución de los índices bursátiles en lo que va de año



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eikon Refinitiv.

Precios del gas natural y del petróleo



Nota: El precio del gas natural corresponde al TTF holandés. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eikon Refinitiv.

¿La política monetaria está consiguiendo enfriar la actividad? Una primera evaluación

En su lucha contra la inflación, la política monetaria se ha endurecido de manera notable, como es claramente visible en los tipos de interés oficiales y en los que afrontan empresas, familias y gobiernos. Pero estos tipos de interés no son un fin en sí mismos, sino que el objetivo último es enfriar la actividad económica y, de este modo, frenar la inflación. Así, analizamos el estado de la transmisión monetaria a través de uno de sus principales canales: las condiciones crediticias.

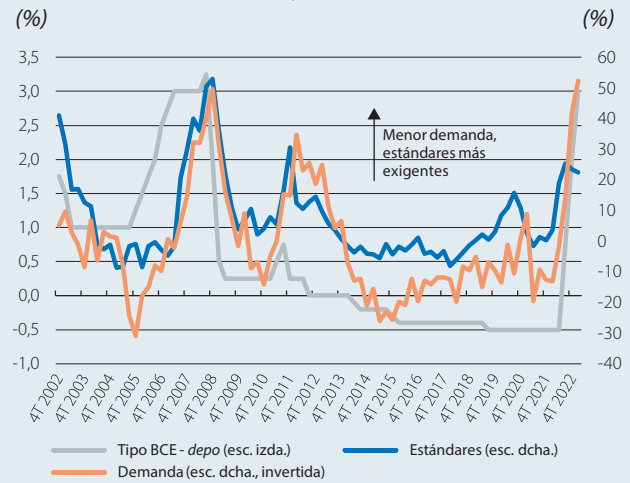
Los incrementos de tipos de la Fed y el BCE (+500 p. b. y +375 p. b., respectivamente) se han traducido en un endurecimiento de los estándares crediticios y una debilidad de la demanda de crédito. Así lo reflejan las últimas encuestas al sector bancario que elaboran la Fed y el BCE (en concreto, la BLS en Europa y la SLOOS en EE. UU.),¹ que no solo recogen este tensionamiento acumulado hasta el 1T 2023, sino que, para la eurozona, también señalan que ya se habría alcanzado un pico y apuntan a una desaceleración en la velocidad del endurecimiento de cara al 2T 2023 (algo que iría en consonancia con la expectativa de que los tipos oficiales de la Fed y del BCE ya hayan alcanzado el tope o estén cerca de hacerlo).²

En este contexto de mayores tipos, estándares más exigentes y menor demanda, sería natural observar un menor dinamismo de los volúmenes de crédito. Por ello, es útil analizar el comportamiento del llamado «impulso del crédito», que definimos como la variación del saldo vivo de crédito menos su variación en el mismo periodo del año anterior (como porcentaje del PIB nominal).³ Esta medida muestra una elevada asociación con el crecimiento del PIB y nos permite valorar las dinámicas del crédito en términos de su importancia para la actividad económica.⁴ En los últimos meses, el impulso del crédito se ha deteriorado y, lo que es especialmente relevante, lo ha hecho en una magnitud acorde con el tensionamiento observado en los estándares y la demanda de crédito, lo que también sugiere una buena transmisión del endurecimiento monetario llevado a cabo por la Fed y el BCE.

En Europa, de cumplirse el menor tensionamiento de estándares y demanda que vaticinan las encuestas, el

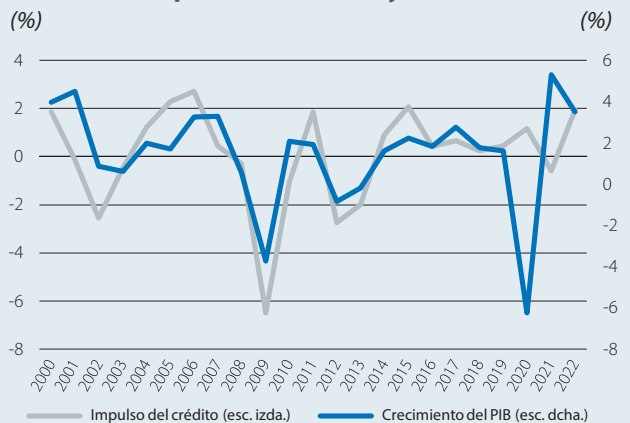
1. Bank Lending Survey (BLS) y Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices (SLOOS).
 2. En concreto, en Europa, la BLS captura el estado de los estándares y la demanda de crédito en el trimestre en curso y sus expectativas para el siguiente. De manera anómala, en el 1T 2023, el tensionamiento observado terminó siendo más severo de lo anticipado en el 4T 2022. Pero esto se produjo en un contexto de turbulencias alrededor del Silicon Valley Bank, mientras que en general las expectativas de la BLS son un muy buen predictor del comportamiento observado a futuro.
 3. Véase Barcelona, W. L. et al. (2022). «What Happens in China Does Not Stay in China». Fed International Finance Discussion Papers.
 4. Intuitivamente, el saldo vivo de crédito está especialmente asociado a la actividad económica pasada, mientras que el crédito concedido en un trimestre se asocia a la actividad económica realizada en el trimestre. Así, el crecimiento de este nuevo crédito se asocia al crecimiento del PIB.

Eurozona: estándares y demanda de crédito



Nota: Los porcentajes se refieren a la diferencia neta entre el número de entidades que han endurecido los estándares/han visto un aumento en demanda y los que han relajado estándares/han visto una caída en demanda.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios del BCE.

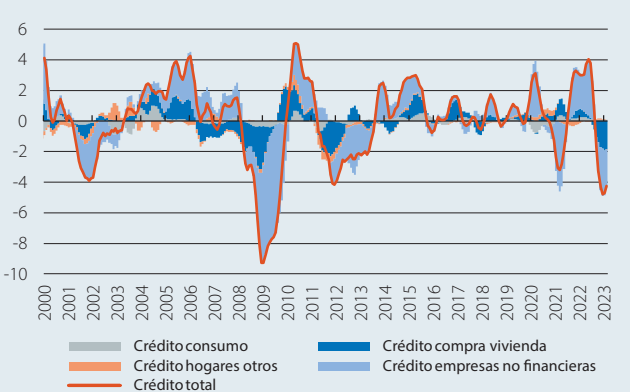
Eurozona: impulso del crédito y PIB



Nota: El impulso de crédito se calcula como la variación del saldo vivo de crédito menos su variación el año anterior (como porcentaje del PIB nominal).
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BCE y de Eurostat.

Eurozona: impulso del crédito

Variación interanual (%)



Nota: El impulso de crédito se calcula como la variación del saldo vivo de crédito menos su variación el año anterior (como porcentaje del PIB nominal). Las variaciones son acumuladas de tres meses y el impulso de crédito que graficamos está suavizado con una media móvil.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BCE.

impulso del crédito seguirá siendo negativo en los próximos meses, pero algo menos de lo registrado en el 1T (en concreto, las expectativas de la BLS para el 2T predicen una mejora del impulso del crédito de entre 0,5 p. p. y 1,0 p. p.). En cambio, para EE. UU., la SLOOS apunta a que en el siguiente trimestre todavía se endurecerían algo más estas condiciones de crédito, lo que podría reducir todavía el impulso de crédito en, como mínimo, 0,2 p. p.

Si la transmisión de la política monetaria sobre el impulso del crédito está siendo efectiva, tanto en EE. UU. como en Europa, el interrogante pendiente es en qué medida y con qué rezago este canal enfriará la actividad económica. Los rezagos son inciertos y variables, como no dejan de enfatizar destacados miembros del BCE y la Fed,⁵ pero la fuerte asociación entre el impulso del crédito y el crecimiento del PIB nos da pistas sobre el posible impacto. Para valorar las magnitudes, utilizamos un modelo estadístico que predice el crecimiento del PIB a partir de su último registro y del impulso del crédito contemporáneo. El modelo es sencillo, pero tiene una buena capacidad explicativa y señala un papel importante del crédito.⁶ Según este ejercicio, la caída en el impulso del crédito ya observada, y suponiendo un impulso cero en los próximos trimestres, estaría asociada con una reducción del crecimiento del PIB de 0,7 p. p. tanto en la eurozona como en EE. UU.⁷ Si en los próximos trimestres el impulso evolucionara en línea con lo que apuntan las encuestas más recientes para el 2T, el ejercicio sugeriría un crecimiento del PIB para el conjunto de 2023 de 1,5 p. p. menos en la eurozona y de 2,1 p. p. menos en EE. UU.⁸

Por último, y más allá del sencillo ejercicio, el endurecimiento de las condiciones crediticias puede verse afectado por la existencia de vulnerabilidades en determinados sectores. En este sentido, una de las preocupaciones se centra en EE. UU. y la elevada exposición de su banca regional al sector inmobiliario comercial, un sector que arrastra caídas en lo que va de año y que, en un entorno de altos tipos, no dejará de enfrentarse a un contexto difícil. A modo ilustrativo, del crédito emitido por los bancos pequeños en EE. UU., un 47% es a este sector, mientras que para los bancos grandes la cifra baja al 16%. Visto del otro lado, del total de crédito concedido al sector inmobiliario comercial, un 67% se encuentra en manos de los bancos pequeños, que, recordemos, sufrieron especialmente las turbulencias financieras de marzo.

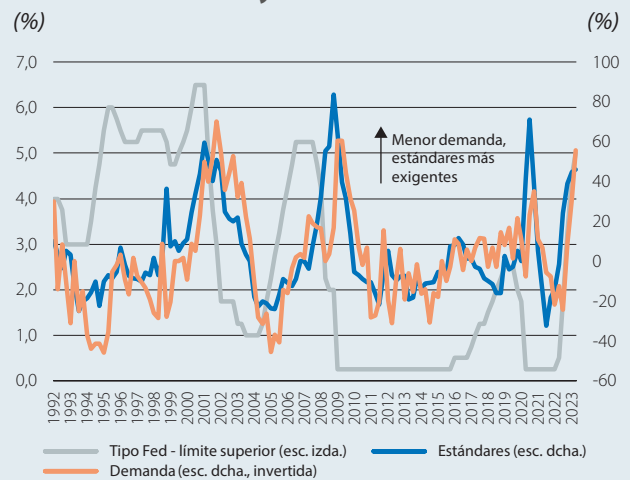
5. Véase el discurso del 18 de mayo de 2023 del gobernador de la Reserva Federal Phillip N. Jefferson, *The U.S. Economic Outlook and Considerations for Monetary Policy*.

6. Los R-cuadrados para EE. UU. y la eurozona son de 0,85 y 0,64, respectivamente, todas las variables son significativas al 1% y los coeficientes estimados para el impulso del crédito son de magnitud parecida a los del rezago del crecimiento del PIB.

7. En ambos casos, respecto a un escenario en el que el impulso del crédito fuera exactamente 0 en 2023 (es decir, un escenario en el que el crecimiento en el volumen de saldo vivo de crédito fuera igual al de 2022).

8. En EE. UU., veríamos un endurecimiento de las condiciones de crédito consistente con lo esperado en la última SLOOS, mientras que en la eurozona, suponemos que el máximo endurecimiento ya se habría producido.

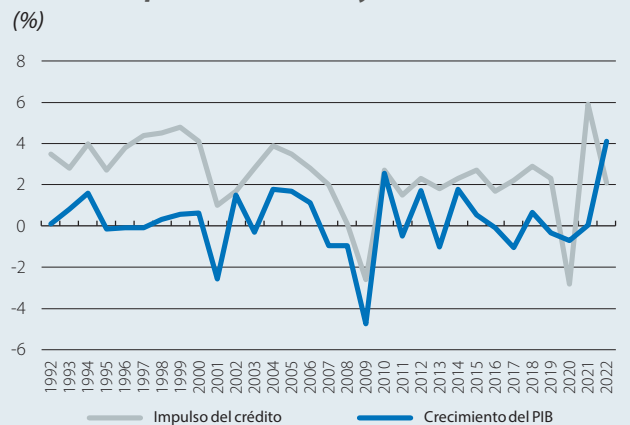
EE. UU.: estándares y demanda de crédito



Nota: Los porcentajes se refieren a la diferencia neta entre el número de entidades que han endurecido los estándares/han visto un aumento en demanda y los que han relajado estándares/han visto una caída en demanda.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Senior Loan Officer Opinion Survey de la Fed.

EE. UU.: impulso del crédito y PIB

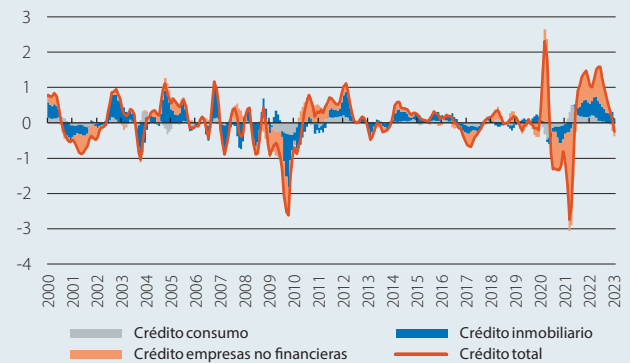


Nota: El impulso de crédito se calcula como la variación del saldo vivo de crédito menos su variación el año anterior (como porcentaje del PIB nominal).

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Reserva Federal y del BEA.

EE. UU.: impulso del crédito

Variación interanual (%)



Nota: El impulso de crédito se calcula como la variación del saldo vivo de crédito menos su variación el año anterior (como porcentaje del PIB nominal). Las variaciones son acumuladas de tres meses y el impulso de crédito que graficamos está suavizado con una media móvil.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Fed.

Tipos de interés (%)

	31-mayo	30-abril	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2023 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Eurozona					
Refi BCE	3,75	3,50	25	125,0	375,0
Euríbor 3 meses	3,46	3,27	20	133,1	379,8
Euríbor 12 meses	3,94	3,88	6	64,8	352,2
Deuda pública a 1 año (Alemania)	3,17	3,09	8	57,0	311,0
Deuda pública a 2 años (Alemania)	2,72	2,69	3	-4,5	216,3
Deuda pública a 10 años (Alemania)	2,28	2,31	-3	-28,9	109,5
Deuda pública a 10 años (España)	3,33	3,36	-3	-33,1	102,8
Deuda pública a 10 años (Portugal)	3,02	3,13	-11	-56,3	68,6
EE. UU.					
Fed funds (límite superior)	5,25	5,00	25	75,0	425,0
Líbor 3 meses	5,50	5,30	19	72,9	387,0
Líbor 12 meses	5,73	5,37	36	24,8	295,5
Deuda pública a 1 año	5,17	4,74	43	48,6	307,8
Deuda pública a 2 años	4,40	4,01	40	-2,3	176,1
Deuda pública a 10 años	3,64	3,42	22	-23,2	73,7

Spreads de deuda corporativa (p. b.)

	31-mayo	30-abril	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2023 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	82	83	-2	-8,8	-7,0
Itraxx Financiero Sénior	93	98	-5	-6,3	-5,7
Itraxx Financiero Subordinado	173	187	-14	1,4	-15,9

Tipos de cambio

	31-mayo	30-abril	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2023 (%)	Variación interanual (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,069	1,102	-3,0	-0,1	0,4
EUR/JPY (yenes por euro)	148,950	150,070	-0,7	6,1	7,5
EUR/GBP (libras por euro)	0,859	0,877	-2,0	-3,0	0,7
USD/JPY (yenes por dólar)	139,340	136,300	2,2	6,3	7,1

Materias primas

	31-mayo	30-abril	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2023 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB de materias primas	541,5	547,5	-1,1	-2,4	-13,8
Brent (\$/barril)	72,7	79,5	-8,6	-15,4	-37,5
Oro (\$/onza)	1.962,7	1.990,0	-1,4	7,6	6,3

Renta variable

	31-mayo	30-abril	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2023 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	4.179,8	4.169,5	0,2	8,9	1,9
Eurostoxx 50 (eurozona)	4.218,0	4.359,3	-3,2	11,2	12,2
Ibex 35 (España)	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 (Japón)	30.887,9	28.856,4	7,0	18,4	12,5
MSCI emergentes	958,5	977,1	-1,9	0,2	-10,2

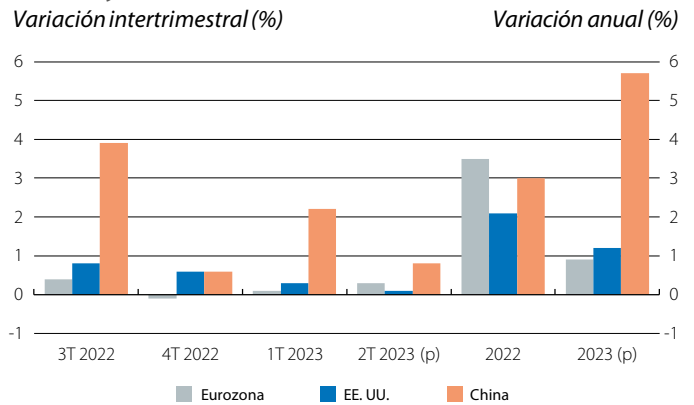
Cielos más despejados en la economía internacional, aunque con riesgos de tormenta

Tras unos meses con vientos menos desfavorables de lo esperado, mejoran las previsiones de crecimiento para este año. Con el horizonte cargado de riesgos, las nubes de la guerra en Ucrania nos hacían esperar, a principios de año, un escenario de estancamiento, con una desaceleración de la economía mundial del 3,1% de 2022 al 2,7% en 2023, de la mano de una economía china maniatada por las restricciones, una crisis energética sin precedentes recientes en Europa, unos precios del gas extraordinariamente superiores a su nivel histórico, un proceso de rápido endurecimiento monetario en la mayoría de las grandes economías (necesario para contener la crisis inflacionista) y un entorno de elevadas tensiones geopolíticas. Aunque muchos de estos factores de fondo no han cambiado, la reapertura de China, la mejora del escenario energético y un 1T menos débil de lo esperado nos llevan a revisar nuestro escenario macroeconómico para 2023, esperando ahora un crecimiento mundial del 2,8%, de la mano de revisiones al alza en las principales economías. En concreto, revisamos la previsión del crecimiento del PIB en la eurozona al 0,9% (vs. 0,5% anterior), en EE. UU. al 1,2% (vs. 0,9% anterior) y en China al 5,7% (vs. 5,2% anterior).

La inflación da señales mixtas de enfriamiento. Como se detalla en el Focus «[Nuevo escenario económico: ¿cambio de perspectivas en las economías y mercados internacionales?](#)», en este mismo informe, el equilibrio entre el arrastre a la baja de los precios energéticos y la inercia de los precios subyacentes nos ha llevado a revisar algo al alza nuestras previsiones de inflación para las grandes economías internacionales. Y es que, a pesar de la moderación observada en los últimos meses, los últimos datos todavía muestran tensiones subyacentes significativas. Asimismo, la inflación núcleo todavía se sitúa por encima del 5% en EE. UU. y en la eurozona, y el índice de salarios negociados en la eurozona (indicador publicado por el BCE) sigue marcando una aceleración con respecto a trimestres anteriores, con una subida interanual del 4,3% en el 1T 2023 (vs. 3,1% en el 4T 2022 y un promedio histórico cercano al 2%). La fortaleza del mercado de trabajo seguirá así ofreciendo un suelo a la velocidad de ajuste de la inflación. En EE. UU., la tasa de paro se emplazó en los últimos meses alrededor del 3,5%, un nivel no visto de manera sostenida desde 1969. Finalmente, a pesar de que se hayan empezado a moderar las tensiones sobre los precios de la alimentación, el nivel de precios permanece sustancialmente por encima de sus niveles preconflicto, y en un momento de sequía en muchas geografías con fuerte producción agroalimentaria.

Nieblas y vientos cruzados en la actividad económica europea. En la eurozona, la situación es bastante heterogénea. Por un lado, la revisión a la baja del crecimiento del 1T 2023 de Alemania, del 0,0% al -0,3% (vs. -0,5% del 4T 2022), muestra que la mayor economía del bloque europeo se encuentra en recesión técnica, tras haber encadenado dos trimestres consecutivos de caídas intertrimestrales del PIB. España, Francia e Italia siguen siendo las estrellas, con crecimientos positivos en el 1T y una aceleración del ritmo de avance con respecto al trimestre anterior. También por sectores se pueden observar matices relevantes.

Global: crecimiento del PIB en la eurozona, EE. UU. y China

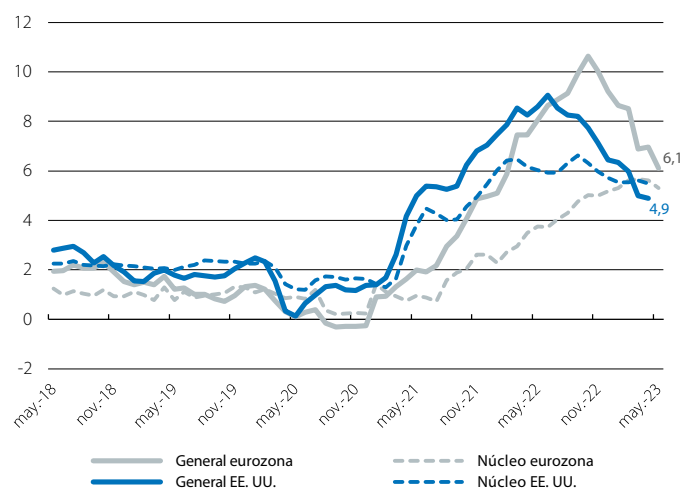


Notas: En la parte izquierda del gráfico, se muestran crecimientos intertrimestrales para los últimos tres trimestres y la previsión para el próximo trimestre (2T 2023). En la derecha, se muestran los crecimientos interanuales registrados en el 2022 y las previsiones para 2023.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat, del Bureau of Economic Analysis y de la Oficina Nacional de Estadística de China.

EE. UU. y eurozona: IPC

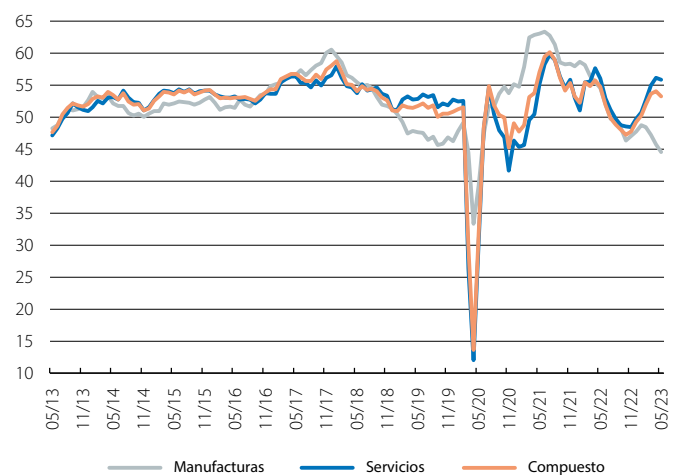
Variación interanual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat y del Bureau of Labor Statistics.

Eurozona: PMI

Índice



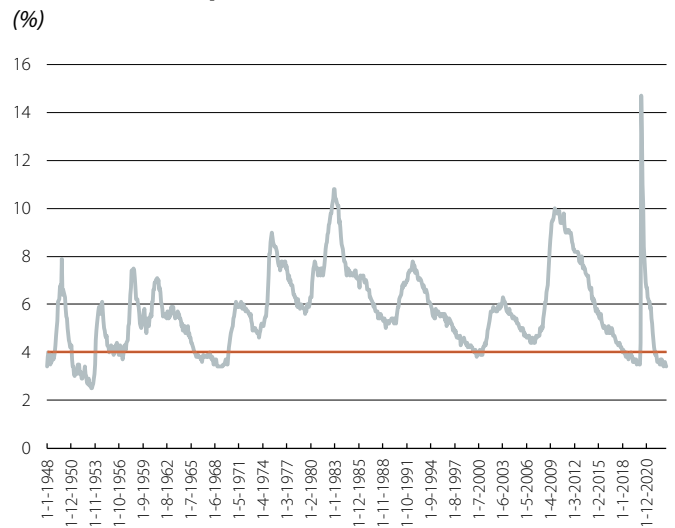
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de S&P Global, vía Refinitiv.

Los servicios siguen siendo el motor de la reciente recuperación, todavía empujados por un *boom* pospandémico que empieza a dar tímidas señales de moderarse, mientras que la industria muestra persistentes señales de debilidad. Esta dualidad queda bien reflejada en los datos de confianza empresarial: los PMI de servicios se emplazan por encima de los 55 puntos por tercer mes consecutivo, mientras que los PMI industriales encadenan 11 meses por debajo de los 50 puntos y 4 meses consecutivos de descensos. Asimismo, el índice alemán Ifo también decepcionó este mes, al caer más de lo esperado (hasta los 91,7 puntos) y sumar ya 22 meses en territorio contractivo (por debajo de los 100 puntos). En este contexto, se anticipa que la actividad económica se mueva a paso lento en los próximos meses.

Con el impás en el Congreso estadounidense aparentemente resuelto, ojo a los efectos secundarios. En EE. UU., a pesar de que las turbulencias en los mercados se hayan disipado por ahora, persisten los riesgos de tormenta por los efectos colaterales del impás alrededor del denominado techo de deuda, así como por el endurecimiento de las condiciones financieras. Desde enero, el Tesoro estadounidense se ha visto obligado a adoptar medidas excepcionales para permitir el funcionamiento normal del Gobierno federal (un evento históricamente raro, aunque en los últimos 13 años estos episodios se hayan repetido más de 10 veces). Con estas medidas a punto de agotarse, las negociaciones entre demócratas y republicanos para aumentar el techo de deuda llegaron a un acuerdo, minimizando temores de cierres parciales de las Administraciones públicas (para asegurar el repago de la deuda) o de un *default* que, aunque muy improbable, hubiera llevado a una cascada de eventos en los mercados financieros y tendría consecuencias globales potencialmente severas. Sin embargo, tras el aumento del techo de deuda, en un acuerdo que debería tener la duración de dos años, la subida del riesgo percibido por los inversores todavía se hace notar en los mercados financieros ([véase la coyuntura de Mercados](#)) y se estima que los recortes de gasto negociados entre republicanos y demócratas puedan tener un impacto negativo de hasta 0,2 p. p. en el crecimiento de EE. UU. este año.

En China, el impulso de la reapertura se agota. Los datos de actividad de abril se han ubicado por debajo de las expectativas. Así, a pesar de que tanto la producción industrial (5,6%) como las ventas minoristas (18,4%) hayan avanzado, en términos interanuales, a un ritmo considerable, este crecimiento aparece distorsionado por los efectos base relacionados con el cierre de la economía china hace un año. Mirando por componentes han destacado en positivo en los últimos meses la fortaleza del sector servicios y el avance de las inversiones públicas, que contrastan con la debilidad del sector manufacturero y de la inversión residencial. En el sector manufacturero, destacan en particular las caídas interanuales en la producción industrial de productos electrónicos, entre los cuales, de semiconductores. Teniendo en cuenta las restricciones de exportaciones anunciadas a lo largo de los últimos meses por los mayores productores mundiales de estos componentes, como EE. UU. y Japón, se espera que este factor siga, a corto plazo, mermando las perspectivas de la industria, y se confirma como un importante viento de cara para las perspectivas de crecimiento a largo plazo.

EE. UU.: tasa de paro



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Labor Statistics.

EE. UU.: techo de deuda

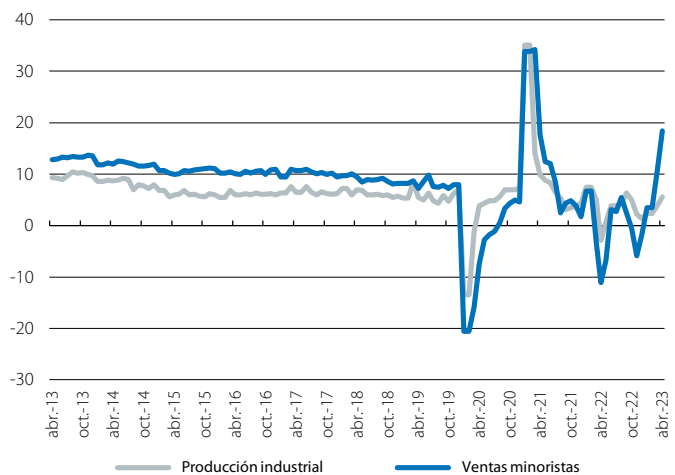
Episodios de casi-default en los últimos 10 años

	Techo de deuda vigente	Casa Blanca	Cámara de representantes	Senado	Tiempo aproximado hasta el default formal (o shutdown)
May. 23	31,4b USD	Blue	Red	Blue	1 semana
Dic. 21	28,4b USD	Blue	Red	Blue	1 día
Jul. 19	22b USD	Red	Blue	Red	1 mes
Feb. 18	20,5b USD	Red	Blue	Red	1 mes
Sept. 17	19,8b USD	Red	Blue	Red	2 semanas
Nov. 15	18,1b USD	Blue	Red	Blue	1 día
Feb. 14	17,2b USD	Blue	Red	Blue	1 mes
Oct. 13	16,7b USD	Blue	Red	Blue	1 día
Feb. 13	16,4b USD	Blue	Red	Blue	2 semanas

Nota: Se muestra, en cada momento, el techo de deuda vigente (antes de su suspensión), el partido que dominaba, en cada momento, el Ejecutivo y ambas cámaras del Congreso (azul: demócratas, rojo: republicanos), y el tiempo estimado hasta la fecha en que se agotarían los fondos disponibles para cumplir con las obligaciones financieras del Gobierno federal norteamericano (lo que llevaría a un impago de la deuda, o default, o a un cierre de partes de la Administración pública, shutdown).
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Politico.com.

China: actividad

Variación interanual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Oficina Nacional de Estadística de China.

Nuevo escenario económico: ¿cambio de perspectivas en las economías y mercados internacionales?

Tres grandes dinámicas han caracterizado el desempeño de la economía internacional desde principios de año. En primer lugar, los precios energéticos se han destensionado y se han estabilizado en cotas mucho más bajas de lo temido hace unos meses, aunque todavía por encima de sus niveles prepandemia.¹ En segundo lugar, los indicadores han exhibido resiliencia por el lado de la actividad y una evolución mixta por el lado de la inflación, con descensos acusados en la inflación general pero una persistencia no desdeñable en los componentes más inerciales. Por estos motivos, y como tercera gran dinámica del año, los principales bancos centrales se han visto empujados a seguir endureciendo su política monetaria. Además de las subidas de tipos, en 2023 las condiciones financieras también se han tensionado tras la caída del Silicon Valley Bank (SVB) en EE. UU. y sus reverberaciones en los mercados financieros globales.² En conjunto, todos estos acontecimientos nos han llevado a reevaluar las perspectivas para la economía internacional y los mercados financieros.³

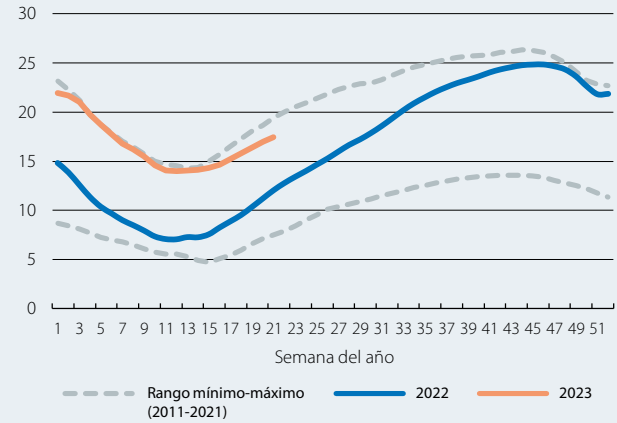
Distensión energética

2023 empezó con unos precios de la energía mucho menos tensionados de lo que se temía inicialmente, y este panorama se ha ido confirmando a lo largo de la primavera. En el mercado del gas, Europa consiguió superar el invierno sin contratiempos, gracias a unos niveles de reservas elevados y unas políticas efectivas de contención de la demanda y de la volatilidad de los precios, todo ello acompañado por un invierno más templado de lo habitual. Así, en mayo, los mercados de futuros cotizaban un precio del gas TTF de unos 50 €/MWh en promedio para el conjunto de 2023 y 2024. Estos niveles, sustancialmente inferiores a los más de 100 euros previstos a principios de año,⁴ ofrecerán algo de alivio a la actividad económica en los próximos trimestres.

Por su parte, el mercado de petróleo ha vivido unos meses más volátiles, con el barril de Brent fluctuando entre los 70 dólares (en momentos en los que el mercado se veía dominado por temores a un enfriamiento global) y casi los 90 dólares (cuando a las señales de una rápida reactivación de la economía china se le sumaron unos nuevos recortes en la

1. El precio del gas también ya se encuentra por debajo de sus registros previos a la guerra en Ucrania (los precios se venían tensionando desde el 3T 2021).
2. Véase el Focus «[Consideraciones sobre estabilidad financiera en tiempos de endurecimiento monetario](#)» en el IM05/2023.
3. Nuestro nuevo cuadro macroeconómico puede consultarse en las tablas de previsiones de este mismo [Informe Mensual](#).
4. Precios según la media móvil de 60 días, que es la métrica de referencia para nuestras proyecciones para el precio del gas. En parte, los menores precios también recogen la perspectiva de un enfriamiento de la actividad económica global.

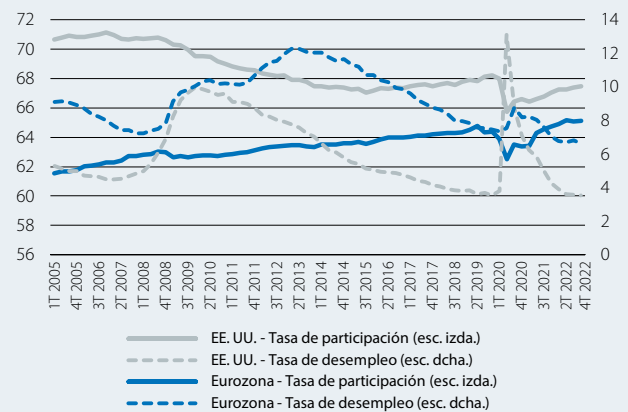
Eurozona: almacenamiento de gas * (% de consumo)



Nota: * Promedio de Alemania, Francia, Italia y España.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de AGSI.

EE. UU. y eurozona: mercado laboral

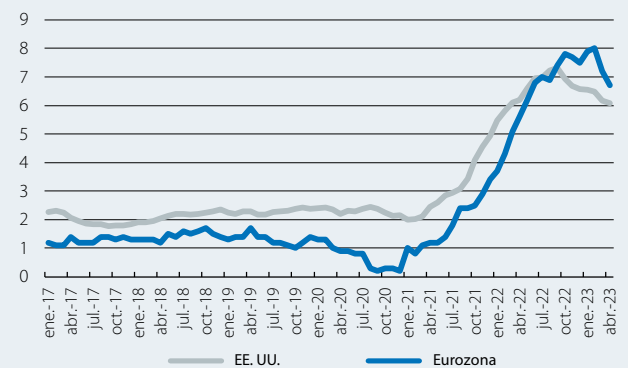
(% de población entre 15 y 74 años) (% de población activa entre 15 y 74 años)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la OCDE.

IPC: trimmed mean 15% *

Variación interanual (%)



Nota: * La inflación trimmed mean se calcula excluyendo (trim, en inglés) de la cesta promedio (mean, en inglés) los componentes con movimientos más abruptos en los precios. En este caso, el 15% de componentes con cambios más bruscos (16% para la serie de EE. UU.).
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BCE y de la Fed de Cleveland.

producción de la OPEP). Esta volatilidad, junto con la perspectiva de una segunda mitad del año en la que el reimpulso de China pueda notarse más en el precio de las materias primas, nos lleva a mantener una previsión del barril de Brent alrededor de los 85 dólares (80 euros) para 2023.

Resiliencia de la actividad mundial

Los indicadores de actividad no solo mejoraron sostenidamente a lo largo del invierno y la primavera (por ejemplo, el índice PMI mundial pasó de un mínimo de 48 puntos en noviembre, en contracción económica, a superar los 54 puntos en abril, en zona claramente expansiva), sino que los PIB del 1T sorprendieron al alza en las grandes economías: frente a previsiones de 0,1%, 2,0% y -0,2% intertrimestrales para EE. UU., China y la eurozona, respectivamente, los datos reales fueron del 0,3%, 2,2% y 0,1%.⁵ Estas cifras muestran una actividad menos débil de lo esperado y, casi mecánicamente, su efecto arrastre nos lleva a aumentar nuestras previsiones de PIB para 2023.

Sin embargo, esto no significa que la actividad mundial deje atrás un escenario de enfriamiento para los próximos trimestres. En realidad, nuestras nuevas previsiones dibujan crecimientos trimestrales más bien modestos, especialmente en EE. UU. y el conjunto de la eurozona. Y es que los mayores tipos de interés ejercen un lastre que se irá haciendo más visible. De hecho, el enfriamiento sí se vislumbra en el desglose sectorial: el empuje del PMI comentado anteriormente procede principalmente de la expansión del sector servicios, mientras que distintos indicadores muestran una contracción de la actividad industrial en las grandes economías del mundo ya en los últimos meses.

Con todo, el menor dinamismo de la actividad encontrará un colchón en la robustez de los mercados laborales, que siguen con un desempleo en mínimos tanto en EE. UU. como en la eurozona y un notable avance de las tasas de actividad.

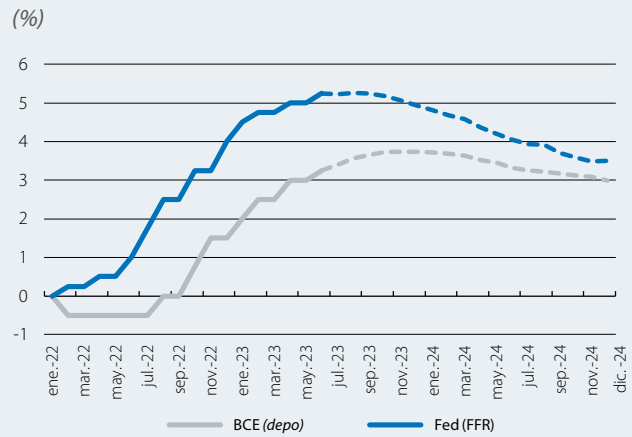
Una inflación subyacente más inercial

La inflación general ha descendido sostenidamente desde los picos alcanzados en 2022, y lo ha hecho principalmente gracias a los precios energéticos, tanto por su efecto base como por los menores costes de la energía.⁶ Este arrastre de la energía se filtrará, indirectamente, al resto de la cesta de precios en los próximos meses, lo que intensificará el descenso de la inflación. De hecho, las señales desinflacionistas empiezan a asomar la cabeza de manera

5. Aunque mejor de lo esperado, la cifra de la eurozona ha quedado ensombrecida por una revisión a la baja en Alemania (-0,3%, tras una estimación inicial del 0,0%). Sin embargo, sobre el dato de la eurozona también pesa una contracción del 2,7% en Irlanda (cuyos datos están siendo inusualmente volátiles). Con estas dos excepciones destacadas, en la mayoría de los países de la eurozona el PIB del 1T sorprendió al alza.

6. En la eurozona, la energía ha pasado de añadir casi 5 p. p. a la inflación general en otoño (cuando se llegó a un pico de inflación del 10,6%) a solo 0,2 p. p. en abril (cuando la inflación general fue del 7,0%).

Tipos de interés oficiales y expectativas de mercado



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Fed, del BCE y de Bloomberg.

más generalizada en las etapas intermedias de la cadena de formación de precios, donde los cuellos de botella se han normalizado, los precios industriales se desaceleran en todos los sectores (incluida la alimentación) y las encuestas reflejan una moderación en las intenciones de fijación de precios de las empresas. Es más, en EE. UU., el índice de alquileres, un componente clave que pesa el 40% de la cesta núcleo, encadena dos meses de moderación y ayudará a reducir la inflación en adelante.

Sin embargo, en lo que va de año, las presiones de precios subyacentes han mostrado más resistencia de lo inicialmente previsto.⁷ Aunque esto nos lleva a aumentar moderadamente nuestras previsiones de inflación para el conjunto de 2023 (más que compensando el efecto bajista de las nuevas previsiones de la energía), seguimos esperando una desaceleración gradual de los precios en los próximos trimestres, sustentada por los efectos indirectos comentados arriba, el enfriamiento de la demanda y la contención de los ciclos de retroalimentación entre salarios, márgenes y precios.

Tipos de interés altos durante más tiempo

Ante estas dinámicas en la crisis energética, la actividad y la inflación, los bancos centrales de las principales economías avanzadas se han visto empujados a seguir subiendo tipos (hasta un *fed funds rate* entre 5,00%-5,25% en EE. UU. y un tipo *depo* en el 3,25% en Europa). Por otro lado, con unos tipos de interés en niveles claramente restrictivos, conscientes de que el impacto macroeconómico de los incrementos de tipos opera con rezago y con indicios claros de que la transmisión de la política monetaria funciona,⁸ recientemente los bancos centrales han adoptado

7. Por ejemplo, la inflación núcleo empezaba 2023 en el 5,6% en EE. UU. y el 5,3% en Europa en enero, y en abril seguía en el 5,5% en EE. UU. y el 5,6% en la eurozona.

8. Visión reforzada por el episodio del SVB. Véase, además, el Focus «¿La política monetaria está consiguiendo enfriar la actividad? Una primera evaluación» en este mismo Informe Mensual.

una actitud más prudente. Sin poder descartar alguna subida más (caso de la Fed) o todavía apuntando a incrementos moderados (caso del BCE), la estrategia pasa por mantener los tipos en región restrictiva por un buen tiempo (más que llevarlos hacia cotas todavía más altas), y condicionando cualquier próximo paso a la evolución de los datos de actividad e inflación.

Así, poniendo el foco en Europa, recogemos el mensaje del BCE de la «necesidad de tipos sostenidamente altos» y nuestras nuevas previsiones contemplan que los tipos de interés alcancen un pico algo más elevado en los próximos meses (*depo* al 3,75%) y que se sostenga en estas cotas algo más de tiempo (el primer recorte no se produciría antes de mediados de 2024).

La exigencia del entorno persiste

Detrás de estos cambios en la coyuntura, persiste una constelación de riesgos que impiden dejar atrás la fragilidad del entorno. Además de los factores geopolíticos, entre los que sobresale la guerra en Ucrania, la caída del SVB ha puesto de relieve que, en un contexto de notables subidas de tipos de interés (y que se producen tras un largo periodo de tipos bajos), existe un riesgo de endurecimiento acusado de las condiciones financieras y el consiguiente enfriamiento abrupto de la economía. En el mismo sentido, también preocupa el estado de algunos mercados inmobiliarios, con fuertes subidas de precios en los últimos años, signos de sobrevaloración y elevado endeudamiento de los hogares, como analizamos recientemente.⁹ Asimismo, de persistir las presiones de precios subyacentes, los bancos centrales pueden verse forzados a endurecer todavía más la política monetaria, acentuando los riesgos anteriores.

Previsiones para economías y mercados internacionales

Variación anual (%), si no se indica lo contrario	2022	2023	2024
PIB mundial	3,4	2,8 (2,7)	3,0 (3,4)
EE. UU. PIB	2,1	1,2 (0,9)	0,8 (1,4)
EE. UU. inflación	8,0	4,2 (4,1)	2,2 (2,7)
Fed - <i>fed funds rate</i> (<i>fin de año</i>)	4,50	5,00	3,75
PIB eurozona	3,5	0,9 (0,5)	1,3 (1,6)
Inflación eurozona	8,4	5,5 (5,3)	2,6 (2,7)
BCE - <i>depo</i> (<i>fin de año</i>)	2,00	3,75 (3,50)	3,00 (2,50)
Euríbor 12M (<i>promedio</i>)	1,1	3,8 (3,4)	3,3 (2,6)
Tipo de cambio EUR/USD (<i>fin de año</i>)	1,06	1,12 (1,10)	1,15
PIB China	3,0	5,7 (5,2)	4,9 (5,1)
Petróleo Brent (<i>€ por barril, promedio</i>)	94	80	76
Gas natural (TTF) (<i>€ por MWh, promedio</i>)	132	51 (113)	55 (93)

Nota: Entre paréntesis, previsión anterior (solo cuando es diferente).

Fuente: CaixaBank Research.

9. Véase el Focus «[Los mercados inmobiliarios de las economías avanzadas ante el endurecimiento de la política monetaria \(parte I\)](#)» en el IM04/2023.

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

ESTADOS UNIDOS

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	03/23	04/23	05/23
Actividad									
PIB real	5,9	2,1	1,8	1,9	0,9	1,6	–	–	–
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	15,8	9,3	8,8	9,4	7,5	5,9	5,0	4,3	...
Confianza del consumidor (valor)	112,7	104,5	103,4	102,2	104,2	105,5	104,0	103,7	102,3
Producción industrial	4,4	3,4	3,8	3,5	1,8	1,3	0,1	0,2	...
Índice de actividad manufacturera (ISM) (valor)	60,7	53,5	55,0	52,2	49,1	48,3	46,3	47,1	...
Viviendas iniciadas (miles)	1.606	1.551	1.636	1.446	1.405	1.375	1.371	1.401	...
Case-Shiller precio vivienda 2.ª mano (valor)	267	306	313	310	303	302	302,1	...	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	5,4	3,6	3,6	3,6	3,6	3,5	3,5	3,4	...
Tasa de empleo (% pobl. > 16 años)	58,4	60,0	59,9	60,0	60,0	60,1	60,4	60,4	...
Balanza comercial ¹ (% PIB)	-3,6	-3,7	-4,0	-3,9	-3,7	-3,6	-6,6	...	...
Precios									
Inflación general	4,7	8,0	8,6	8,3	7,1	6,7	5,0	4,9	...
Inflación subyacente	3,6	6,2	6,0	6,3	6,0	5,7	5,6	5,5	...

JAPÓN

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	03/23	04/23	05/23
Actividad									
PIB real	2,2	1,0	1,8	1,6	0,4	1,3	–	–	–
Confianza del consumidor (valor)	36,3	32,2	32,4	31,0	30,4	30,7	33,9	35,4	36,0
Producción industrial	5,6	0,1	-3,6	4,0	0,6	-1,8	-0,6	0,4	...
Índice actividad empresarial (Tankan) (valor)	13,8	9,5	9,0	8,0	7,0	1,0	–	–	–
Tasa de paro (% pobl. activa)	2,8	2,6	2,6	2,6	2,5	2,5	2,8	2,6	...
Balanza comercial ¹ (% PIB)	-0,3	-3,7	-1,9	-3,0	-3,8	-4,0	-7,7	-15,0	...
Precios									
Inflación general	-0,2	2,5	2,4	2,9	3,9	4,1	3,3	3,5	...
Inflación subyacente	-0,5	1,1	0,8	1,5	2,8	3,0	3,7	4,1	...

CHINA

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	03/23	04/23	05/23
Actividad									
PIB real	8,4	3,0	4,8	0,4	3,9	4,5	–	–	–
Ventas al por menor	12,4	-0,8	1,6	-4,9	3,5	5,9	10,6	18,4	...
Producción industrial	9,3	3,4	6,3	0,6	4,8	2,9	3,9	5,6	...
PMI manufacturas (oficial)	50,5	49,1	49,9	49,1	49,5	51,5	51,9	49,2	48,8
Sector exterior									
Balanza comercial ^{1,2}	681	889	728	824	908	933	979,6	969,2	...
Exportaciones	30,0	7,1	15,7	12,9	10,0	0,4	14,8	8,5	...
Importaciones	30,0	1,1	10,6	1,2	0,6	-7,3	-1,4	-7,9	...
Precios									
Inflación general	0,9	2,0	1,1	2,2	2,7	1,3	0,7	0,1	...
Tipo de interés de referencia ³	3,8	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7
Renminbi por dólar	6,5	6,7	6,3	6,6	6,9	6,9	6,9	6,9	7,1

Notas: 1. Saldo acumulado durante los últimos 12 meses. 2. Miles de millones de dólares. 3. Final del periodo.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, Reserva Federal, Standard & Poor's, ISM, Departamento de Comunicaciones de Japón, Banco de Japón, Oficina Nacional de Estadística china y Refinitiv.

EUROZONA

Indicadores de actividad y empleo

Valores, salvo indicación expresa

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	03/23	04/23	05/23
Ventas al por menor (variación interanual)	5,4	...	1,1	-0,5	-2,6	-2,6	-3,7	...	...
Producción industrial (variación interanual)	9,9	...	2,0	3,4	2,0	0,4	-1,5	...	...
Confianza del consumidor	-7,5	...	-22,7	-26,9	-26,9	-26,9	-19,1	-17,5	-17,4
Sentimiento económico	110,7	...	103,9	96,5	96,5	96,5	98,9	99,0	96,5
PMI manufacturas	60,2	...	54,1	49,3	49,3	49,3	47,3	45,8	44,6
PMI servicios	53,6	...	55,6	49,9	49,9	49,9	55,0	56,2	55,9
Mercado de trabajo									
Empleo (personas) (variación interanual)	1,4	...	2,7	1,8	1,5	1,6	-	-	-
Tasa de paro (% pobl. activa)	7,7	6,7	6,7	6,7	6,7	6,6	6,6	6,5	...
Alemania (% pobl. activa)	3,6	3,1	3,0	3,1	3,1	3,0	2,9	2,9	...
Francia (% pobl. activa)	7,9	7,3	7,5	7,2	7,2	7,0	7,0	7,0	...
Italia (% pobl. activa)	9,5	8,1	8,1	8,0	7,9	8,0	7,9	7,8	...
PIB real (variación interanual)	5,6	3,5	4,4	2,5	1,8	1,3	-	-	-
Alemania (variación interanual)	2,8	1,9	1,7	1,4	0,8	-0,5	-	-	-
Francia (variación interanual)	6,8	2,5	4,0	1,1	0,6	0,9	-	-	-
Italia (variación interanual)	7,3	3,9	5,0	2,5	1,5	1,9	-	-	-

Precios

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	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
Subyacente	1,5	3,9	3,7	4,4	5,1	5,5	5,7	5,6	5,3

Sector exterior

Saldo acumulado durante los últimos 12 meses en % del PIB de los últimos 4 trimestres, salvo indicación expresa

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	03/23	04/23	05/23
Saldo corriente	2,5	-1,2	0,6	-0,8	-1,2	-0,5	-0,5	...	...
Alemania	7,8	4,2	6,0	4,7	4,2	4,5	4,5	...	...
Francia	0,4	-2,2	-0,4	-1,4	-2,2	-1,9	-1,9	...	...
Italia	3,1	-1,2	0,6	-1,1	-1,2	-0,8	-0,8	...	...
Tipo de cambio efectivo nominal¹ (valor)	94,3	90,8	90,2	88,9	91,7	93,1	93,3	94,6	...

Crédito y depósitos de los sectores no financieros

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	03/23	04/23	05/23
Financiación del sector privado									
Crédito a sociedades no financieras ²	3,5	6,7	6,1	8,4	7,8	5,7	4,6	...	...
Crédito a hogares ^{2,3}	3,8	4,4	4,6	4,4	4,0	3,2	2,5	...	...
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras ⁴ (%)	1,2	1,8	1,4	1,8	2,9	3,8	...	...	...
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda ⁵ (%)	1,3	2,0	1,5	2,1	2,9	3,7	...	...	...
Depósitos									
Depósitos a la vista	12,6	6,3	7,8	6,4	1,8	-3,4	-6,1	...	...
Otros depósitos a corto plazo	-0,8	4,5	0,9	5,3	12,0	17,6	21,1	...	...
Instrumentos negociables	11,6	3,7	2,2	4,1	7,6	19,5	21,9	...	...
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares (%)	0,2	0,5	0,2	0,4	1,1	1,8	...	...	...

Notas: 1. Ponderado por el flujo de comercio exterior. Valores mayores significan apreciación de la moneda. 2. Datos ajustados de ventas y titulaciones. 3. Incluyen las ISFLSH. 4. Créditos de más de un millón de euros a tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo oficial. 5. Préstamos a tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo oficial.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat, Banco Central Europeo, Comisión Europea, organismos nacionales de estadística y Markit.

Revisión al alza del crecimiento de España en 2023

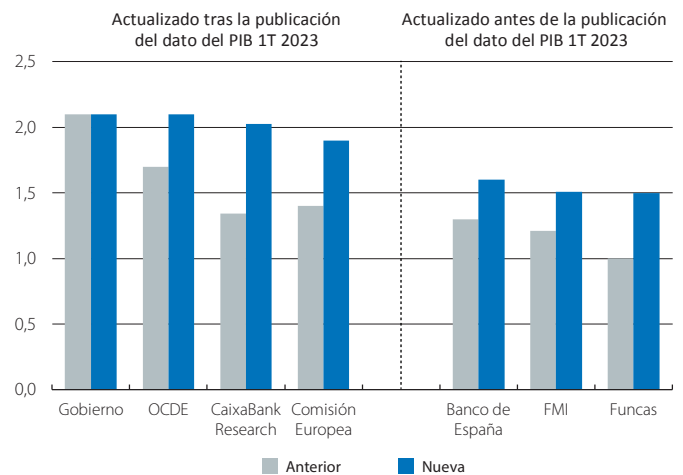
La previsión de crecimiento del PIB en 2023 se revisa al alza hasta el 2,0% (+0,7 p. p.). El buen dato de crecimiento en el 1T 2023 que se publicó el mes pasado (0,5% intertrimestral) ahuyentó los temores de recesión a corto plazo, y los datos que se han publicado los últimos meses, en general, han sido mejores de lo esperado. También apoya la mejora de las perspectivas económicas la rápida moderación de los precios de la energía que se ha producido en los últimos meses. No obstante, mientras un crecimiento del 2% en un contexto tan retador como el actual es ciertamente positivo, es importante resaltar que gran parte de este crecimiento proviene del buen desempeño del sector exterior. La demanda interna, en contraposición, se muestra débil, afectada por el impacto de la elevada inflación y el aumento de los tipos de interés (véase el Focus «Nuevo escenario económico: mejoran las perspectivas económicas para España» en este mismo informe, para más información acerca del cambio en las previsiones macroeconómicas).

Los indicadores disponibles para el 2T 2023 muestran un comportamiento mixto. En positivo, el PMI para el sector servicios se situó en mayo en los 56,7 puntos, ampliamente por encima del nivel a partir del cual se suelen observar tasas de crecimiento positivas (50 puntos), aunque en una cota inferior al de los dos meses anteriores. Los indicadores relacionados con el consumo ofrecen señales mixtas. Por un lado, el índice de comercio al por menor en términos reales creció un 0,9% intermensual en abril y, si excluimos las estaciones de servicio del cómputo, el crecimiento alcanza el 4,1% intermensual. En contraposición, según el indicador CaixaBank de consumo, la actividad de las tarjetas españolas se enfrió en abril respecto a los meses anteriores y creció un 4,1% interanual (9,9% en marzo). Esta debilidad ha tenido continuidad en los datos disponibles hasta la primera mitad de mayo. A su vez, el sector industrial ha mantenido una tónica de debilidad. En mayo, el PMI del sector manufacturero cedió 0,6 puntos y se emplazó en los 48,4 puntos, dentro de la zona que denota contracción (los registros inferiores a 50 puntos). En conjunto, el cuadro de indicadores sugiere que la economía sigue creciendo, pero a un ritmo más moderado que en el trimestre anterior.

El mercado laboral español mantiene el buen tono y la afiliación a la Seguridad Social marca un nuevo máximo en mayo, con 20,8 millones de trabajadores. No obstante, se observa una ligera moderación en el ritmo de creación de empleo. Así, la afiliación aumentó en 200.411 personas en mayo, ligeramente por debajo de la media en un mes de mayo (214.000 de media en el periodo 2014-2019), y la tasa interanual se moderó 1 décima, hasta el 2,9%. Corrigiendo por estacionalidad, el empleo aumentó en el mes en 47.883 afiliados, tras crecer en más de 100.000 en los dos meses anteriores. Por su parte, el paro bajó en 49.260 personas, hasta las 2.739.110 personas, un

España: comparativa de previsiones del PIB

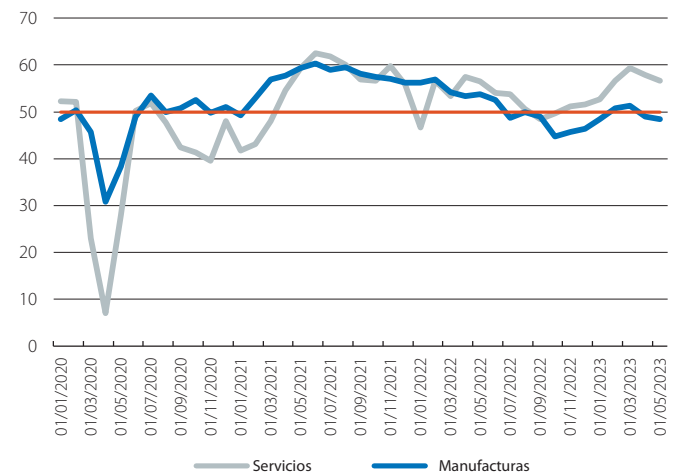
Variación anual en 2023 (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Gobierno, de la Comisión Europea, de la OCDE, del Banco de España, del FMI y de Funcas.

España: PMI

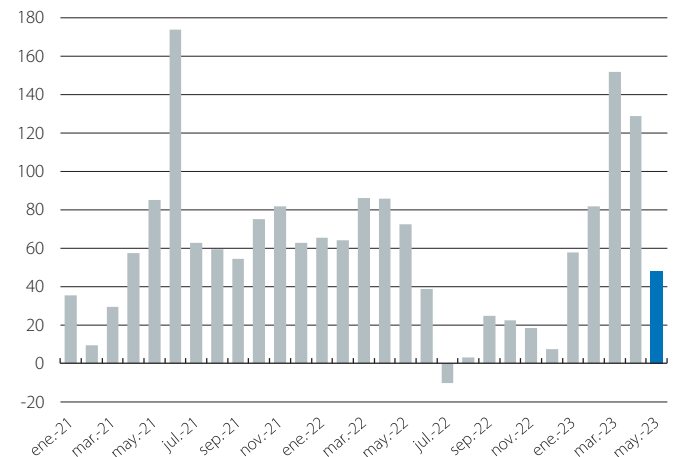
Nivel



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de IHS Markit.

España: afiliados a la S. S. *

Variación intermensual (en miles)



Nota: * Datos desestacionalizados.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del MSSM.

descenso inferior al habitual en un mes de mayo (-105.000 de media en el periodo 2014-2019).

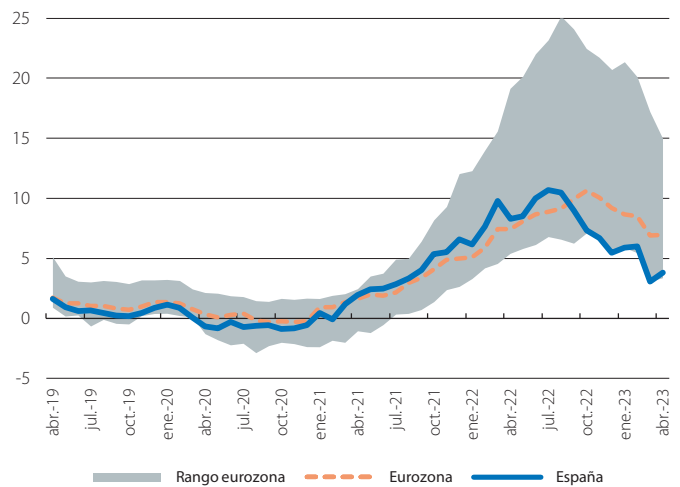
La inflación se modera más de lo esperado en mayo. La inflación general descendió notablemente en mayo y se situó en el 3,2% interanual (4,1% en abril), según el indicador adelantado del IPC publicado por el INE. La desaceleración en los precios no vino dominada por efectos base, tal y como sucedió en los dos meses anteriores, por lo que la señal que transmite esta moderación es clara y, en este caso, positiva. A falta de conocer el desglose, el INE apuntó que la contención de la inflación se debió, principalmente, a una apreciable caída de los precios de los carburantes y a una menor inflación en los alimentos. Por su parte, la inflación subyacente (que excluye energía y alimentos no elaborados) también anotó una caída significativa, al situarse en el 6,1% (6,6% en abril), gracias a una evolución contenida del IPC subyacente en términos intermensuales, que reafirma la señal de suavización en las tensiones de precios.

El precio de la vivienda avanzó de forma significativa en el 1T. El valor de tasación de la vivienda libre creció un 2,2% intertrimestral en el 1T 2023, frente al 0,5% del 4T 2022, si bien en términos interanuales siguió aminorando su ritmo de avance (3,1% interanual frente al 3,3% en el trimestre anterior). En la misma tónica, el índice del precio de la vivienda basado en ventas repetidas del Colegio de Registradores también anotó un avance significativo en el 1T 2023 (1,3% intertrimestral, 5,4% interanual). Por su parte, la demanda de vivienda se va enfriando. En marzo, el número de compraventas descendió un 5,7% interanual. Sin embargo, es necesario matizar que la moderación parte de un nivel de actividad muy elevado. Pese a la caída interanual, las compraventas aún se sitúan un 30,4% por encima del nivel de marzo de 2019 (prepandemia). A pesar del repunte presenciado en el 1T 2023, prevemos que el precio de la vivienda mostrará una senda de desaceleración en los próximos trimestres, en un contexto de moderación de la demanda ante el aumento de los tipos de interés.

Intensa corrección del déficit comercial en el 1T 2023. El déficit de la balanza comercial de bienes se situó en el 1T en 6.578 millones de euros, 2,3 veces menos que hace un año (-15.416 millones) y ligeramente por debajo del promedio de los primeros trimestres entre los años 2014 y 2019 (-6.760 millones). Este resultado fue fruto tanto del menor déficit energético como de la notable mejora del saldo de bienes no energéticos. Así, el déficit energético en el 1T se redujo hasta 8.218 millones, frente a un déficit de 11.052 millones en el mismo periodo de 2022, gracias a las menores importaciones en volumen (-9,7%), en un contexto de descenso de sus precios (-1,1%). Por su parte, la balanza de bienes no energéticos anotó un superávit de 1.639 millones de euros, el mejor registro en un 1T desde 2014 (déficit de 4.364 millones en el mismo periodo de 2022), gracias al mayor dinamismo de las exportaciones (15,1% vs. 7,3% de las importaciones).

España y eurozona: IPC general

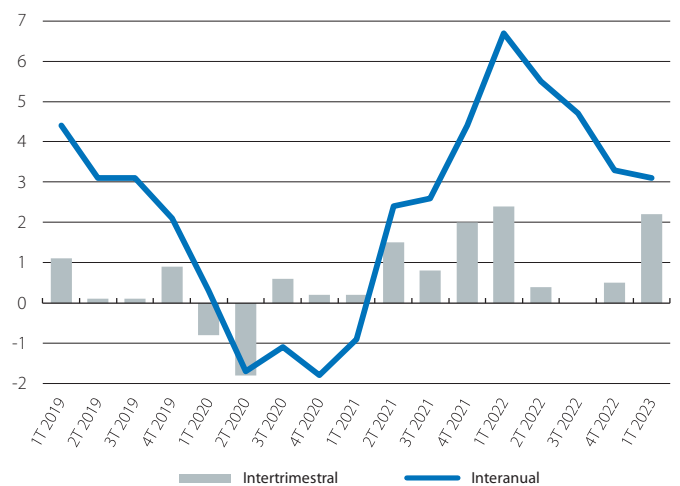
Variación interanual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE y de Eurostat para el IPCA.

España: precio de la vivienda (tasación)

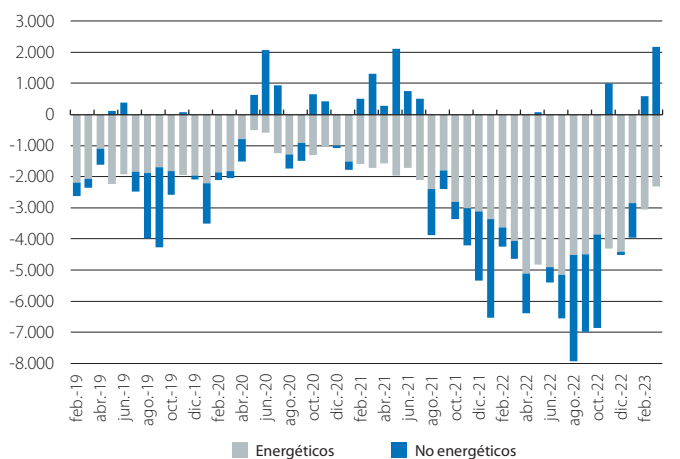
Variación (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del MITMA.

España: saldo comercial de bienes *

Datos mensuales (millones de euros)



Nota: * Se utiliza la clasificación CUCI para bienes. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Aduanas.

Nuevo escenario económico: mejoran las perspectivas económicas para España

Han pasado prácticamente cuatro meses desde nuestra última actualización del escenario macroeconómico. Durante estos meses, la economía española ha mostrado un tono más resiliente de lo que se esperaba. Asimismo, se ha confirmado la práctica, aunque no completa, normalización del precio del gas natural y ya vemos cerca el techo de los tipos de interés de referencia. Ante todos estos cambios, hemos actualizado nuestro escenario de previsiones macro.

Un punto de partida mejor de lo esperado

A pesar de la coyuntura llena de desafíos, el desempeño de la economía española se ha visto sostenido por tres elementos fundamentales: un sólido mercado laboral, la marcada corrección del precio del gas natural y un vigoroso comportamiento del sector exterior.

El empleo, lejos de desacelerar, ha apretado el acelerador en los primeros compases de 2023. De acuerdo con la EPA, el empleo creció un 1,2% intertrimestral en el 1T 2023 en términos desestacionalizados, lo que supera notablemente el 0,2% que se registró en el trimestre anterior. Si nos fijamos en los datos de afiliación a la Seguridad Social, esta tendencia positiva estaría extendiéndose al 2T 2023. El buen desempeño del mercado laboral está brindando a las familias la capacidad de enfrentar con más solvencia las presiones inflacionarias. Además, sostiene las perspectivas de demanda para las empresas y crea una barrera efectiva al crecimiento de la desigualdad, un factor crucial en un contexto de presión sobre los costes de la vida.

Paralelamente, la actividad se ha visto beneficiada por la caída del precio del gas natural. Frente a los temores de que la crisis energética se recrudeciera en el transcurso del invierno, lo cierto es que la tensión se ha aliviado gracias a un invierno más templado de lo habitual, la fuerte corrección de la demanda y la buena evolución de las reservas de gas. De este modo, si el precio del gas natural (referencia Mibgas) registró un promedio de cerca de 100 €/MWh en 2022, durante el 1T 2023, el precio promedio se ha situado en torno a los 50 €/MWh, y en lo que llevamos del 2T, el precio promedio ha descendido hasta los 35 €/MWh, una cifra que se acerca al promedio de 20 €/MWh del periodo 2017-2019.

En cuanto al sector exterior, ha demostrado un notable vigor, impulsado en gran medida por el turismo. Para ilustrarlo, en el 1T 2023, si bien la llegada de turistas internacionales se situó aún un 3,5% por debajo del mismo trimestre de 2019, el gasto en términos reales se emplazó un 12,1% por encima del nivel del 1T 2019. Aunque el turismo ha sido el motor principal de la demanda externa, no ha sido el único. El saldo comercial de bienes no energéticos

anotó en el trimestre un superávit de 1.639 millones de euros, gracias a un incremento de las exportaciones (15,1% interanual) que supera al de las importaciones (7,3%). Este saldo es el mejor registro en un 1T desde 2014, y contrasta con el déficit de 4.364 millones registrado en el 1T 2022. Además, no toda la mejora del saldo ha sido efecto precio. En términos de volumen, las exportaciones crecieron un 3,6% interanual frente a una caída de las importaciones del 2,2%. Asimismo, las exportaciones de servicios no turísticos también han presentado un comportamiento muy favorable. El saldo comercial de servicios no turísticos alcanzó un superávit de 10.460 millones de euros, muy por encima del saldo del 1T 2022, de 5.892 millones de euros. Este registro conjuga un fuerte aumento de las exportaciones (18% interanual) con una caída de las importaciones (-6%).

En resumen, todos estos factores han favorecido que el dato del PIB superara las expectativas durante el 1T, desvaneciendo los temores a una recesión a corto plazo.¹

Supuestos claves del escenario: inflación y tipos de interés

No obstante, el panorama no está exento de obstáculos. La alta inflación y los elevados tipos de interés van dejando su rastro en la economía. Afortunadamente, aquellos *shocks* que desencadenaron el repunte inflacionario empiezan a desvanecerse. Tal y como hemos comentado anteriormente, los precios de la energía han experimentado un declive notable, y se sitúan ya cerca de los niveles promedio históricos. Además, los famosos cuellos de botella, legado de los procesos de reapertura de las economías en los últimos estadios de la pandemia, también están empezando a disiparse y alivian las presiones en los estados iniciales de la cadena de formación de precios.

La reciente corrección de los precios de la energía ha dado paso a una moderación sustancial de la inflación general. Con datos hasta abril, ya se emplaza en el 4,1%, frente al 8,4% del promedio de 2022, a pesar de que los alimentos subían un 12,4%.² La inflación núcleo, que excluye los alimentos y la energía, se sitúa algo por encima de la general, en el 4,6%. Esto se debe a los efectos rezagados de la transmisión de los aumentos de costos que las empresas enfrentan desde el año pasado (efecto contagio).

Para 2023, proyectamos que la inflación general se sitúe en el 3,9% en promedio. Esta previsión incorpora la caída sustancial del precio de la energía, pero también la mayor

1. Véase la Nota Breve para más información acerca del dato del PIB.

2. El dato avance de la inflación de mayo muestra una continuación de la tendencia de desaceleración de la inflación, al registrar un 3,2%. Sin embargo, el dato avance aún no ofrece el desglose por componentes.

persistencia de la inflación núcleo y la de los alimentos. Con todo, prevemos que estas presiones se irán suavizando y que, para 2024, la inflación ya se emplace por debajo del 3% en promedio anual.

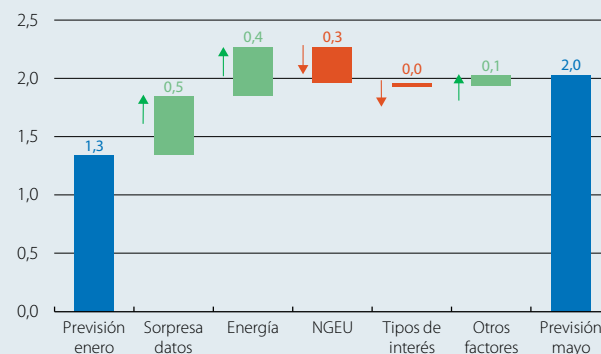
Estas proyecciones se basan en el supuesto de que no se producirán efectos de segunda ronda significativos. Si bien los salarios están recogiendo progresivamente el impacto de la inflación, hay indicios incipientes de que el crecimiento de los salarios podría estabilizarse alrededor del 4%-4,5% este año. Un crecimiento de los salarios de esta magnitud no debería suponer un riesgo al alza sobre la inflación. En este sentido, el reciente acuerdo salarial entre los agentes sociales se debe valorar positivamente, porque ayuda a reducir la incertidumbre y contribuye a limitar los efectos de segunda ronda.

En cuanto a los tipos de interés, el BCE continúa preocupado por la falta de signos evidentes de moderación de la inflación núcleo en la eurozona y ha señalado su intención de subir algo más los tipos de interés. Pero también es cierto que la subida acumulada ya de casi 4 p. p. (desde -0,50% a +3,25%) es muy sustancial y que sus efectos ya se están empezando a hacer notar, por ejemplo, en la demanda de crédito. Por ello, prevemos que el BCE haga subir el tipo *depo* hasta un pico del 3,75% (lo que coincide con la expectativa de los mercados) y que los mantenga en ese nivel hasta mediados de 2024. Es un camino más gradual hacia la normalización de la política monetaria del que esperábamos antes, pero, por lo que ha venido comunicando, pensamos que el BCE optará por una opción de tipos más altos durante más tiempo para asegurarse de que la inflación retrocede hasta el 2% a medio plazo.

Con todo, la elevada inflación y los tipos altos van dejando claras huellas a su paso. El consumo privado encadena dos trimestres consecutivos de retrocesos e indicadores de más alta frecuencia, como nuestro indicador interno basado en la evolución del gasto en tarjetas, no dan señales de una clara mejora en el horizonte más cercano. En 2022, el aumento de los precios propició un fuerte aumento del gasto. El consumo privado en términos nominales creció más del 10%, en comparación con un crecimiento más moderado del 3,6% en la renta bruta disponible. Consecuentemente, la tasa de ahorro disminuyó de un 13,7% en 2021 al 7,2% en 2022. Ante una tasa de ahorro acercándose a su promedio histórico (6,7% entre 2014 y 2019), el consumo en 2023 podría estar más estrechamente vinculado al crecimiento de la renta disponible. Sin embargo, aunque esperamos que la renta disponible crezca a una tasa superior, cerca del 4,5%, gracias al repunte del crecimiento salarial y al buen comportamiento previsto del empleo, también proyectamos que la inflación seguirá siendo alta, del 3,9%. Esto limitará el crecimiento del consumo en términos reales. Del mismo modo, la inversión también está acusando el encarecimiento del crédito y ha dado muestras de debilidad desde la primavera del 2022. Si bien los

España: desglose de la revisión de la previsión del crecimiento del PIB en 2023

(p. p.)



Fuente: CaixaBank Research.

fondos europeos seguirán actuando de apoyo, prevemos que la inversión mantenga una evolución moderada a lo largo de 2023.

Perspectivas

En conjunto, el 2023 se antoja como un año plagado de retos. Estamos en un año en el que la economía seguirá sufriendo el embate de la elevada inflación y el impacto del aumento de los tipos de interés, pero también podrá gozar de elementos de apoyo. En particular, destacamos el impulso derivado del práctico desvanecimiento del *shock* energético, el buen comportamiento del sector exterior, fruto del margen de recuperación que aún presentan los sectores que fueron más expuestos a la pandemia, y la contribución de los fondos europeos. Una vez incorporamos toda la información, prevemos que el PIB crezca un 2,0% en el conjunto de 2023, lo que supone una revisión al alza de 0,7 p. p. respecto a nuestra previsión anterior. Tal y como muestra el gráfico, esta revisión se explica, en gran parte, por la mejora de los datos del segundo tramo de 2022 y por la caída de los precios de la energía que ha tenido reflejo en un buen comportamiento de la economía en el 1T 2023. El supuesto de ejecución de los fondos europeos ha limitado el alcance de la revisión, al incorporar ahora un grado de ejecución algo más conservador. Con todo, la contribución de los fondos NGEU se mantendrá muy significativa y aportará 0,7 p. p. al crecimiento anual del PIB. Por su parte, prevemos que la mayor persistencia de unos tipos de interés elevados tenga un impacto aún moderado en 2023 y que se note con mayor intensidad en el 2024.

Oriol Carreras

El Programa de Estabilidad 2023-2026: ajuste del déficit público español gracias al crecimiento económico

El crecimiento económico, clave para la senda descendente del déficit

El Programa de Estabilidad 2023-2026 presentado por el Gobierno plantea un ajuste gradual del déficit público, impulsado por la recuperación de la economía española, con una reducción desde el 4,8% del PIB en 2022 al 3,9% en 2023 y al 2,5% en 2026.¹ En contraste, AIREF estima que en 2026 el déficit público se situará en el 3,0% del PIB, debido principalmente a una previsión menos optimista de la evolución de los ingresos.²

El cuadro macro en el que se basa el Plan de Estabilidad es similar al del conjunto de analistas y cuenta con el visto bueno de la AIREF. Las previsiones son de un crecimiento del PIB del 8,2% en el acumulado entre 2023 y 2026, con un papel muy relevante de la inversión en 2024 gracias al programa NGEU.³ Supone que la inflación descenderá al 2% en 2025 y prevé un dinamismo importante del mercado laboral con una tasa de paro por debajo del 10,0% en 2026 y un crecimiento interanual promedio de los ocupados del 2,1% en 2023-2026 (creación de 1,1 millones de puestos de trabajo equivalente a tiempo completo hasta 2026).

Si analizamos con algo de detalle la evolución prevista de las cuentas públicas, en cuanto a los ingresos, el Programa tiene en cuenta las medidas aprobadas en los presupuestos de 2023 (aumento del IRPF para rentas del capital, gravamen a banca y energéticas, impuesto de solidaridad de grandes fortunas en 2023-2024...) y el alza de cotizaciones sociales prevista en la reforma de pensiones. Así, se prevé que los ingresos aumenten en porcentaje del PIB hasta el 43,4% del PIB en 2023 (43,0% en 2022) y que el peso siga aumentando los próximos años, gracias a un crecimiento de los impuestos directos y de las cotizaciones sociales por encima del PIB nominal. En el caso de los impuestos directos, esto refleja el dinamismo de la recaudación por la buena evolución que se proyecta en el mercado laboral y también el supuesto de que se consolidarán factores estructurales de la pospandemia como el afloramiento de la economía sumergida tras la reforma laboral, el menor fraude fiscal o el auge del comercio *online*. En el caso de las cotizaciones sociales, captura el dinamismo del mercado laboral y el aumento de cotizaciones de la reforma de pensiones. Así, se supone que la presión fiscal crecerá en los próximos años a pesar de que en el Programa no se contemple un aumento de los tipos impositivos.

1. Se basa en un escenario que contempla el impacto de las medidas aprobadas hasta la fecha.

2. En 2026, la previsión de ingresos en porcentaje de PIB de AIREF es 0,6 p. p. menor que en el Programa de Estabilidad. En cambio, el gasto público en porcentaje del PIB es muy similar.

3. Se prevé que la inversión crezca un 5,0% interanual en 2024 (0,9% en 2023).

España: escenario macro del Programa de Estabilidad

	2022	2023	2024	2025	2026
PIB real (crecimiento en %)	5,5	2,1	2,4	1,8	1,7
PIB nominal (crecimiento en %)	10	6,1	5,9	3,9	3,6
Tasa de paro (media anual en %)	12,9	12,2	10,9	10,3	9,8
Remuneración por asalariado (crecimiento en %)	2	4,7	3,3	2,4	1,7
Deflactor de consumo privado (%)	6,8	3,9	3,2	2	1,9
Euríbor a 3 meses	0,3	3,3	3	2,5	-
Precio del gas natural (€/MWh)	100	59	50	50	50
Tipo bono español a 10 años	2,2	3,5	3,6	3,8	-

Fuente: Programa de Estabilidad 2023-2026, Gobierno de España.

España: Programa de Estabilidad del Gobierno 2023-2026

Elementos clave	% del PIB 2022	% del PIB 2023	% del PIB 2024	% del PIB 2026
Ingresos públicos	43,0	43,4	43,3	43,8
Impuestos indirectos (IVA...)	12,1	11,9	12,0	11,8
Impuestos directos	12,4	13,2	13,5	14,3
Impuestos capital	0,4	0,4	0,3	0,3
Cotizaciones sociales	13,6	13,9	14,0	14,0
Otros ingresos *	4,6	4,0	3,5	3,4
Gasto público	47,8	47,3	46,3	46,3
Remuneración asalariados	11,6	11,3	11,2	11,2
Prestaciones sociales (no en especie)	17,2	17,7	17,6	17,7
Formación bruta de capital	2,8	2,7	2,6	2,4
Gasto en intereses	2,4	2,4	2,6	2,9
Subvenciones	2,0	1,8	1,3	1,4
Saldo público	-4,8	-3,9	-3,0	-2,5
Saldo primario	-2,4	-1,5	-0,4	0,4
Saldo cíclico	-1,0	-0,5	-0,1	0,1
Saldo estructural	-3,6	-3,4	-2,9	-2,5

Nota: Incluye ingresos por rentas de la propiedad y transferencias de fondos europeos sin el NGEU.

Fuente: Programa de Estabilidad 2023-2026, Gobierno de España.

El gasto público descendería de forma gradual en porcentaje del PIB por el gran aumento del PIB nominal y cierta contención del gasto sin pensiones e intereses. Así, el gasto público primario (es decir, sin considerar el pago de intereses) pasaría del 45,4% del PIB en 2022 al 43,4% en 2026. Destaca el ajuste (en porcentaje del PIB) de la remuneración de asalariados, que bajaría del 11,6% en 2022 al 11,2% en 2026, y de las subvenciones, del 2,0% en 2022 (muy ele-

vado por la bonificación de 20 céntimos por litro a los carburantes, ya retirada en 2023) al 1,4% en 2026. En cambio, el gasto en pensiones, ligado por ley a la evolución de la inflación, se espera que crezca a un ritmo superior al del PIB nominal en 2023 y a un ritmo similar en 2024-2026.

En cuanto a la factura de intereses, variable clave para la sostenibilidad de la deuda, el Programa de Estabilidad proyecta que aumentará de forma moderada, lo que le situará en el 2,9% del PIB en 2026 (2,4% en 2022), ya que el crecimiento del PIB nominal y la elevada vida media de la deuda española limitarán el alza, un registro, empero, ya muy similar al 3,0% de 2012. Estas cifras se basan en el supuesto de que el bono español a 10 años estará entre el 3,5% y el 4,0% entre 2023 y 2025, lo cual refleja el aumento de tipos de interés que se está produciendo. Con todo, según un ejercicio de sensibilidad del propio Programa, con un aumento adicional de los tipos de 120 p. b. respecto al escenario base, la factura de intereses alcanzaría el 3,6% del PIB en 2026 y el déficit público se situaría en el 3,6% del PIB⁴ (en lugar del 2,5% del escenario base).

Por su parte, la deuda pública se reduciría gradualmente en porcentaje del PIB, pero manteniéndose en cotas elevadas. Esta pasaría del 113,2% del PIB en 2022 al 106,8% en 2026. El grueso del ajuste se debe al crecimiento del PIB en términos nominales.⁵

Finalmente, el déficit estructural mostraría un gradual descenso. Pasaría del 3,6% del PIB en 2022 al 2,5% en 2026, una cifra todavía elevada. Esta senda descendiente proveniría del aumento del peso en la economía de los ingresos tributarios y cotizaciones sociales, y por la retirada a partir de 2024 de las medidas de gasto por la guerra de Ucrania.

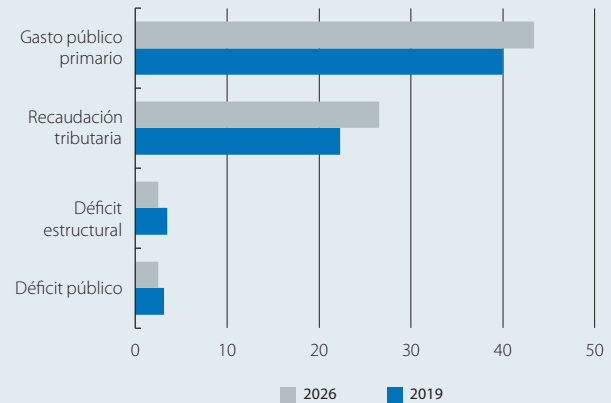
Las cuentas públicas del futuro: una comparativa de 2026 con el mundo prepandemia

Un ejercicio sugerente es comparar la situación de las cuentas públicas que el Gobierno proyecta para 2026 en el Programa de Estabilidad con la del mundo pre-COVID. Así, cabe destacar dos resultados clave.

(i) En 2026, el peso del sector público en la economía será considerablemente más elevado que en 2019; en concreto, el gasto público primario (que excluye el pago de intereses) se situará 3,4 p. p. por encima en porcentaje del PIB, lo que supone un aumento del gasto entre 2019 y 2026 del 40,6% (por encima del crecimiento del 28,9% del PIB nominal). Esto apunta a que el gasto público dará un salto

España: comparativa de las cuentas públicas 2026 y 2019

(% del PIB)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Programa de Estabilidad 2023-2026 y 2021-2024.

estructural debido a factores como la indexación de las pensiones a la inflación y al aumento sostenido del gasto en sanidad.⁶

(ii) El Gobierno proyecta que el aumento de los ingresos fiscales, tras el gran aumento de la recaudación en 2021-2022, se consolidará e incluso irá a más sin necesidad de nuevas medidas tributarias. Así, según el Programa de Estabilidad, los ingresos fiscales serán en porcentaje del PIB 5,2 p. p. mayores en 2026 que en 2019, lo que supone un aumento de los ingresos fiscales del 47,9% (por encima del crecimiento del 28,9% del PIB nominal). En suma, el Programa de Estabilidad confía en que el dinamismo económico de los próximos años facilite el ajuste del déficit público. Sin embargo, un déficit del 2,5% del PIB claramente no puede ser el punto final de llegada y será necesario seguir reduciendo el déficit para recuperar un mayor margen de reacción para la política fiscal. No cabe duda de que algún día volveremos a necesitar utilizarla.

Javier Garcia-Arenas

4. El déficit público aumentaría mecánicamente por el mayor pago de intereses y también porque este aumento de tipos tendría un impacto negativo en el crecimiento del PIB que llevaría a una menor recaudación fiscal y a un aumento de las prestaciones para amortiguar el shock.

5. En términos acumulados, el Programa considera un crecimiento del PIB nominal entre 2023 y 2026 del 20,9%.

6. Parece que las prestaciones sociales, cuyo principal componente es el gasto en pensiones, han aumentado de forma permanente y serán 1,9 p. p. mayores en porcentaje del PIB en 2026 que en la prepandemia.

Indicadores de actividad y empleo

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	03/23	04/23	05/23
Industria									
Índice de producción industrial	8,8	2,8	4,3	4,6	0,9	1,6	4,5	...	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	0,6	-0,9	0,4	-5,2	-5,4	-4,3	-3,2	-1,5	-5,2
PMI de manufacturas (valor)	57,0	51,0	53,2	49,2	45,6	50,1	51,3	49,0	48,4
Construcción									
Visados de obra nueva (acum. 12 meses)	4,7	15,4	18,8	8,8	2,6	-1,9	-3,4	...	...
Compraventa de viviendas (acum. 12 meses)	9,6	29,0	33,6	23,0	17,3	10,1	7,4	...	...
Precio de la vivienda	3,7	7,4	8,0	7,6	5,5	...	-	-	-
Servicios									
Turistas extranjeros (acum. 12 meses)	64,7	129,8	312,5	208,8	129,8	...	...	...	...
PMI de servicios (valor)	55,0	52,5	55,9	51,0	50,8	56,3	59,4	57,9	56,7
Consumo									
Ventas comercio minorista	5,1	0,9	1,1	0,2	1,9	6,6	9,9	5,5	...
Matriculaciones de automóviles	158,0	-3,0	-10,3	3,1	2,6	45,5	66,1	8,2	8,3
Indicador de confianza de los consumidores (valor)	-12,9	-26,5	-27,0	-32,6	-28,1	-23,1	-24,5	-20,7	-21,2
Merced de trabajo									
Población ocupada ¹	3,0	3,1	4,0	2,6	1,4	1,8	-	-	-
Tasa de paro (% de la población activa)	14,8	12,9	12,5	12,7	12,9	...	-	-	-
Afiliados a la Seguridad 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	-	-	-

Precios

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	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
Subyacente	0,8	5,1	4,9	6,2	6,5	7,6	7,5	6,6	6,1

Sector exterior

Saldo acumulado durante los últimos 12 meses en miles de millones de euros, salvo indicación expresa

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	03/23	04/23	05/23
Comercio de bienes									
Exportaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	21,2	22,9	22,2	23,3	22,9	20,5	20,5	...	...
Importaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	24,8	33,4	35,2	38,1	33,4	24,0	24,0	...	...
Saldo corriente	11,5	7,8	7,8	6,1	7,8	22,9	22,9	...	...
Bienes y servicios	17,9	18,7	14,7	14,4	18,7	35,2	35,2	...	...
Rentas primarias y secundarias	-6,4	-10,9	-7,0	-8,3	-10,9	-12,4	-12,4	...	...
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	22,4	19,7	19,5	18,0	19,7	36,2	36,2	...	...

Crédito y depósitos de los sectores no financieros³

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	03/23	04/23	05/23
Depósitos									
Depósitos de hogares y empresas	6,1	4,9	5,4	5,3	3,8	1,7	0,7	...	...
A la vista y ahorro	10,3	7,9	9,2	8,2	5,0	0,3	-1,7	-2,6	...
A plazo y preaviso	-24,4	-19,7	-25,4	-19,2	-7,3	7,7	17,9	27,7	...
Depósitos de AA. PP.	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 vivo de crédito									
Sector privado	0,3	0,7	0,8	1,3	0,5	-0,9	-1,0	-1,9	...
Empresas no financieras	1,1	0,9	0,7	2,4	0,9	-1,0	-0,7	-2,2	...
Hogares - viviendas	0,2	1,0	1,4	1,1	0,2	-1,2	-1,7	-2,1	...
Hogares - otras finalidades	-1,2	-0,6	-0,5	-0,9	-0,1	-0,1	-0,1	-0,4	...
Administraciones públicas	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	...
Tasa de morosidad (%)⁴	4,3	3,5	4,1	3,8	3,7	3,5	3,5	...	...

Notas: 1. Estimación EPA. 2. Datos medios mensuales. 3. Datos agregados del sector bancario español y residentes en España. 4. Dato fin del periodo.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Economía, el Ministerio de Fomento, el Ministerio de Empleo y Seguridad Social, el Instituto Nacional de Estadística, el Servicio Público de Empleo Estatal, Markit, la Comisión Europea, el Departamento de Aduanas e Impuestos Especiales y el Banco de España.

Portugal: revisión al alza del PIB previsto en 2023 tras el tirón del 1T

Fuerte crecimiento del PIB en el 1T respaldado por las exportaciones. Se confirma que el PIB avanzó un 1,6% intertrimestral gracias a la fuerte aportación de la demanda externa (+2,5 p. p.). Así, las exportaciones mostraron un intenso dinamismo, con un avance de las de bienes del 4,8% respecto al trimestre anterior y del 10,8% en el caso de las de servicios. En sentido contrario, la demanda interna restó 0,9 p. p. al crecimiento trimestral del PIB, arrastrada por la debilidad de la inversión y la caída de las existencias. Por su parte, el consumo privado anotó un comportamiento algo más positivo que en el trimestre precedente y avanzó un 0,4% intertrimestral.

Los indicadores disponibles para el 2T –todavía escasos– muestran una tendencia positiva, aunque de desaceleración. De ellos, destaca el enfriamiento del clima económico, que refleja una valoración más cautelosa en prácticamente todos los sectores, acompañado de una mejora en el sentimiento de los consumidores, gracias a las mejores perspectivas en la evolución de los precios y del mercado laboral. Así, anticipamos que el crecimiento intertrimestral será significativamente más modesto en los próximos trimestres, principalmente por el impacto del aumento de los tipos de interés. El buen resultado del 1T y la expectativa de moderación en los próximos trimestres se traducen en una revisión de la previsión de crecimiento del PIB para 2023, desde el 1% al 2,5%.

Fuerte retroceso de la inflación en mayo. El dato de avance del INE muestra una fuerte desaceleración de la inflación hasta el 4,0% (5,7% en abril). Se observa que, no solo hubo variaciones mensuales negativas de precios en el IPC general (-0,66%), sino también en todos los componentes principales: subyacente (-0,31%), energía (-1,77%) y alimentos no elaborados (-2,85%). Tras este dato, revisamos a la baja nuestra previsión de inflación anual promedio en 2023 hasta el 5,0%.

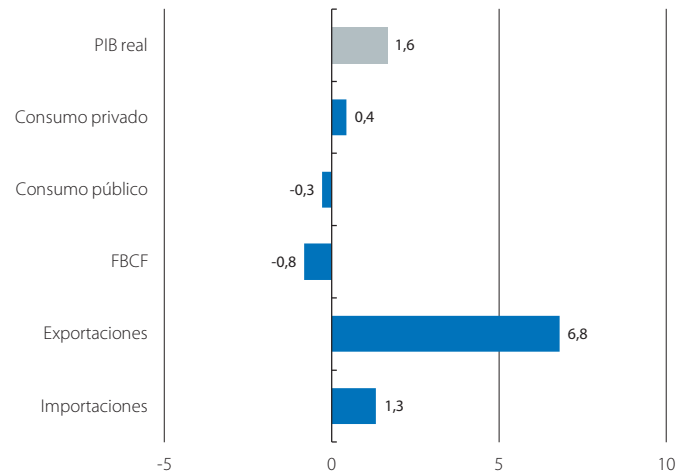
¿Paradoja en el mercado de trabajo? Las estadísticas recientes muestran un aumento simultáneo del empleo y el desempleo, lo que se explica por el fuerte aumento de la población activa. En el 1T, si bien los ocupados aumentaron un 0,4% intertrimestral, este ritmo fue insuficiente para compensar el fuerte aumento de la población activa, un 1,1% intertrimestral, lo que provocó un notable aumento de los parados (11%).

El turismo prolonga en abril el buen comportamiento del 1T. Las cifras referentes a abril refuerzan nuestra convicción de que este será un año de récords para el sector turístico portugués en sus principales métricas: visitantes, pernoctaciones e ingresos. De hecho, en abril, y comparando con la situación prepandemia, los visitantes aumentan un 17,5% y las pernoctaciones, un 14,3%. Hay que destacar el fuerte aumento de turistas procedentes de EE. UU., que explican el 54% del crecimiento del número global de turistas en estos primeros cuatro meses del año, que asciende a más de 1 millón.

La balanza por cuenta corriente vuelve a superávit en el 1T 2023 y anota un saldo positivo de 380 millones de euros, algo que no sucedía desde 2018 (a excepción de 2021, año marcado por la pandemia). Este comportamiento refleja la fortaleza del turismo y la corrección del déficit energético.

Portugal: PIB real

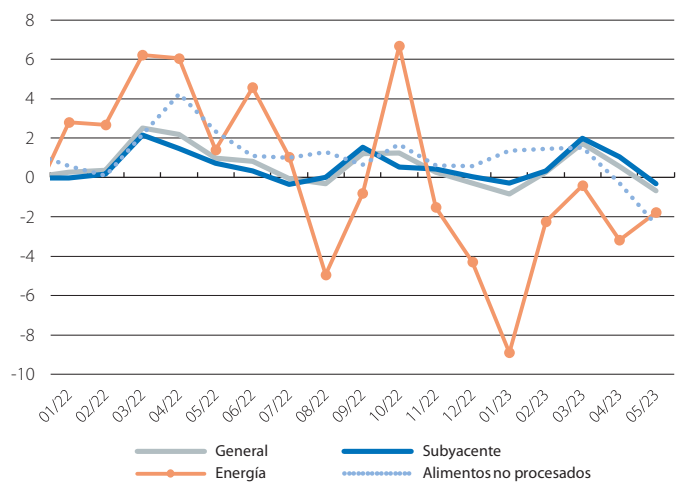
Variación intertrimestral en el 1T 2023 (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE de Portugal.

Portugal: IPC

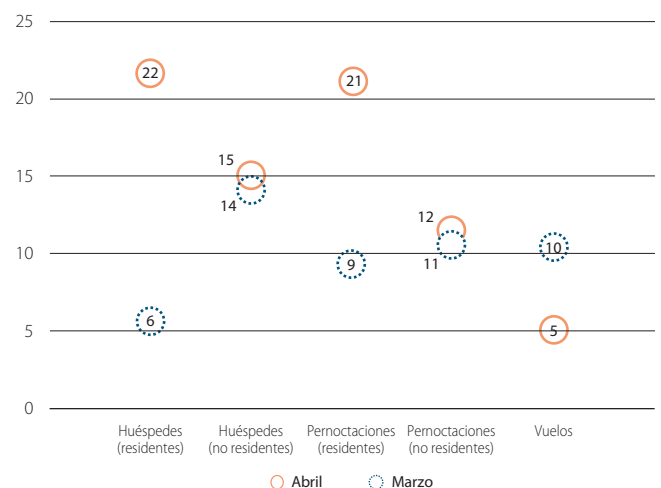
Variación mensual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE de Portugal.

Portugal: turismo

Variaciones respecto al mismo mes de 2019 (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE de Portugal.

Indicadores de actividad y empleo

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	03/23	04/23	05/23
Índice coincidente de actividad	3,4	5,7	6,5	5,1	4,3	4,6	4,8	5,0	...
Industria									
Índice de producción industrial	4,5	0,4	2,0	1,8	-0,3	0,6	-4,4	...	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-5,3	-3,4	-2,5	-4,8	-6,3	-5,0	-3,6	-3,7	-5,5
Construcción									
Permisos de construcción - vivienda nueva (número de viviendas)	13,5	6,0	3,2	-3,2	13,2	-34,4	12,4	...	...
Compraventa de viviendas	20,5	1,3	4,5	-2,8	-16,0	...	-	-	-
Precio de la vivienda (euro / m ² - tasación)	8,6	13,8	14,2	15,8	13,6	12,9	11,4	10,0	...
Servicios									
Turistas extranjeros (acum. 12 meses)	51,5	158,6	298,1	244,4	158,6	116,9	116,9	89,0	...
Indicador de confianza en los servicios (valor)	0,1	15,1	19,5	16,9	9,9	11,1	13,3	15,9	12,7
Consumo									
Ventas comercio minorista	4,9	4,8	3,1	3,3	0,0	1,6	0,6	2,4	...
Indicador coincidente del consumo privado	4,9	4,1	4,9	2,8	2,2	3,0	3,4	3,8	...
Indicador de confianza de los consumidores (valor)	-17,2	-29,7	-30,5	-31,8	-37,0	-35,1	-33,4	-31,7	-29,8
Mercado de trabajo									
Población ocupada	2,8	2,0	1,9	1,1	0,5	0,5	0,6	0,7	...
Tasa de paro (% de la población 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	-	-	-

Precios

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	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
Subyacente	0,8	5,6	5,5	6,5	7,2	7,1	7,0	6,6	5,5

Sector exterior

Saldo acumulado durante los últimos 12 meses en miles de millones de euros, salvo indicación expresa

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	03/23	04/23	05/23
Comercio de bienes									
Exportaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	18,3	23,0	18,9	22,7	23,0	21,5	21,5	...	...
Importaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	22,0	31,4	31,5	35,2	31,4	24,4	24,4	...	...
Saldo corriente	-1,6	-3,2	-4,4	-4,2	-3,2	-1,1	-1,1	...	...
Bienes y servicios	-5,5	-4,9	-6,4	-5,3	-4,9	-2,9	-2,9	...	...
Rentas primarias y secundarias	3,9	1,7	2,0	1,1	1,7	1,8	1,8	...	...
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	2,1	-1,1	-1,0	-1,9	-1,1	1,5	1,5	...	...

Crédito y depósitos de los sectores no financieros

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	03/23	04/23	05/23
Depósitos ¹									
Depósitos de hogares y empresas	9,3	6,4	8,2	7,8	6,4	0,5	0,5	-0,8	...
A la vista y ahorro	16,3	7,3	12,9	11,2	7,3	-3,1	-3,1	-5,0	...
A plazo y preaviso	1,2	5,2	2,3	3,3	5,2	5,4	5,4	5,1	...
Depósitos de AA. PP.	-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 vivo de crédito ¹									
Sector privado	2,9	1,8	3,0	2,3	1,8	0,0	0,0	-0,6	...
Empresas no financieras	2,2	-0,4	1,2	0,1	-0,4	-2,1	-2,1	-2,9	...
Hogares - viviendas	3,3	3,2	4,2	3,8	3,2	1,6	1,6	1,1	...
Hogares - otras finalidades	3,0	2,9	3,4	3,3	2,9	0,0	0,0	-0,2	...
Administraciones públicas	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	...
Tasa de morosidad (%)²	3,7	3,0	3,4	3,2	3,0	...	-	-	-

Notas: 1. Residentes en Portugal. Las variables de crédito no incluyen titulaciones. 2. Dato fin del periodo.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE de Portugal, Banco de Portugal y Refinitiv.

Baby boomers: quiénes son y cómo afrontan la jubilación

La primera cohorte de *baby boomers* cumple 65 años en 2023, y en los próximos años toda esta generación se irá jubilando en masa. En este artículo, vamos a estudiar en qué situación se acerca la generación del *baby boom* a la jubilación en España, tanto desde el punto de vista financiero como desde el punto de vista emocional y de salud.

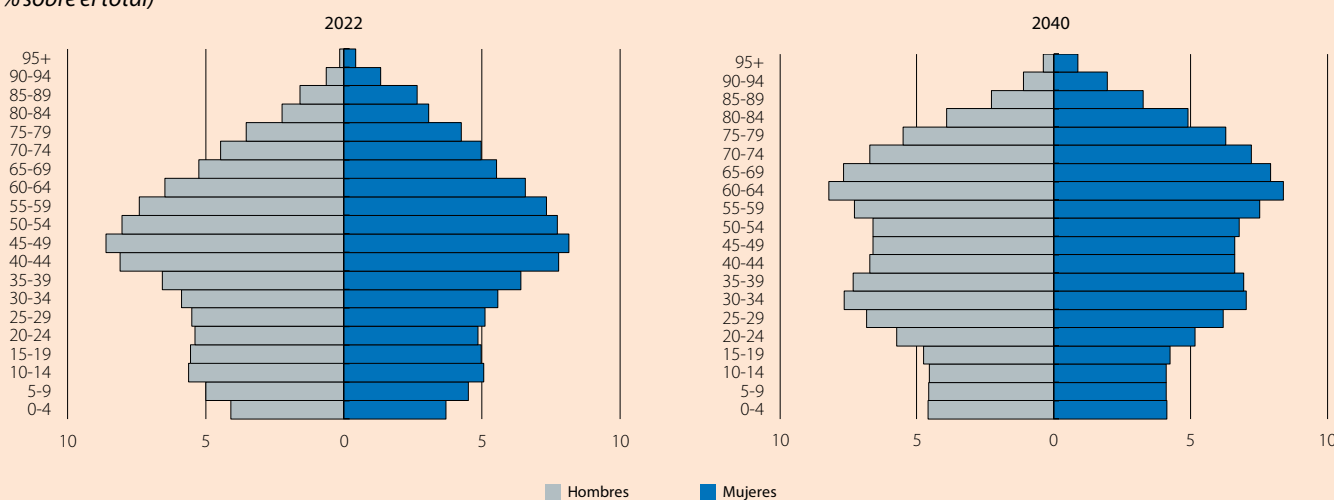
La generación del *baby boom* nació en España entre los años 1958 y 1975, periodo que se corresponde con el *boom* de la tasa de natalidad; un fenómeno que en España sucedió más tarde que en EE. UU. (1946-1964).¹ Estos años corresponden también a un periodo de cambios en términos sociales, económicos y políticos, con el punto de inflexión en el franquismo, que supuso el fin de la autarquía y el Plan de Estabilización Económica en 1959 hasta la crisis del petróleo, la alta inflación y la muerte de Franco en 1975. La andadura profesional de esta generación empezó en los primeros años de democracia y se desarrolló en un periodo de modernización y fuerte crecimiento de la economía española, aunque también con graves crisis económicas (1993, 2009).² La pirámide de población proyectada por el INE muestra cómo esta generación, el grupo de población español más numeroso, irá superando la edad de los 65 años entre 2023 y 2040 (véase el primer gráfico). Esta generación será además la que más años vivirá jubilada, puesto que disfrutará de la mayor esperanza de vida a los 65 años que haya tenido una generación hasta la fecha, de 23 años en 2021 para las mujeres y 19 para los hombres. Además, se espera que siga aumentando hasta alcanzar los 25,5 años en 2040 para las mujeres y 21,6 años para los hombres,³ muy por encima de los registros del año 2000 (20,5 y 16,6, respectivamente para mujeres y hombres).

Así, esta generación necesitará recursos para sufragar una etapa vital cada vez más duradera. A continuación, analizamos la situación financiera de los *baby boomers* al acercarse a la jubilación y la comparamos con otras generaciones, así como con la situación de generaciones pasadas cuando tenían su misma edad.⁴

Concretamente, los ingresos brutos de los hogares cuyo cabeza de familia tiene entre 46 y 64 años, hogares que corresponden en gran medida a los formados por *baby boomers*, alcanzaron 39.500 euros en promedio en 2019 (último dato disponible) y eran superiores a los del resto de grupos de edad, como parece lógico en un perfil del ciclo vital para la generación con más experiencia laboral. Sin embargo, este valor supone una pérdida del -19,3% en términos reales en relación con los ingresos de los hogares cuyo cabeza de familia tenía entre 46 y 64 años en 2001. El resto de grupos de población en edad laboral también han sufrido reducciones de ingresos en términos reales entre 2001 y 2019 (del -25,6% para los jóvenes de 18 a 29 años y del -5,1% para los de 30 a 45 años). El único grupo poblacional que experimentó mejoras en el periodo fueron los hogares con un cabeza de familia de más de 65 años, casi todos ya jubilados, cuyos ingresos mejoraron en promedio un 37,0% en términos reales (en 2019, ingresaron 36.800 euros).

España: distribución de la población por grupos de edad, 2022 y 2040

(% sobre el total)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

1. Véase Delaunay, M. (2019). «Le Fabuleux Destin des Baby-Boomers». Éditions PLON.

2. Véase Tortella, G. y Núñez, C. E. (2014). «El desarrollo de la España contemporánea». Alianza Editorial.

3. INE, 2021 Ageing Report. UE.

4. Análisis realizado a nivel de hogar a partir de datos de la Encuesta financiera de las familias del Banco de España. Las generaciones se clasifican a partir del grupo de edad del cabeza de familia para facilitar la comparación entre el año 2002 y el 2020.

Con todo, los *baby boomers* se acercan a la jubilación con un buen nivel de recursos económicos acumulados. Un hogar con un cabeza de familia de 46 a 64 años en 2020 disponía de una riqueza neta mediana de 129.000 euros,⁵ por encima de los 119.500 euros en términos reales que tenía la generación de 46 a 64 años en 2002. No obstante, son los hogares de más de 65 años los que más han mejorado su situación patrimonial entre 2002 y 2020: la riqueza neta mediana de los hogares de más de 65 años alcanzó los 191.000 euros en 2020, un nivel muy superior a la de los jubilados de 20 años atrás (+129%). Por el otro lado, los jóvenes actuales apenas han podido acumular patrimonio, pues cuentan con una riqueza mediana de 10.500 euros en 2020, lo que representa un retroceso de 24.700 euros comparado con la situación de la generación de la misma edad en 2002.

Las diferencias de riqueza entre generaciones en el mismo momento del tiempo son lógicas, puesto que son resultado de la acumulación de riqueza a lo largo del ciclo vital. Sin embargo, el cambio experimentado entre 2002 y 2020 para grupos de la misma edad en cada momento indican una evolución que ha ido de muy positiva para los de mayor edad a muy negativa para los más jóvenes. Para la generación de 46 a 64 años, ha sido positiva. En primer lugar, el nivel de riqueza mediana en 2020 de estas cohortes es mayor que el que tenían las cohortes de entre 46 a 64 años en 2002. Y, en segundo lugar, la desigualdad de riqueza dentro de la generación *baby boom* medida con la ratio entre la riqueza media y la riqueza mediana se situó en 2020 en 2,2, un nivel parecido al que tenía en 2002 esta generación cuando eran más jóvenes (1,8) y al de la generación que tenía su edad en 2002 (2,1).⁶

España: situación financiera por grupos de edad, 2020

(% o euros de 2020, según indicación)

	18-29	30-45	46-64	65+	Total	18-29	30-45	46-64	65+	Total
	Valor medio (euros 2020)					Valor mediano (euros 2020)				
Renta anual	25.456	38.634	39.557	32.386	36.783	23.937	33.155	30.802	22.347	28.490
Riqueza neta	68.173	135.558	286.537	379.911	272.966	10.547	69.880	129.071	191.205	122.153
	Proporción de hogares					Valor mediano para hogares que lo poseen				
Activos										
Activos reales	50,8%	76,9%	85,3%	91,4%	84,4%	91.438	150.000	170.248	182.377	165.083
Vivienda principal en propiedad	34,8%	60,8%	76,6%	83,7%	73,9%	90.030	140.000	130.000	126.813	130.000
Otras propiedades inmobiliarias	14,9%	33,1%	45,6%	56,8%	45,3%	99.000	96.221	85.597	98.393	92.952
Activos financieros	93,9%	96,1%	96,2%	97,8%	96,6%	2.000	8.787	14.953	16.678	13.011
Cuentas de pago	90,7%	94,7%	95,0%	97,4%	95,6%	1.580	5.000	6.000	10.000	6.958
Renta variable	5,1%	8,5%	11,8%	16,6%	12,3%	4.000	4.000	5.000	10.000	6.000
Fondos de inversión	2,2%	5,2%	8,3%	11,8%	8,5%	–	5.000	20.440	41.848	25.000
Plan de pensiones	3,7%	22,1%	38,9%	19,8%	27,9%	–	3.672	11.000	22.853	10.000
Pasivos										
Algún tipo de deuda	54,8%	76,6%	67,3%	28,0%	57,1%	8.000	63.624	33.333	7.590	33.167
Deuda hipotecaria	14,5%	44,0%	34,6%	5,4%	27,4%	88.000	80.000	55.000	27.995	63.933
Crédito personal	25,5%	31,7%	32,3%	13,7%	26,2%	4.809	7.000	7.225	4.000	6.790
Deuda tarjetas crédito	15,2%	12,3%	8,5%	3,9%	8,2%	276	800	1.180	1.000	964

Notas: Los grupos de edad de los hogares se clasifican por la edad del cabeza de familia. El grupo de 46 a 64 años en 2020 corresponde en su mayoría a boomers. La riqueza neta corresponde a la suma de activos reales y financieros menos los pasivos (deudas). La renta corresponde al año anterior a la encuesta.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España (Encuesta Financiera de las Familias, 2002 y 2020).

5. El promedio es más elevado, de 286.500 de euros, porque se ve influenciado por los valores más altos.

6. La desigualdad de riqueza dentro del mismo grupo de edad, medida por la ratio entre la riqueza media y la riqueza mediana, se situó alrededor de 2 para todos los grupos de edad tanto en 2002 como en 2020, excepto para la de la generación de 18 a 29 años, que pasó de 2,2 en 2002 a 6,9 en 2020. Para el total de los hogares, la desigualdad de riqueza en 2020 se situó en 2,2, por debajo del 2,6 del promedio de los países de la OCDE. Véase Balestra, C. y Tonkin, R. (2018). «Inequalities in household wealth across OECD countries: Evidence from the OECD Wealth Distribution Database».

España: situación financiera por grupos de edad, 2002

(% o euros de 2020, según indicación)

	18-29	30-45	46-64	65+	Total	18-29	30-45	46-64	65+	Total
	Valor medio (euros 2020)					Valor mediano (euros 2020)				
Renta anual	34.208	40.706	49.007	23.648	38.556	28.648	32.961	36.018	16.393	28.978
Riqueza neta	79.066	137.089	248.913	172.534	181.765	35.202	76.555	119.499	83.464	121.133
	Proporción de hogares					Valor mediano para hogares que lo poseen				
Activos										
Activos reales	66,8%	81,4%	89,9%	88,2%	85,3%	147.606	154.235	172.098	122.798	151.422
Vivienda principal en propiedad	61,5%	76,3%	84,5%	85,3%	80,7%	144.083	139.833	147.605	106.074	131.204
Otras propiedades inmobiliarias	15,0%	23,9%	37,9%	27,2%	29,1%	77.492	81.582	112.710	67.510	87.106
Activos financieros	96,6%	98,3%	98,1%	98,8%	98,3%	2.475	4.807	7.791	4.194	5.170
Cuentas de pago	96,6%	97,3%	97,8%	98,1%	97,6%	1.547	2.117	2.624	2.603	2.456
Renta variable	6,0%	9,7%	13,8%	8,2%	10,4%	2.456	4.093	9.003	12.814	7.735
Fondos de inversión	5,8%	6,3%	8,9%	5,2%	6,9%	0	16.400	40.946	40.131	38.825
Plan de pensiones	10,5%	29,6%	34,0%	3,9%	22,7%	3.343	4.982	13.188	13.552	8.203
Pasivos										
Algún tipo de deuda	58,6%	63,3%	44,9%	11,2%	42,5%	56.078	37.466	19.397	8.187	30.281
Deuda hipotecaria	40,4%	40,2%	12,7%	2,7%	20,6%	65.492	45.377	35.426	22.104	43.620
Crédito personal	22,9%	24,5%	24,2%	6,2%	19,3%	5.434	7.378	8.187	4.100	7.346

Notas: Los grupos de edad de los hogares se clasifican por la edad del cabeza de familia. El grupo de 46 a 64 años en 2020 corresponde en su mayoría a boomers. La riqueza neta corresponde a la suma de activos reales y financieros menos los pasivos (deudas). La renta corresponde al año anterior a la encuesta.

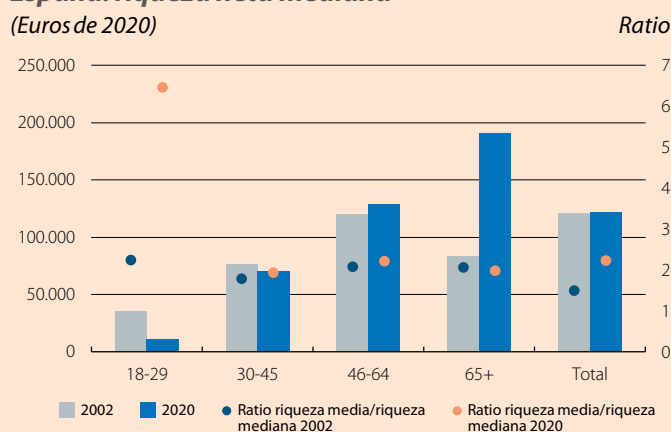
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España (Encuesta Financiera de las Familias, 2002 y 2020).

La mayoría de *baby boomers* concentra su riqueza en la vivienda en propiedad. En 2020, un 77% de los hogares con un cabeza de familia de 46 a 64 años poseía una vivienda principal en propiedad, con un valor mediano de 130.000 euros. Casi uno de cada dos también disponía de otras propiedades inmobiliarias, con un valor mediano de 85.600 euros. En agregado, los activos reales suponían un 80% de su riqueza bruta total, mientras que los financieros correspondían al 20% restante. Dentro de estos últimos, destaca la proporción de estos hogares que poseen planes de pensiones (39% en 2020, +6 p. p. con respecto a 2002), con un valor mediano de 11.000 euros. Los fondos de inversión representan otro importante canal de inversión para el 8,3% de los hogares con un cabeza de familia de 46 a 64 años, con un valor mediano de 20.400 euros. La inversión en renta variable supone un peso menor de la riqueza financiera, puesto que el valor mediano alcanza los 5.000 euros para el 11,8% de los hogares con un cabeza de familia de 46 a 64 años que invierten en ella. El peso de los activos financieros sobre el total de activos es algo mayor para los *baby boomers* (+5 p. p.) que para los hogares con la misma edad en 2002, fenómeno que ocurre en todos los grupos de edad, aunque en mayor medida para el de 65 años o más (+14 p. p.). Finalmente, en cuanto a los pasivos, un 34,6% de los *baby boomers* tiene aún deuda hipotecaria (con un valor mediano de deuda de 55.000 euros), lógicamente por debajo del porcentaje de los de 30 a 44 años (44%) y muy por encima del 5,4% de los de más de 65 años.

Pero el dinero no es lo todo en la vida. Y la generación del *baby boom* parece acercarse a la jubilación con un nivel elevado de satisfacción con su vida y con sus relaciones personales, que califica de notable a notable alto (véase la tercera tabla). Además, su nivel de salud general y de salud mental es mejor al de generaciones anteriores cuando tenían su misma edad. De hecho, parece que los niveles de felicidad y de vitalidad de los españoles continúan siendo considerablemente buenos a medida que se hacen mayores. Según un estudio sobre envejecimiento activo,⁷ uno de

España: riqueza neta mediana

(Euros de 2020)



Notas: Los grupos de edad de los hogares se clasifican por la edad del cabeza de familia. El grupo de 46 a 64 años en 2020 corresponde en su mayoría a boomers. La riqueza neta de los hogares corresponde a la suma de activos reales y financieros menos los pasivos (deudas).

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España (Encuesta Financiera de las Familias, 2002 y 2020).

7. Véase «LLYC Bendita edad. Envejecimiento activo» (2023), estudio realizado por LLYC y Sondea (IO Investigación) para CaixaBank.

España: nivel de satisfacción con la vida, con las relaciones personales y de salud por grupos de edad

Índice

	Satisfacción con su vida (0-10)		Satisfacción con relaciones personales (0-10)		Índice de salud (0-10)		Salud 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

Notas: El nivel de satisfacción va de 0 (nada satisfecho) a 10 (totalmente satisfecho) y el índice de salud va de 0 (muy malo) a 10 (muy bueno), por lo que valores más elevados indican una mejor situación. El índice de salud mental va de 0 (mejor salud) a 12 (peor salud), por lo que valores inferiores en el índice indican una mejor situación.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE (Encuesta de condiciones de vida [2013, 2018] y Encuesta nacional de salud [2006, 2017]).

cada dos españoles de más de 60 años se considera persona muy o bastante activa. Además, más del 75% consideran que, en comparación a cuando eran jóvenes, comen más saludable, viven más tranquilos y pasan más tiempo con sus familias.

En conclusión, la generación más amplia de la sociedad española llega a la jubilación en una buena situación financiera y emocional, mejor que otras generaciones con su misma edad en el pasado y a punto de empezar un nuevo periodo para disfrutar de la vida como pensionista. Pasemos a analizar en los siguientes artículos los retos que puede suponer la jubilación de los *baby boomers* en las próximas décadas para el sistema de pensiones.

Josep Mestres Domènech

Reformar el sistema de pensiones: a la búsqueda de la sostenibilidad

España se adentra en un momento histórico: las primeras hornadas de los *baby boomers* empiezan a jubilarse ya en este 2023 y seguirán accediendo a la jubilación a lo largo de los próximos 17 años.¹ Teniendo en cuenta que en las próximas décadas la población de más de 66 años ganará peso y disminuirá la población en edad de trabajar, es de vital importancia evaluar el reto de sostenibilidad al que se enfrenta nuestro sistema público de pensiones tras la última reforma, labor que han abordado distintos organismos y que analizamos en este artículo.

Según las proyecciones demográficas del INE, entre 2023 y 2050 la población en edad de trabajar se reducirá en España en más de 800.000 personas,² mientras que la población de más de 65 años aumentará en más de 6 millones. Así, en 2030, prácticamente 4 millones de *baby boomers* ya disfrutarán de su más que merecidísima jubilación, cifra que superará los 11 millones en 2040. Al ser el sistema español de pensiones públicas un sistema de reparto en el que los cotizantes de hoy pagan las pensiones a los jubilados a cambio de recibir una pensión en el futuro en función de su contributividad presente, cabe preguntarse cómo afectará el aumento del peso relativo de la población sénior a la sostenibilidad del sistema y qué medidas se están tomando para equilibrarlo. Se han realizado estimaciones muy distintas sobre el impacto de la reforma de las pensiones en el déficit de la Seguridad Social a largo plazo, tras aprobarse en marzo la segunda parte de dicha reforma. En este artículo, nos centraremos en el análisis que han llevado a cabo la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (AIReF),³ la Comisión Europea en su *2021 Ageing Report* (AR21) y el Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones (MISMM).

El déficit de la Seguridad Social ha sido en 2022 del 0,5% del PIB,⁴ con un gasto en pensiones contributivas del 12,0% del PIB.⁵ La AIReF estima que el gasto en pensiones contributivas aumentará en 2,8 p. p. entre 2022 y 2050 hasta el 14,8% del PIB por el elevado coste de la indexación de las pensiones a la inflación (+2,7 p. p.), la derogación del factor de sostenibilidad (+0,8 p. p.)⁶ y las inercias de la demografía, mercado de trabajo, etc. (+0,4 p. p.), factores que se verán parcialmente contrarrestados por los ahorros de gasto (-1,2 p. p.), que provendrán principalmente (-0,8 p. p.) de la demora en la jubilación gracias a los nuevos incentivos monetarios. El AR21 da estimaciones muy similares del impacto de indexar las pensiones a la inflación y de derogar el factor de sostenibilidad, pero estima que las inercias por demografía, mercado laboral, etc. añadirán al gasto 0,7 p. p. (en lugar de 0,4 p. p.) en términos de PIB.

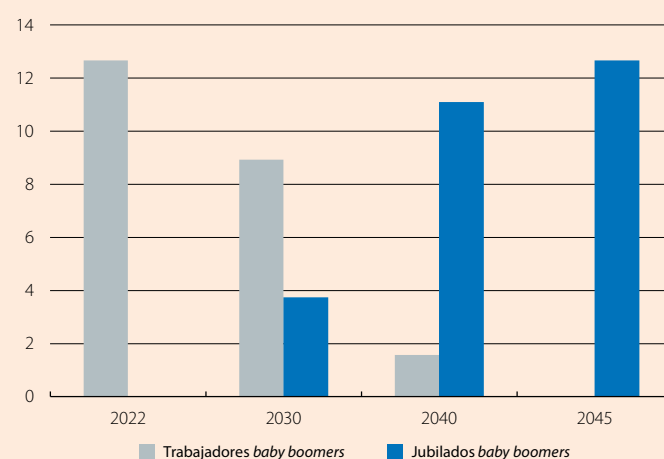
La segunda parte de la reforma del Gobierno ha introducido medidas centradas en el aumento de los ingresos, cuyo grueso proviene de la subida gradual de las cotizaciones sociales. Dicha subida de las cotizaciones recaerá principalmente en las rentas altas, sin que las pensiones más altas crezcan al mismo ritmo.⁷ Según la AIReF, los ingresos aumentarían en 1,3 p. p. de PIB en 2050, por debajo de los 2,8 p. p. de mayor gasto. De estos 1,3 p. p., 0,8 puntos vendrían del mencionado aumento de las cotizaciones sociales y 0,5 puntos del nuevo régimen de cotización de autónomos.

El MISMM, por su parte, maneja una proyección más optimista: el gasto en pensiones contributivas aumentaría en cerca de 1,5 p. p. de PIB hasta casi el 13,5% del PIB en 2050, unos 1,3 p. p. menos que AIReF.⁸ En concreto, la indexación de las pensiones a la inflación y la mejora de las pensiones mínimas, la derogación del factor de sostenibilidad y las inercias aumentarían el gasto en prácticamente 3 p. p. de PIB, pero los ahorros por la jubilación demorada permitirían unos ahorros en el gasto de 1,5 p. p. de PIB. Por el lado de los ingresos, proyectan una mejora de 1,5 p. p. en términos de PIB en 2050.⁹ Este aumento de los ingresos es muy similar al aumento del gasto, con lo que el déficit no aumentaría.

Uno de los dos factores principales que explica las diferencias entre estas proyecciones es el escenario macroeconómico subyacente: el del MISMM es más optimista, con un crecimiento promedio anual del PIB real del 1,9% en 2023-2050, 6 décimas más que la AIReF y

España: baby boomers

(Millones de personas)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de las bases de datos demográficas del INE.

1. Recordemos que los *baby boomers* se definen como las cohortes nacidas entre 1958 y 1975.

2. Se refiere a la población de entre 16 y 64 años. Se trata de una caída mucho menor que la de las últimas proyecciones demográficas de la AIReF, que la sitúa por encima de los 3 millones. La principal razón de la diferencia es que el INE proyecta unos flujos migratorios anuales netos de más de 300.000 personas en 2023-2050, mientras que la AIReF lo reduce a 229.000.

3. Véase, AIReF. «Opinión sobre la sostenibilidad de las administraciones públicas a largo plazo: la incidencia de la demografía», Opinión 1/23.

4. El mismo registro que se espera en 2023 según los Presupuestos Generales del Estado.

5. Y 13,5% del PIB si incluimos clases pasivas (pensiones de servidores públicos) y no contributivas (incapacidad, viudedad, etc.).

6. Este mecanismo ligaba automáticamente el aumento de la pensión a la esperanza de vida, lo que aseguraba el equilibrio de las cuentas de la Seguridad Social a largo plazo, pero suponía un recorte en la pensión inicial en un rango que iba del 2% para una persona que tenga hoy 60 años a un 10% para una persona que tenga hoy 25 años.

7. La mayor proporción del incremento de gravamen recaerá, según la AIReF, sobre las rentas salariales superiores a 54.000 euros (un 65% del coste de la reforma), debido fundamentalmente al aumento de las bases máximas de cotización.

8. Véase la diapositiva 18 del [Informe sobre la modernización del sistema de pensiones](#) del MISMM de marzo de 2023.

9. 1,1 p. p. por el alza de cotizaciones sociales y 0,4 p. p. por el nuevo régimen de los autónomos.

4 décimas más que el AR21, ya que incorpora un impacto duradero y sustancial en el crecimiento potencial de las reformas e inversiones del Plan de Recuperación del NGEU. Este mayor crecimiento económico se alimenta¹⁰ de un crecimiento de la productividad laboral promedio en 2023-2050 del 1,5% (4 décimas más que AIReF y 1 más que el AR21), unos flujos migratorios netos anuales de 308.000 personas en 2023-2050 (frente a los 229.000 de la AIReF y los 182.000 del AR21), una reducción de la tasa de paro hasta el 5,5% en 2050 (frente al 7% de AIReF y el 7% del AR21)¹¹ y una tasa de participación de la población de entre 20 y 64 años del 84% en 2050 (82% en AR21).¹² Estas diferencias en los supuestos macroeconómicos y demográficos tienen un impacto sustancial en el gasto en porcentaje del PIB. En concreto, el escenario macroeconómico del MISMM es relativamente similar a un escenario alternativo de la AIReF más optimista, en el que considera un crecimiento promedio del PIB del 1,6% en 2023-2050, con una convergencia a una tasa de paro del 5,0% en 2050 y unos flujos migratorios netos anuales de 271.000 personas. En este escenario alternativo de la AIReF, el gasto en pensiones en 2050 sería 1,3 puntos inferior al de su escenario base; es decir, el gasto crecería solo en 1,5 p. p., un aumento muy similar al de los ingresos (+1,3 p. p.).

El segundo factor a tener en cuenta es el impacto de los incentivos monetarios para retrasar la jubilación:¹³ según la AIReF, permitirán unos ahorros en el gasto en pensiones del 0,8% del PIB en 2050 debido a que un 30% de trabajadores demorarán la jubilación tres años o hasta que cumplan los 68 años.¹⁴ En cambio, el MISMM estima que estos incentivos supondrán unos ahorros en el gasto del 1,5% del PIB en 2050, lo que implicaría que un 55% de trabajadores demorase la jubilación tres años o se jubilase a los 68 años.

Debido a la elevada incertidumbre que rodea a la evolución macroeconómica del país en los próximos 30 años, la reforma establece que la AIReF revisará su impacto cada tres años a partir de 2025 y establece que se tendrán que tomar medidas (por defecto, incremen-

España: supuestos macroeconómicos subyacentes de las proyecciones del gasto en pensiones

	MISMM	AIReF	Ageing Report 2021
Crecimiento del PIB real 2023-2050	1,9%	1,3%	1,5%
Crecimiento de la productividad por hora trabajada 2023-2050	1,5%	1,1%	1,4%
Crecimiento del empleo (horas) 2023-2050	0,4%	0,2%	0,1%
Flujos migratorios netos 2023-2050	308.000	229.000	182.000
Tasa de participación 2050 *	84,0%	68,4%	82,0%
Tasa de paro 2050 **	5,5%	7,0%	7,0%

Notas: * La tasa de participación de AIReF no es comparable con la del MISMM y la del AR21, dado que es entre un rango entre 15 y 74 años, mientras que las del MISMM y el AR21 son entre 20 y 64 años.

** La tasa de paro de AIReF es entre 15 y 74 años, la del AR21 entre 20 y 64 años y en la del MISMM no se especifica el rango.

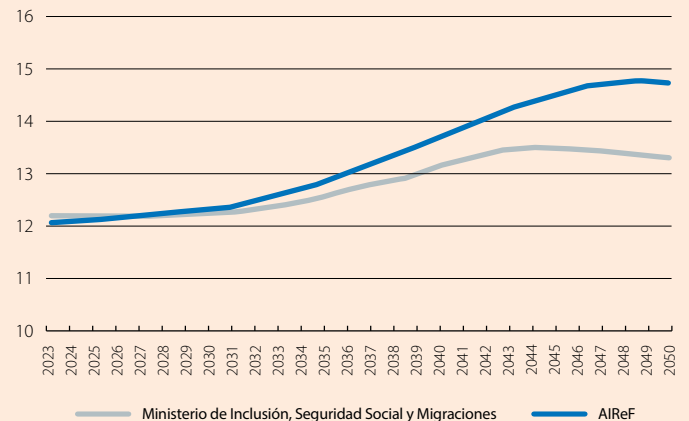
Fuente: CaixaBank Research, a partir de estimaciones del MISMM, de AIReF, del 2021 Ageing Report y de Fedea.

se materializa un escenario económico favorable. Para que así sea, será clave impulsar la productividad a través de reformas ligadas al NGEU y alumbrar una economía más verde y digital que permita alcanzar un crecimiento potencial dinámico y sostenido.

Javier Garcia-Arenas y David del Val

España: proyecciones del gasto en pensiones contributivas*

(% del PIB)



Notas: * Estos gastos ya tienen en cuenta los ahorros por los incentivos a la jubilación demorada. Se excluye el gasto en pensiones de clases pasivas, que supondría aproximadamente algo más de 1 punto adicional de PIB a lo largo del periodo, y el gasto en pensiones no contributivas, que supondría 2-3 décimas adicionales.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de los gráficos de la Comisión del Pacto de Toledo y AIReF.

tos adicionales del Mecanismo de Equidad Intergeneracional, una cotización social extra que a partir de 2029 ya será del 1,2% sobre todos los salarios) si el gasto total en pensiones públicas en el promedio 2022-2050¹⁵ supera un umbral que la AIReF situó, de forma preliminar en su evaluación de la reforma, en el 14,3% del PIB. De entrada, la AIReF prevé que se supere el límite de gasto, lo que comportaría medidas adicionales ya en 2025, al estimar que el gasto en pensiones en 2022-2050 en su escenario base sería del 15,1% del PIB y en el optimista, del 14,5% del PIB. El Banco de España, por su parte, también ve muy probable que sean necesarias más medidas ya en 2025.¹⁶ En cambio, el Gobierno es más optimista y proyecta en el Programa de Estabilidad 2023-2026 publicado a finales de abril un gasto total en pensiones promedio del 14,0% del PIB en 2022-2050, lo que haría innecesaria la introducción de nuevas medidas.

En definitiva, aunque no existen soluciones mágicas para afianzar la sostenibilidad de nuestro sistema de pensiones, se dispone de un margen de actuación considerable y la tarea será más sencilla si

10. Los supuestos sobre flujos migratorios, tasa de paro y tasa de participación del MISMM se han recogido en De la Fuente, Á. «Los efectos presupuestarios 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 son del todo comparables: la tasa de paro de la AIReF es de entre 15 y 74 años; la del AR21, de entre 20 y 64 años, y en la del MISMM, no se especifica el rango, aunque presumiblemente es de entre 20 y 64 años, también.

12. La tasa de participación es la población activa (ocupados y parados) entre la población total. La estimación de la AIReF no es comparable, ya que da la tasa de participación entre 15 y 74 años.

13. Un 4% de aumento de pensión por año extra trabajado con posterioridad a la edad de jubilación o como alternativa al aumento del 4%, una cantidad fija al jubilarse (ejemplo: pensión máxima y más de 44,5 años cotizados: 12.060 euros por cada año extra). Se podrán combinar ambas fórmulas.

14. 68 años es la nueva edad mínima para permitir la jubilación forzosa por convenio colectivo. Actualmente, solo el 5,4% de los trabajadores españoles demora la jubilación.

15. Con las clases pasivas y las pensiones no contributivas, ambas financiadas con los Presupuestos.

16. Véase su Informe Anual 2022 publicado en mayo de 2023.

¿De qué formas se ha garantizado la sostenibilidad en otros sistemas de pensiones?

Reformar el sistema de pensiones para mejorar su sostenibilidad es un reto mayúsculo en toda Europa, en un contexto caracterizado por la jubilación de una generación tan amplia como la de los *baby boomers*, y aunque los economistas contamos con herramientas para evaluar si una reforma puede mejorar dicha sostenibilidad, la incertidumbre a futuro es elevada.¹ En este artículo, exploramos algunas reformas de pensiones de otros países que, según la literatura económica y diversos organismos internacionales, mejor han capeado esa incertidumbre.

Comencemos por pensar cómo evaluar la sostenibilidad de un sistema de pensiones. Un sistema público de pensiones es sostenible, según la definición del FMI,² si bajo las actuales políticas, proyecciones demográficas y un escenario macroeconómico conservador, permite financiar en las próximas décadas el gasto en pensiones sin tensionar las cuentas públicas ni, por tanto, deteriorar la estabilidad macroeconómica. En otras palabras: se trata de equilibrar, a medio plazo, los ingresos que financian las prestaciones y los gastos. Ambas vías, ingresos y gastos, deben acompasarse.

Centrándonos primero en la vía del gasto, existen cuatro grandes palancas con las que mantener el gasto en pensiones contenido. Así, según las variables a las que afecten, podemos clasificarlas como: una palanca demográfica (que hace relación a la ratio de la población con edades por encima de la edad de jubilación dividida entre la población mayor de 16 años); otra relativa a la tasa de cobertura (la ratio entre el número de pensionistas y la población con edades por encima de la edad de jubilación); una tercera relacionada con la salud del mercado laboral, reflejada en la tasa de empleo (el número de empleados entre la población mayor de 16 años), y una última relacionada con la cuantía relativa de las pensiones (generalmente medida con la tasa de sustitución: la ratio entre la pensión media y el salario medio).³ Todas estas palancas se interrelacionan y crean sinergias, así que es clave calibrar el impacto de accionar cada una de ellas por separado o conjuntamente.

Las dos primeras palancas, la demográfica y la relativa a la cobertura del sistema, son complementarias. Aunque hay múltiples formas de accionarlas, en vista de las ambiciones y restricciones de un estado de bienestar moderno (entre las primeras, la aspiración de asistir a todas las personas dependientes; y entre las segundas, la dificultad de fomentar la natalidad y el retardado efecto de conseguirlo), la forma de hacerlo con mayor rapidez y certidumbre es a través de modificaciones en la edad de jubilación. Incrementarla supone equilibrar el balance entre trabajadores y pensionistas. Además, esta medida mejora la equidad intergeneracional en sociedades como las occidentales, en las que la esperanza de vida ha aumentado y la natalidad ha caído de forma considerable.

Algunos países de nuestro entorno han recalibrado la edad de jubilación a la esperanza de vida de forma automática. En concreto, en 7 de los 38 países de la OCDE, todos ellos europeos (véase la primera tabla).⁴ En cuatro de ellos (Dinamarca, Estonia, Grecia

La edad de jubilación está vinculada a la esperanza de vida en siete países de la OCDE

	Aumento de la edad de jubilación en proporción al aumento de la esperanza de vida	Necesidad de aprobación parlamentaria del aumento de la edad de jubilación	Regla basada en la esperanza de vida a la edad de:	Años entre revisiones de la edad de jubilación	Plazo entre la fijación de la nueva edad de jubilación y su entrada en vigor	Incremento mínimo por revisión de la edad de jubilación	Incremento máximo por revisión de la edad de jubilación	La edad de jubilación disminuye si cae la esperanza de vida
Dinamarca	1	•	60	5	15 años	6 meses	1 año	
Estonia	1		65	1	2 años	1 mes	3 meses	•
Finlandia	2/3		65	1	3 años	1 mes	2 meses	•
Grecia	1		65	3	Máx. 1 año	No	No	•
Italia	1		65	2	2 años	1 mes	3 meses	
Países Bajos	2/3		65	1	5 años	3 meses	3 meses	
Portugal	2/3 *		65	1	2 años	1 mes	No	•

Nota: * Para una persona con más de 40 años cotizados, la edad normal de jubilación sólo aumenta la mitad de la esperanza de vida.

Fuente: CaixaBank Research, a partir del 2021 *Pensions at a Glance de la OCDE*.

1. Véase el artículo «Reformar el sistema de pensiones: a la búsqueda de la sostenibilidad» en este mismo *Informe Mensual*.

2. Véase «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. Véase, entre otros, el *2021 Ageing Report* de la Comisión Europea, o el *Pension's at a Glance 2021*, de la OCDE. En este artículo, se sigue la descomposición del siguiente artículo: Martín M. A. y Ramos. R. (2023), *El Gasto en pensiones en España en comparativa europea*, Boletín Económico del Banco de España, 2023/T1, 09.

4. Véase *Pensions at a Glance 2021*, de la OCDE.

Revalorización en Europa de las pensiones en función de reglas automáticas vinculadas a la evolución del mercado laboral o a la demografía

País	Variable subyacente de la regla	Peso de la variable subyacente para la revalorización (%)
Estonia	Ingresos por cotizaciones	80% (+20% inflación)
Grecia	PIB nominal	Es la menor de dos opciones: inflación o 50% inflación+50% crecimiento PIB nominal
Lituania	Masa salarial	100%
Portugal	PIB real	Tiene que estar entre inflación -0,75% e inflación +20% del crecimiento del PIB real
Alemania	Ratio entre cotizantes y pensionistas	Parcial (también depende del crecimiento salarial y de cambios de tipos de cotización)
Suecia	$(1+\text{crecimiento medio salario nominal})/1,016$	100% en ausencia de desequilibrios financieros en el sistema de cuentas nacionales del sistema de pensiones *

Nota: * Las cuentas nacionales son un sistema de reparto en el cual las pensiones se calculan en función de las cotizaciones acumuladas, los rendimientos generados y la esperanza de vida.

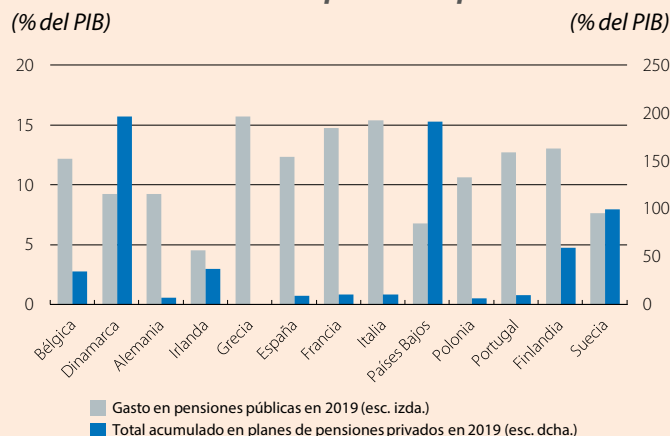
Fuente: CaixaBank Research, a partir del 2021 Pensions at a Glance de la OCDE.

en Italia) la traslación del aumento es completa –es decir, por cada año que aumenta la esperanza de vida, la edad de jubilación se retrasa en la misma cuantía– y en los otros tres (Finlandia, Países Bajos y Portugal), está atenuada –por cada año que aumenta la esperanza de vida, la edad de jubilación se retrasa ocho meses–. El funcionamiento de la regla es similar en los siete países: cada cierto periodo de tiempo, se revisa la edad de jubilación en función de los cambios en la esperanza de vida a los 65 años. Por otro lado, como el aumento de la esperanza de vida en un país no es igual para todos los grupos socioeconómicos, el aumento homogéneo de la edad de jubilación tiene necesariamente un impacto redistributivo. Este problema se ha intentado mitigar en el sistema de pensiones danés, por ejemplo, ofreciendo un complemento económico a la pensión pública para aquellos pensionistas con menos riqueza (por haber trabajado menos años o haber percibido menores salarios); como en Dinamarca el sistema público de pensiones busca garantizar un nivel mínimo de ingresos a todos los pensionistas, este complemento sirve para compensar a aquellos que, según se comprueba estadísticamente, suelen tener también una menor esperanza de vida.⁵

Siguiendo con las políticas de gasto, también las palancas relativas a la cuantía de las pensiones y al mercado laboral resultan complementarias. La sostenibilidad del sistema de pensiones depende en gran medida de la relación entre las pensiones públicas y el nivel salarial de la economía; aunque también de algunas políticas laborales, como las de fomento del empleo y la productividad. Así, la sostenibilidad se refuerza cuando las pensiones no crecen por encima de los salarios, y mejora a medida que la economía crea más puestos de trabajo (a su vez, cuanto más productivos, mejor). Para conseguirlo, hasta seis países de la UE vinculan de forma automática la revalorización de las pensiones a variables macroeconómicas relacionadas con la evolución del mercado laboral o a variables demográficas (véase la segunda tabla). En concreto, en Estonia, el aumento de las pensiones depende parcialmente de lo que aumenten los ingresos por cotizaciones sociales; en Grecia, dependen parcialmente del crecimiento del PIB nominal; en Lituania, dependen completamente del crecimiento de la masa salarial, y en Portugal, parcialmente del crecimiento del PIB real. Alemania, por su parte, fija la pensión inicial y las revalorizaciones en función de un sistema de puntos que tiene en cuenta el crecimiento de los salarios, los cambios en el tipo de cotización y la evolución de la ratio entre pensionistas y cotizantes, mientras que Suecia revaloriza anualmente las pensiones en base al crecimiento del salario nominal medio siempre que este sea superior al 1,6% (si es inferior, las pensiones disminuyen), aunque realizará un ajuste si hay desequilibrios en el balance actuarial del sistema. Además, en Finlandia y en Portugal, la cuantía de la pensión inicial está vinculada automáticamente a la evolución de los datos de mortalidad y de la esperanza de vida, respectivamente.

Otra palanca utilizada en muchos países para mitigar las presiones sobre los sistemas públicos de pensiones es complementar estos últimos con sistemas complementarios privados, ya sean de empresa o personales.⁶ En concreto, tal y como observamos en

Europa: gasto en pensiones públicas y total acumulado en fondos de pensiones privados



Nota: Datos de fondos de pensiones de Dinamarca de 2018 (último disponible).

Fuente: CaixaBank research, a partir de datos del 2021 Ageing Report para pensiones públicas y del Banco Mundial para planes de pensiones privados.

5. Véase Weber, D., Loichinger, E. «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 (2022); Álvarez, J.-A., Kallestrup-Lamb, M. y Kjærgaard, S. (2021) «Linking retirement age to life expectancy does not lessen the demographic implications of unequal lifespans», Insurance: Mathematics and Economics, 99, pp. 363-375.

6. Para más detalles sobre el pilar de ahorro privado, véase el artículo «Cómo lograr que nuestros sesgos cognitivos jueguen a favor de aumentar el ahorro privado en pensiones» en este mismo Informe Mensual.

el gráfico, economías como Dinamarca y los Países Bajos tienen un gasto en pensiones públicas, en porcentaje del PIB, menor que los países del sur de Europa, pero, en cambio, se realizan aportaciones mucho mayores a los planes de pensiones privados en porcentaje del PIB. En estos países, al ser por ley prácticamente obligatorio participar en un fondo de pensiones privado, entre el 93% y el 100% de los individuos en edad de trabajar dispone de esta modalidad de ahorro. Asimismo, las pensiones públicas en los Países Bajos y las economías escandinavas son generalmente de menor cuantía, en relación con los salarios, que en los países del sur de Europa. No obstante, con el ahorro en el gasto público que consiguen por este lado, también son capaces de ofrecer amplias redes de seguridad en la vejez y mayores complementos a la pensión para aquellos con menores recursos. En general, estos sistemas se han demostrado eficaces en reducir el gasto público, así como la desigualdad y la pobreza en la vejez.⁷

En cuanto a los ingresos que financian los sistemas de pensiones, es fundamental tener presente que se pueden conseguir aumentos similares de ingresos de distintas formas, que a su vez tendrán distintos impactos en la economía. La financiación de las pensiones mediante cotizaciones sociales es bastante común en los países europeos, y es la característica principal de los sistemas de pensiones contributivos. No obstante, existe un debate de hasta qué punto se podría financiar parte de las pensiones vía impuestos. En particular, la Comisión Europea ha recomendado a algunos países, como Alemania, que si ofrecen nuevas prestaciones no contributivas del sistema de pensiones, estas no se financien con mayores cotizaciones sociales.⁸ En este sentido, un grupo de economistas del banco central (Bundesbank) ha documentado que una política que sustituyera una parte de la financiación del sistema de pensiones realizada a través de cotizaciones sociales con impuestos al consumo tendría efectos macroeconómicos mayoritariamente positivos.⁹ Aunque en la UE hay diversos modelos para financiar los sistemas de pensiones, la sugerencia de la Comisión se aplica habitualmente: todos los países europeos cuentan con redes de seguridad para la vejez, generalmente financiadas con impuestos, y muchos también tienen componentes de pensiones básicas y mínimas financiados a menudo con impuestos. También hay algún ejemplo, como Dinamarca, en el que el sistema público de pensiones se financia enteramente con impuestos, y no con cotizaciones sociales.¹⁰

David del Val y Javier Garcia-Arenas

7. Martínez, S. R. y 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.* «Pension reform and wealth inequality: evidence from Denmark». Centre for Economic Policy Research, 2022.

8. Recomendación del Consejo relativa al Programa Nacional de Reformas de 2014 de Alemania y por la que se emite un dictamen del Consejo sobre el Programa de Estabilidad de Alemania de 2014. COM(2014) 406 final.

9. Cambiar impuestos al trabajo por impuestos al consumo traslada parcialmente la carga fiscal de los productores nacionales a los extranjeros, lo que reduciría los costes de la producción nacional, generando efectos macroeconómicos internos positivos. Asimismo, esta política aumentaría los costes del consumo doméstico y aplazaría, parcialmente, la carga fiscal de los hogares hasta la jubilación, y conduciría a un mayor ahorro, aunque, durante la transición de un sistema al otro, se empeoraría la situación de los jubilados y los hogares cercanos a la jubilación. Véase Ruppert, K., Schön, M. y Stähler, N. (2021), «Consumption Taxation to Finance Pension Payments», Deutsche Bundesbank Discussion Paper n.º 47/2021.

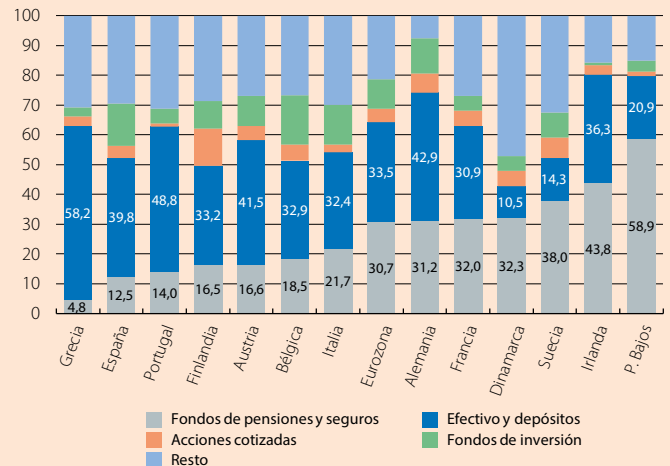
10. Véase Comisión Europea, «The 2021 ageing report – Economic & budgetary projections for the EU Member States (2019-2070)», Publications Office, 2021. Martínez, S. R. y Soto, M. (2021) y «Pension Reforms in Europe: how far have we come and gone», IMF Departmental Papers, 2021(016), A001.

Cómo lograr que nuestros sesgos cognitivos jueguen a favor de aumentar el ahorro privado en pensiones

El sistema público de pensiones, pilar fundamental del estado de bienestar, presenta un conjunto de retos notables tanto en España como en Europa en un contexto caracterizado por la jubilación de la generación del *baby boom*. De hecho, casi el 60% de los ciudadanos europeos mayores de edad reconoce estar preocupado por si tendrá dinero suficiente en la jubilación.¹ Sin embargo, no se ha producido un aumento significativo de las tasas de ahorro en los últimos años: la tasa de ahorro de la eurozona en 2010-2019 fue del 12,5% (7,4% en España), inferior al 13,3% de 2000-2009 (9,1% en España). Se puede destacar el caso de Alemania, la economía de la eurozona con la tasa de ahorro más elevada que, además, ha ido al alza (17,5% en 2010-2019 *versus* 16,8% en 2000-2009).

Además, la composición del ahorro financiero de los hogares europeos muestra un perfil conservador en la mayoría de los países, con una clara preferencia por los depósitos, que representan entre el 20% y el 40% del total de activos financieros. En cambio, el peso del ahorro en fondos de pensiones privados y seguros de jubilación es bastante desigual por países y está condicionado por la tasa de sustitución de las pensiones públicas.² Se observa que, a mayor tasa de sustitución de las pensiones públicas, menor suele ser el porcentaje de trabajadores con planes privados de pensiones: en Dinamarca y en los Países Bajos, las tasas de sustitución públicas se encuentran entre las más bajas de la UE y, al ser por ley prácticamente obligatorio participar en un fondo de pensiones privado, entre el 93% y el 100% de los individuos en edad de trabajar dispone de esta modalidad de ahorro, la cual aporta casi el 60% de la pensión percibida a la jubilación. Por el contrario, en España, con una de las tasas de sustitución públicas más elevadas de Europa (cerca del 74%), se

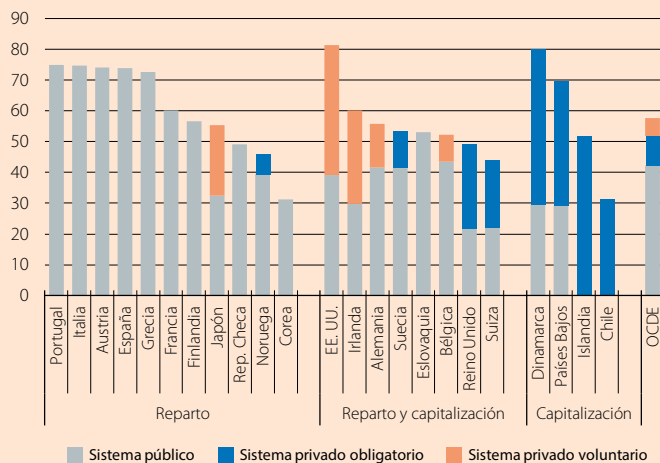
Distribución de los activos financieros de las familias (% del total de activos) 4T 2022



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BCE.

Tasa bruta de sustitución de las pensiones públicas y privadas*

Pensión a recibir como porcentaje del último salario recibido



Nota: * La tasa de sustitución se calcula con la pensión y el salario medios. Por bruta nos referimos a antes de impuestos.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Pensions at a Glance 2021, OCDE.

Lo que nos enseña la economía conductual sobre nuestra forma de ahorrar

A menudo, las personas que pueden permitirse ahorrar, pese a estar preocupadas por su situación financiera en la jubilación, no destinan *motu proprio* una cantidad sustancial de sus ingresos a productos de ahorro a largo plazo, como pueden ser los planes o seguros de pensiones. ¿Cómo puede ser que el ser humano tenga un comportamiento tan contradictorio o incluso irracional? Pues, precisamente, porque es humano.

Durante millones de años, nuestro cerebro evolucionó hasta convertirse en el órgano actual, que apenas representa el 2,0% del peso medio de un humano, pero consume el 25% de la energía diaria. Dado el reto que suponía para nuestros ancestros encontrar alimentos, su cerebro no podía estar permanentemente concentrado, por lo que tener un cerebro «perezoso»

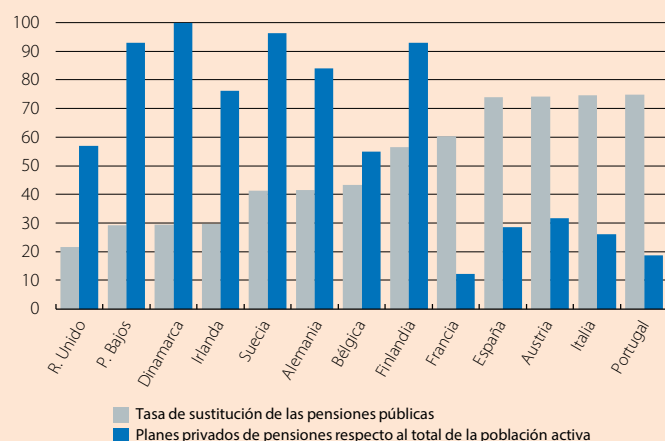
- Según el European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA).
- La tasa de sustitución, o de reemplazo, muestra cuánto representa la pensión (pública o pública y privada) percibida en la jubilación respecto del último salario recibido.
- Por otra parte, se suele empezar tarde a ahorrar, lo que limita los ahorros que se pueden acumular para la jubilación. En España, el 25% de los hogares con un cabeza de familia entre 35 y 44 años cuenta con un plan o un seguro de ahorro y el porcentaje aumenta hasta casi el 39% entre los 45 y 64 años (Encuesta Financiera de las Familias 2020, Banco de España).

era una cuestión de supervivencia. Esto explica que nuestro cerebro tenga dos sistemas de pensamiento: el sistema automático, instalado en el sistema límbico (impulsivo, inconsciente...) y el sistema reflexivo, localizado en la corteza prefrontal (planificador, controlador...).

El sistema automático nos genera una serie de sesgos (cognitivos o emocionales) que dificultan tomar decisiones «racionales». La economía del comportamiento incorpora esta idea de que los agentes no toman sus decisiones de manera totalmente racional (como tradicionalmente ha ocurrido en la teoría económica), sino determinada por las emociones y diferentes tipos de sesgos.

Tasa bruta de sustitución de las pensiones públicas y población con planes privados de pensiones

(%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Pensions at a Glance 2021, OCDE.

Algunos sesgos son determinantes a la hora de planificar nuestro ahorro. Destacan la falta de autocontrol (demasiadas tentaciones en el presente que nos impiden ahorrar); la aversión a la pérdida (nos afecta más que una inversión haya tenido un año con pérdidas que las ganancias acumuladas durante años por esa misma inversión); la creación de cuentas mentales (organizamos nuestro dinero en diferentes categorías de gasto o ingresos, no intercambiables), o el *statu quo* y la inercia (preferencia por mantenerse en la situación actual). Estos sesgos contribuyen a levantar tres importantes barreras que nos impiden «activar» nuestro cerebro racional para pensar en la jubilación: no nos vemos mayores y nos cuesta identificarnos con nuestro yo del futuro; valoramos mucho más nuestras necesidades presentes que las futuras, y sufrimos cierta miopía evaluando cuáles serán nuestras necesidades al envejecer.

Sin embargo, estos comportamientos inherentes a nuestra condición humana pueden modificarse, o adaptarse, tal y como muestran los descubrimientos de la economía conductual que confirman que las decisiones de los individuos están muy condicionadas por la forma en que se les presentan las opciones disponibles. Se trata, pues, de «aprovecharse» de los sesgos cognitivos del ser humano para dar a los individuos un *nudge* o «empujoncito» y lograr así que su elección final sea la adecuada, pero respetando al mismo tiempo su libertad de elección, ya que las alternativas disponibles ni se eliminan ni se bloquean.⁴ Por tanto, la economía conductual presenta métodos que pueden ser usados por las Administraciones públicas para orientar las decisiones de los ciudadanos.⁵

El Reino Unido, un ejemplo cercano de que la aplicación de las teorías conductuales funciona

El sistema de pensiones del Reino Unido era mixto desde mediados del siglo XX: contaba con un sistema público de reparto y un sistema privado de pensiones. Sin embargo, las tendencias y proyecciones demográficas venían alertando de que el sistema público de pensiones presentaba problemas de sostenibilidad. Además, el sistema privado no podía compensar la situación, puesto que las aportaciones y el nivel de ahorro habían ido reduciéndose paulatinamente.

Por ello, en 2008 se aprobó una nueva ley de pensiones que incluía la adopción del *automatic enrolment*. Según este mecanismo, los empresarios deben inscribir de forma automática en un plan de pensiones privado⁶ (los llamados planes de pensiones de empresa o de empleo, complementarios a la pensión pública) a los trabajadores que cumplan ciertos requisitos,⁷ si bien el empleado dispone de un mes de plazo para salirse del sistema. Adicionalmente, cada tres años las empresas deben reinscribir automáticamente a aquellos trabajadores que habían optado por desvincularse. El sistema se activó en 2012 y se fue implementando de forma gradual en todas las empresas británicas durante los siguientes seis años.

Las cifras confirman el éxito de la iniciativa: si en 2013 tan solo el 32% de los trabajadores británicos del sector privado disponían de un plan de pensiones de empresa, este porcentaje se elevaba al 75% en 2019. Gracias a ello, la tasa de sustitución total de las

4. Las técnicas de *nudge* (empujón suave o golpecito, en su traducción al castellano) implican actuaciones de refuerzo positivo y con sugerencias indirectas para influir en el comportamiento y en la toma de decisiones. Estas herramientas fueron analizadas por el Nobel de Economía Richard Thaler junto a Cass Sunstein en su obra «Un pequeño empujón: El impulso que necesitas para tomar mejores decisiones sobre salud, dinero y felicidad» de 2008.

5. Cass Sunstein publicó en 2014 su ensayo «Nudging: A Very Short Guide», en el que se proponían 10 técnicas a aplicar en los programas de políticas públicas para ayudar a los individuos a tomar las mejores decisiones.

6. Las aportaciones a estos fondos de pensiones privados se calculan sobre el salario pensionable. Desde 2019, corresponden un 3% al empresario, un 4% al trabajador y un 1% al Estado. Por otro lado, tan solo el 9% de los trabajadores ejerció su derecho a abandonar el sistema.

7. Deben tener al menos 22 años, ganar más de 10.000 libras al año (cifra que se revisa anualmente), trabajar habitualmente en el Reino Unido y no ser ya participe en otro plan de empleo.

pensiones alcanzó en 2021 el 49%, frente al 22% que ofrecería solo contar con pensión pública. Además, el volumen de activos en planes de pensiones privados se ha más que duplicado y en 2021 representaban más de un 120% del PIB, frente al 73% previo al *automatic enrolment*.

El titánico desafío de sacar partido de nuestros sesgos

El Reino Unido es solo uno de los ejemplos de que las técnicas de la economía conductual funcionan. Otros casos de éxito los encontramos en EE. UU., y su programa *Save More Tomorrow (SmarT)*, gracias al cual se logró aumentar los ahorros para las pensiones de unos 15 millones de personas;⁸ Brasil, que consiguió que el 80% de los empleados públicos contara con un fondo de pensiones complementario mediante la afiliación automática, o los Países Bajos, que concienciaron de forma personalizada a cada trabajador sobre la situación de su pensión pública enviándoles lo que se conoce como el «sobre naranja».⁹ Estos casos pueden servir de inspiración a la hora de diseñar políticas públicas para fomentar el ahorro privado para la jubilación, aunque no se trata de fórmulas magistrales y se deben adaptar a la idiosincrasia de cada cultura, ya que lo que funciona en un lugar no tiene por qué funcionar en otro.

Que los planes privados de pensiones de empresa se generalicen es un primer paso importante, pero que el ahorro aumente significativamente depende de los incentivos fiscales al ahorro –en la mayoría de los países, se pueden desgravar, hasta cierto límite, las aportaciones de la base imponible del impuesto sobre la renta, y se difiere la tributación sobre esta porción de renta y sus rendimientos hasta el momento de su cobro durante la jubilación–, del perfil de los ahorradores afectados¹⁰ y, como hemos visto, de los sesgos cognitivos. En España, donde a partir de 2022 el límite de aportación conjunta de trabajadores y empresa desgravable del IPRF en los planes de empresa se amplía a 10.000 euros,¹¹ las estimaciones disponibles sugieren que cada euro ahorrado en los planes de empresa ha aumentado históricamente el ahorro privado bruto en torno a 66 céntimos (o sea, una parte se compensa con la reducción de otras formas de ahorro, pero, en neto, hay un incremento sustancial del ahorro total).¹² Una alternativa para potenciar el ahorro agregado consistiría en que el Estado complementase las aportaciones a planes de pensiones individuales. Esta política se ha seguido, por ejemplo, en los denominados «planes Riester» en Alemania o el *Lifetime ISA* en el Reino Unido.¹³ La evidencia sugiere que los complementos a las aportaciones aumentan la tenencia de vehículos de ahorro para la jubilación, pero que la mayoría de los contribuyentes no realizan aportaciones a pesar del incentivo.¹⁴ Y es que, con la irracionalidad humana hemos topado de nuevo, amigo Sancho: a los seres humanos nos cuesta ver las ventajas fiscales del ahorro para la jubilación, a no ser que alguien nos las explique bien.¹⁵

Rita Sánchez Soliva

8. Véase Thaler, R. H. y Benartzi, S. (2001), «Save More Tomorrow: Using Behavioral Economics to Increase Employee Saving», The University of Chicago Press.

9. Los Países Bajos fueron pioneros en estas prácticas, y, además, también informan de la situación de los planes de empleo. En España, desde 2015 está disponible el simulador de la Seguridad Social para calcular la pensión pública, pero todavía no es una herramienta muy conocida y su uso es reducido.

10. Mientras que entre los hogares españoles con más renta y edad se detecta que las deducciones fiscales en los planes de pensiones (ya sean privados o de empleo) generan, sobre todo, una reasignación de sus carteras hacia fondos de pensiones desde otros instrumentos de ahorro, en otro tipo de hogares sí parece generarse nuevo ahorro. Véase Ayuso, J., Jimeno, J. F. y Villanueva, E. (2019), «The effects of the introduction of tax incentives on retirement saving», Series, n.º 10, pp. 211-249.

11. No así en los planes de pensiones individuales, donde la deducción máxima desgravable se reduce de 8.000 a 1.500 euros.

12. Véase Gómez García, M. y 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 [Artículos], n.º 2, 2022.

13. Cuenta de ahorro a la que el Estado abona un bonus por valor del 25% de las contribuciones (hasta un máximo de 1.000 libras anuales) con la condición de que se utilice para la compra de una primera vivienda o jubilación.

14. Véase 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 n.º 2106, Banco de España.

15. Véase E. Duflo, W. Gale, J. Liebman, P. Orszag y 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.

¿Qué supone para el crecimiento económico la jubilación *baby boomer*?

Tal y como se señala en otros artículos de este Dossier,¹ la jubilación de una generación tan amplia como los *baby boomers* va a implicar un mayor peso de la población sénior en las próximas décadas, lo que llevará a un aumento de las tasas de dependencia: según las proyecciones del INE, el número de personas de más de 65 años en España superará el 50% de la población en edad de trabajar (16-64 años) a partir de mediados de la década de 2040, lo que representará 20 p. p. más que en 2022.

Este marcado envejecimiento de la población tendrá efectos de calado no solo en la configuración de nuestras sociedades, sino también en la de nuestras economías.

En primer lugar, porque si no se producen cambios significativos en las tasas de empleo de la población de mayor edad, un descenso de la población en edad de trabajar² reducirá el número de trabajadores y, por ende, el PIB total de la economía. Asimismo, algunos economistas han documentado que la productividad de la fuerza laboral, es decir, el PIB por trabajador, también puede verse afectada de forma negativa por el envejecimiento de la población.³

En segundo lugar, el envejecimiento tiene un impacto en los patrones de comportamiento de los agentes: las cohortes más longevas suelen tener una composición en la cesta de consumo más sesgada hacia el gasto en sanidad a expensas de otras partidas y suelen exhibir una mayor aversión al riesgo en sus inversiones.⁴

Otro canal importante del impacto del envejecimiento se da en las cuentas públicas. Y es que una mayor proporción de población en edad avanzada tiende a resultar en un mayor gasto público estructural (por ejemplo, sanitario, en pensiones y cuidados).⁵ Si no se introducen medidas correctivas, el resultado sería un deterioro estructural del déficit público y un aumento en la deuda pública.

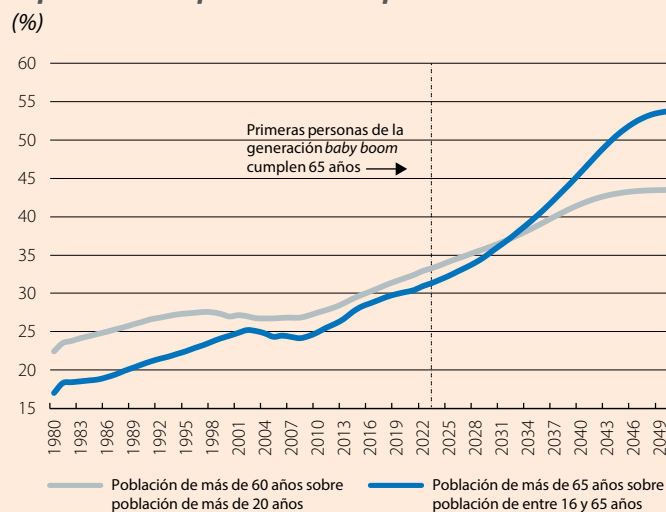
Es importante matizar que la magnitud de estos efectos macroeconómicos del envejecimiento dependerá de otros factores dinámicos e idiosincráticos, como los hábitos de consumo en cada país, la productividad agregada de la economía y por franja de edad, la predisposición a demorar el momento de la jubilación, así como elementos asociados a la calidad en los servicios públicos o las características del sistema de la Seguridad Social.

El envejecimiento implica menor crecimiento, pero ¿de cuánto estamos hablando?

Tal y como detallamos en los otros artículos de este Dossier, empezando este año y durante los próximos 17, asistiremos a la jubilación de la generación del *baby boom* y el impacto que esto tendrá en el crecimiento económico no será pequeño. Según estimamos en un artículo anterior de CaixaBank Research,⁶ en España cuando el envejecimiento, medido con la ratio de personas con 60 años o más entre personas con 20 años o más, aumenta un 1%, el PIB per cápita se reduce un 0,39%. En otras palabras, la llamada «elasticidad del crecimiento económico con respecto al envejecimiento» es de $-0,39$. En el caso de Portugal, el modelo resulta en una elasticidad del $-0,51$. Los resultados son similares a las magnitudes para otros países, por ejemplo, $-0,55$ en el caso de EE. UU.⁷

Para estimar el coste que tendrá el envejecimiento en España en el futuro, hay que tener presente que, en los próximos 20 años, de acuerdo con las proyecciones demográficas del INE, la ratio poblacional de personas con 60 años o más entre personas con 20 años o más aumentará en España en 10 p. p. Combinando estas proyecciones demográficas con nuestra estimación de la elasticidad del crecimiento económico con respecto al envejecimiento, se obtiene que el envejecimiento poblacional a causa de la jubilación de los *baby boomers* reducirá el crecimiento del PIB per cápita en 0,5 p. p. por año durante las próximas dos décadas, manteniendo todos los otros factores constantes.⁸

España: ratios poblacionales por edad



Fuente: CaixaBank Research, a partir de las proyecciones poblacionales del INE.

1. Véase en especial «Reformar el sistema de pensiones: a la búsqueda de la sostenibilidad» en este mismo Dossier.

2. En concreto, las proyecciones más recientes del INE incorporan que la población en edad de trabajar en España, medida con las cohortes entre 16 y 64 años, se reducirá en más de un millón de personas entre 2023 y 2050.

3. Véase Poplawski-Ribeiro, M. (2020), «Labour force ageing and productivity growth», Applied Economic Letters, vol. 27, n.º 6, FMI.

4. La evidencia empírica también sugiere que el envejecimiento resulta en un menor tipo de interés natural y, por tanto, altera la capacidad de respuesta de la política monetaria. Véase Bodnár, K. y Nerlich C. (2022), «The Macroeconomic and fiscal impact of population ageing», BCE.

5. La Comisión Europea estima que el gasto fiscal relacionado con el envejecimiento se incrementará desde el 24% del PIB en 2019 al 27% del PIB en 2040. Véase «The 2021 Ageing Report: Economic and Budgetary Projections for the EU Member States (2019-2070)». Comisión Europea (2021).

6. Véase Llorens, E. y Mestres, J. (2020), «El impacto del envejecimiento en el crecimiento económico de España: un enfoque regional», CaixaBank Research, Documento de Trabajo 01/20.

7. Véase Maestas, N., Mullen, K. y Powell, D. (2016), «The effect of population aging on economic growth, the labor force and productivity». NBER Working Paper Series.

8. El aumento de 10 p. p. en esta ratio poblacional es equivalente a un incremento del 30%.

Más adelante, las proyecciones demográficas sugieren que el impacto de la jubilación de la generación *millennial* o, incluso, de la generación Z, será de mucha menor escala al ser generaciones sustancialmente menos numerosas que la generación del *baby boom*.

Pero... ¿realmente estamos en un mundo a lo *ceteris paribus*?

Las predicciones de un impacto macroeconómico negativo del envejecimiento y, en particular, de la jubilación de los *baby boomers* se fundamentan en proyecciones de una caída de la fuerza laboral, lo que, a su vez, depende de tres grandes factores: (i) el crecimiento vegetativo esperado de la población (nacimientos menos defunciones), (ii) los flujos migratorios netos y (iii) la tasa de empleo (ratio de ocupados entre la población en edad de trabajar).

Las proyecciones demográficas del INE suponen que, en línea con lo observado en los últimos años, el crecimiento vegetativo permanecerá en terreno negativo en todo el horizonte de previsión, en promedio en unas -100.000 personas al año hasta finales de la década de 2040, cuando se espera que supere los -200.000 individuos. Por otra parte, esperan que los flujos migratorios netos sean positivos, en torno a las 450.000 personas por año en la próxima década y 250.000 personas por año entre 2030 y 2040.

Con estas proyecciones demográficas del INE, las más recientes,⁹ y suponiendo que la tasa de empleo se mantiene constante en las próximas décadas en torno al 63% actual, construimos un primer escenario de población y fuerza laboral futuras (escenario 1) a partir de un modelo sencillo de contabilidad del crecimiento económico a largo plazo.¹⁰ Obtenemos que la contribución de la fuerza laboral al crecimiento del PIB se volvería negativa a partir de 2033. Precisamente, la década de 2030-2040 es cuando se producirá el mayor impacto negativo en la fuerza laboral de la jubilación de los *baby boomers*.

En el segundo gráfico, podemos observar cómo cambios en los supuestos, ya sea por unos mayores flujos netos de inmigración o por políticas laborales que permitan elevar la tasa de empleo, por ejemplo, a través de una mayor tasa de participación laboral de los séniors y de la población vulnerable (con medidas de mayor inclusión y de reinserción laboral o reformas que busquen alargar la edad efectiva de jubilación), podrían en su conjunto atenuar la proyección de una contribución negativa del factor trabajo al crecimiento. Así, en el escenario 2, el más adverso (sin flujos migratorios y manteniendo constante la tasa de empleo), la contribución de la fuerza laboral al crecimiento se volvería negativa inmediatamente. En cambio, la contribución apenas sería negativa durante algunos años de la década de 2040 en el escenario 3, que incluye una inmigración alta (utiliza proyecciones alternativas del INE con unos 60.000 migrantes netos más por año entre 2023 y 2045 que en el escenario 1) y una mayor tasa de empleo (aumento gradual desde el 63% en 2023 hasta el 70% en 2045, +7 p. p. respecto al escenario 1 y en línea con las proyecciones del *2021 Ageing Report*). De esta forma, la contribución promedio de la fuerza laboral al crecimiento del PIB en el periodo 2027-2045 sería de -0,15 p. p. en el escenario 1, de -0,83 p. p. en el escenario 2 y de +0,24 p. p. en el escenario 3. Esto compara con una contribución promedio del factor trabajo al crecimiento del PIB de +0,1 p. p. para el periodo 2027-2050 en el escenario central de previsiones utilizado recientemente por la AIReF en su evaluación de la reforma de las pensiones.¹¹

Estas estimaciones están sujetas a bastante incertidumbre y, además, se deben enmarcar dentro de las estimaciones del crecimiento potencial de la economía española que dependen de la visión sobre el crecimiento de la fuerza laboral y de la productividad. Por ejemplo, AIReF estima que el crecimiento potencial del PIB se situará en las próximas décadas en torno al 1,3%, por debajo de lo esperado por el Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones (1,9%), y similar a lo proyectado por la Comisión Europea (1,2%).

Otro elemento clave a tener muy presente cuando se analiza el impacto macroeconómico de la jubilación de los *baby boomers* será la relación del factor trabajo con los demás factores productivos y con los cambios tecnológicos. Y es que el desarrollo tecnológico podría ser el factor decisivo que más que compensase el impacto negativo de la menor fuerza laboral incrementando el producto generado por cada trabajador disponible.

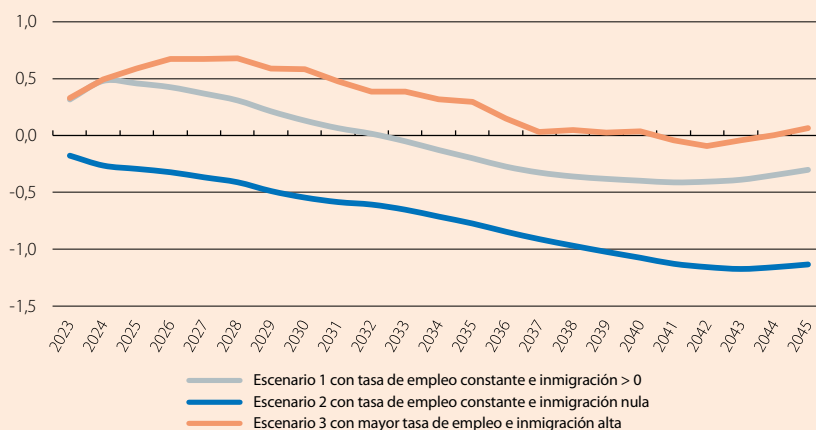
Antonio Montilla y Ricard Murillo Gili

9. El Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones coge como base estas proyecciones demográficas del INE en sus análisis más recientes sobre gasto en pensiones que se comentan en el artículo «Reformar el sistema de pensiones: a la búsqueda de la sostenibilidad» en este mismo informe.

10. Véase Mestres J. (2019), «El envejecimiento de la población española y su impacto macroeconómico», Papeles de Economía Española, n.º 161, Funcas.

11. Véase «Opinión sobre la sostenibilidad de las administraciones públicas a largo plazo: la incidencia de la demografía», Opinión 1/23, AIReF.

España: contribución de la variación de la fuerza laboral sobre el PIB (p.p.)



Notas: Contribución de la variación de la fuerza laboral en el crecimiento económico en el marco de la contabilidad del crecimiento asumiendo el mismo porcentaje de las rentas salariales en porcentaje del PIB que en 2000-2018. El escenario 1 incorpora las previsiones poblacionales según el INE y una tasa de empleo constante. Los escenarios alternativos incorporan previsiones sin inmigración (escenario 2) y con inmigración alta (escenario 3) según el INE. El aumento de la tasa de empleo en el escenario 3 consiste en el escenario central del 2021 Ageing Report.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE, 2021 Ageing Report (Comisión Europea) y The Conference Board.

Patrones de consumo y ahorro tras la jubilación

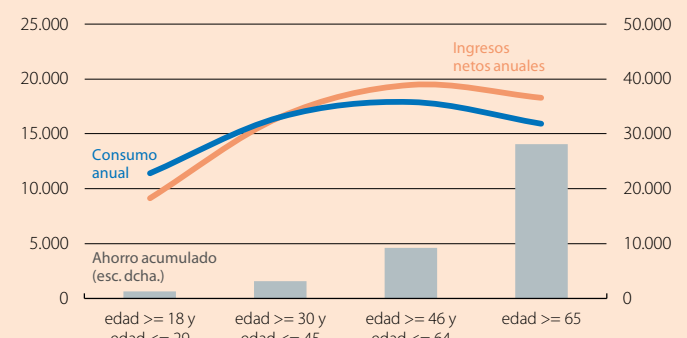
La teoría del ciclo vital del consumo,¹ desarrollada, entre otros, por los Premios Nobel de Economía Franco Modigliani y Milton Friedman en los años cincuenta, plantea las bases del comportamiento de los agentes en cuanto a consumo y ahorro. La teoría apunta a que los patrones de ahorro varían a lo largo de la vida con una forma de U invertida. Es decir, que los que menos ahorran son los jóvenes y los ancianos, y los que más, las personas de mediana edad. La razón detrás de este patrón es el deseo de mantener una calidad de vida y un nivel de consumo relativamente estable a lo largo del tiempo. Para conseguirlo, las personas deben ahorrar más en aquellas edades en las que perciben mayores ingresos y utilizar este ahorro para mejorar su calidad de vida en aquellas edades en las que el flujo de ingresos es menor.

¿Observamos en la práctica este patrón de ahorro y consumo durante el ciclo vital? Abundante evidencia empírica muestra que el consumo tras la jubilación se reduce significativamente, lo que iría en contra de la teoría del ciclo vital y ha dado lugar al llamado *retirement-consumption puzzle*.² Este aparente rompecabezas se explicaría porque los ahorros acumulados no son suficientes para mantener el nivel de consumo tras la jubilación como resultado de múltiples factores (incertidumbre, restricciones financieras, sesgos cognitivos, etc.). Parte de la respuesta también se ha encontrado al analizar la tipología del consumo: este no disminuye para todas las categorías de gasto, sino que se concentra en ciertas categorías como las relacionadas con el trabajo (por ejemplo, transporte) o el ocio.³ Así pues, la cuestión aún está abierta.

En este artículo, vamos a utilizar datos internos de CaixaBank, debidamente anonimizados, para realizar un análisis exploratorio sobre cómo se modifica el consumo tras la jubilación para el caso español. La utilización de estos datos permite conocer los ingresos, el consumo y el ahorro de los individuos con precisión, así como identificar el momento de la jubilación.

En una primera exploración,⁴ se revelan las diferencias en los patrones de ahorro y consumo por franjas de edad (véase el primer gráfico). La volatilidad de los ingresos entre los distintos grupos de edad es mayor que la del consumo, lo que apunta a la voluntad de los hogares de mantener un consumo relativamente estable a lo largo de la vida. Solo en el grupo de entre 18 y 29 años el consumo supera los ingresos netos anuales; algunas posibles explicaciones son que tengan otras fuentes de ingresos (por ejemplo, la ayuda de los padres para los más jóvenes) o que se endeuden para financiar su consumo. En cuanto al grupo de mayor edad, se observa una reducción de sus ingresos respecto al grupo de entre 46 y 64 años, aunque bastante suave. En parte, esta reducción moderada puede lograrse gracias al sistema de pensiones público actual, en el que las tasas de reemplazo son relativamente elevadas y permiten mantener, en media, un nivel de ingresos no muy alejado del que se percibía antes de la jubilación. Esta limitada contracción de los ingresos, junto con el colchón de ahorro acumulado, contribuyen a que la reducción del consumo de los grupos de edad mayores a 65 años sea relativamente pequeña respecto al consumo de los que tienen entre 46 y 64 años.

España: consumo y ahorro por franjas de edad
Mediana (euros)



Notas: Se incluye a todos los clientes de CaixaBank que en 2022 recibieron en su cuenta algún ingreso de nómina, subsidio de paro o pensión y realizaron algún gasto. Se define como consumo cualquier gasto mediante retirada de efectivo, pago con tarjeta, bizum, domiciliación de recibo o transferencia a empresa. El ahorro incluye depósitos y otras inversiones (acciones, planes de pensiones, etc.). Los ingresos son netos después de impuestos y cotizaciones. Los datos se agregan a nivel de contrato.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos internos de CaixaBank.

1. Este marco teórico básico ha servido para cimentar las bases de una extensa literatura económica que ha enriquecido el análisis del comportamiento de los agentes en la toma de decisiones. Por ejemplo, se incorporó en el modelo un elemento de incertidumbre en el que los agentes pueden tender a ahorrar más por precaución, u otros factores que limitan o modifican las decisiones de los hogares, como los impuestos o las restricciones al acceso al sistema financiero.

2. Para más detalles, véase Banks, J., Blundell, R. y Tanner, S. (1998). «Is there a retirement-savings puzzle?» *American Economic Review*, vol. 88, n.º 4, 769-788.

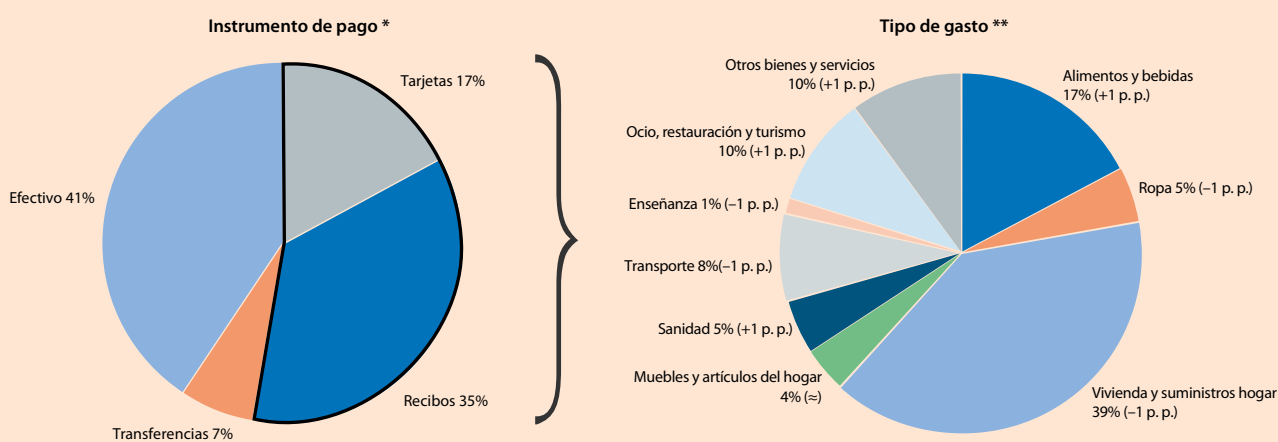
3. Véase Aguila, E., Attanasio, O. y Meghir, C. (2011). «Changes in consumption at retirement: evidence from panel data». *Review of Economics and Statistics*, 93(3), 1094-1099.

4. La muestra incluye a todos los clientes de CaixaBank que en 2022 recibieron en su cuenta algún ingreso de nómina, subsidio de paro o pensión y realizaron algún gasto mediante retirada de efectivo, pago con tarjeta, bizum, domiciliación de recibo o transferencia a empresa. Los ingresos son netos después de impuestos y cotizaciones. El ahorro incluye todos los activos financieros que tenga con el banco (depósitos, acciones, planes de pensiones, etc.). Los datos se agregan a nivel de contrato y, por tanto, no se corresponden al nivel de hogar. Esto difiere de los datos de la Encuesta financiera de las familias (Banco de España) que corresponden a nivel de hogar y la variable de ingresos es a nivel bruto (antes de impuestos y cotizaciones). En cuanto al consumo, los niveles se asemejan más a los de la Encuesta de presupuestos familiares (INE) a nivel de persona. Sin embargo, hay algunas diferencias en la definición. Por ejemplo, no se incluyen el autoconsumo, salario en especies ni alquiler imputado a la vivienda de propiedad, y los gastos se registran cuando se realiza el pago y no en el momento de la adquisición.

A continuación, para profundizar en los cambios del consumo tras la jubilación, nos centramos en una muestra de clientes que tenían entre 60 y 68 años, que trabajaban por cuenta ajena y que se jubilaron entre junio de 2014 y febrero de 2018.⁵ A nivel agregado, seguimos observando una reducción del consumo en términos reales en los años posteriores a la jubilación. En concreto, tras un año de haberse jubilado, el consumo se reduce, en mediana, un 1,2% respecto al año anterior a la jubilación. Esta tendencia se mantiene en los siguientes años, y al quinto año de estar jubilado, el consumo se reduce, en mediana, un 6,4% respecto al año previo a la jubilación. Además, se observa que la distribución del consumo por tipo de gasto también cambia. En particular, respecto al año previo a la jubilación, se incrementa el gasto en alimentación, ocio, restauración y turismo y sanidad, mientras que otras partidas como vivienda y suministros, transporte y educación se reducen. El gasto en el año posterior a la jubilación se concentra en la vivienda y suministros del hogar (40%), seguido de la alimentación (17%) y del ocio, restauración y turismo (10%).⁶

España: consumo por instrumento y tipología de gasto tras el primer año de la jubilación

Distribución del consumo anual promedio (%)



Notas: * «Transferencias» a empresas, «recibos» incluye pagos en cuenta; «efectivo» incluye retiradas en efectivo en cajeros o en oficina. No se incluye bizum porque en el periodo analizado su uso era muy residual. ** La tipología de gasto solo se dispone para pagos en tarjeta y recibos. Entre paréntesis se especifica la variación respecto al año previo a la jubilación.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos internos.

Además de los cambios en los hábitos de consumo, se observa que las variaciones en el consumo tras la jubilación dependen de los recursos disponibles, tanto a nivel de ingresos como de los ahorros acumulados. Para analizarlo, se segmenta la muestra en cuartiles de acuerdo con los ingresos laborales antes de la jubilación, y para cada cuartil, se vuelven a dividir las observaciones en cuartiles en base al nivel de ahorro acumulado. Para los individuos con ingresos por debajo de la mediana (cuartil 1 y 2), el nivel de consumo aumenta ligeramente en el primer año tras la jubilación (un aumento mediano del +3% para el primer cuartil de ingresos y del +1% para el segundo cuartil, véase el tercer gráfico).⁷ Sin embargo, cabe señalar que el nivel de consumo es menor que para los individuos con ingresos superiores. Para estos últimos, el nivel de consumo se reduce con respecto al del año anterior a la jubilación (-3% para el tercer cuartil de ingresos y -6% para el cuarto cuartil),⁷ aunque se mantiene en niveles elevados.

Asimismo, los ahorros acumulados a lo largo de la vida juegan un papel decisivo para mantener un nivel de consumo relativamente estable una vez jubilados. Para los que parten de niveles de ingresos bajos antes de la jubilación, observamos (véase el tercer gráfico) que los individuos con mayores ahorros (tercer y cuarto cuartil) aumentan más su consumo tras la jubilación. Entre los que tienen niveles de ingresos altos antes de jubilarse, los individuos con mayores ahorros reducen menos su consumo tras la jubilación. Dicho de otra manera, el colchón de ahorros les permite mantener un mayor nivel de gasto una vez jubilados.⁷

5. El análisis se centra en clientes de 60 a 68 años que percibían nómina antes de jubilarse y que en algún momento entre junio de 2014 y febrero de 2018 se jubilaron y pasaron a percibir una pensión pública. Analizamos el periodo previo a la pandemia de COVID-19 para evitar el *shock* temporal que se produjo en el consumo. Los datos son deflactados por el IPC general a euros de 2013. El año t es el año de la jubilación, por lo que el gasto en el año $t+1$ corresponde al gasto anual en el año siguiente a jubilarse. La definición de ahorro, ingresos y consumo es la misma que en la nota al pie 4.

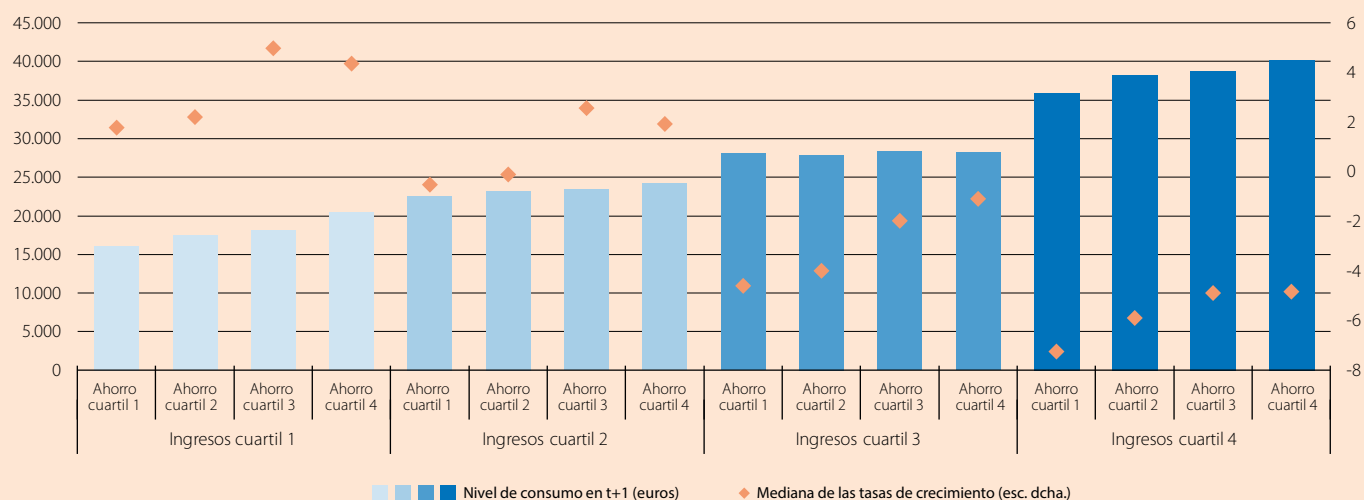
6. Estos resultados son similares a los de la Encuesta de presupuestos familiares (INE) para hogares en el que el sustentador principal es mayor de 65 años.

7. Los resultados se han validado mediante una regresión lineal en la que se explica el consumo de los individuos mediante las variables de ingresos, ahorros y otras variables de control. Los coeficientes estimados son estadísticamente significativos.

España: nivel de consumo tras la jubilación por nivel de ahorro y de ingresos prejubilación

Consumo t+1 (euros)

Variación mediana tras la jubilación (%)



Notas: La muestra incluye a todos los clientes de CaixaBank de 60 a 68 años que se jubilaron entre junio de 2014 y febrero de 2018, y pasaron de ingresar una nómina a percibir una pensión pública. El gasto en t+1 corresponde al gasto anual en el año siguiente a jubilarse (siempre anterior a la COVID-19) e incluye retirada de efectivo, pago con tarjeta, bizum, domiciliación de recibo o transferencia a empresa. Los datos están deflactados por el IPC general a euros de 2013. Los resultados se han validado con una regresión en la que se explica el consumo de los individuos mediante las variables de ingresos, ahorros y otras variables de control. Los coeficientes estimados son estadísticamente significativos.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos internos de CaixaBank.

En conclusión, estos resultados se suman a la extensa literatura que documenta la existencia del *retirement-consumption puzzle*. Los resultados muestran que el nivel de consumo tras la jubilación se reduce: un 1,2% tras un año de jubilarse, y hasta un 6,4% después de cinco años de concluir la vida laboral. Además, se hace patente el importante rol que juegan los ahorros para determinar el ajuste en el nivel de consumo después de la jubilación. Para un mismo nivel de ingresos, un mayor ahorro acumulado permite mantener un nivel de consumo más elevado, lo que muestra la importancia de planificar la jubilación para poder ir construyendo ese colchón de ahorro que permitirá mantener la calidad de vida deseada.

Mar Bisquert, Josep Mestres,
José Antonio Sánchez y Ariadna Vidal.

A través de nuestros estudios, contribuimos a estimular el debate y el intercambio de opiniones entre todos los sectores de la sociedad, y favorecer la divulgación de los temas clave del entorno socioeconómico de nuestro tiempo. Tanto el *Informe Mensual* como el resto de publicaciones de CaixaBank Research están disponibles en: www.caixabankresearch.com

Te recomendamos:

Notas Breves de Actualidad Económica y Financiera



Valoración de los principales indicadores macroeconómicos de España, Portugal, la eurozona, EE. UU. y China, y de las reuniones del Banco Central Europeo y de la Reserva Federal.

Monitor de consumo



Análisis mensual de la evolución del consumo en España mediante técnicas *big data*, a partir del gasto con tarjetas emitidas por CaixaBank, del gasto de no clientes en TPV CaixaBank y de los reintegros en cajeros CaixaBank.

Fichas comunidades autónomas



Síntesis de la situación y las perspectivas económicas de las comunidades autónomas de España, a través del seguimiento de distintos indicadores y de datos internos de consumo.

Informe Industria manufacturera 2023



Tras lograr esquivar los peores escenarios de desplome de la actividad, la industria manufacturera española se enfrenta a nuevos retos: el impacto de la subida de tipos de interés, los efectos de los problemas de abastecimiento de determinados insumos y el encarecimiento de los costes de producción.

Informe Inmobiliario 1S 2023



El sector inmobiliario deja atrás un año 2022 en el que la demanda de vivienda batió todas las expectativas, pero en el que también empezaron a percibirse las primeras señales de enfriamiento.

Informe de Turismo 2S 2022



Pese a que el escenario macroeconómico se presenta como un reto, el análisis de situación de la industria turística nos lleva a tener unas perspectivas relativamente positivas para 2023.



Síguenos en:



www.caixabankresearch.com



@CABK_Research



Newsletter



CaixaBank

El *Informe Mensual* es una publicación elaborada de manera conjunta por CaixaBank Research y BPI Research (UEEF) que contiene informaciones y opiniones procedentes de fuentes que consideramos fiables. Este documento tiene un propósito meramente informativo, por lo cual CaixaBank y BPI no se responsabilizan en ningún caso del uso que se pueda hacer del mismo. Las opiniones y las estimaciones son propias de CaixaBank y BPI y pueden estar sujetas a cambios sin notificación previa. Se permite la reproducción parcial del *Informe Mensual* siempre que se cite la fuente de forma adecuada y sea remitida una copia al editor.

© CaixaBank, S.A., 2023

© Banco BPI, 2023

Diseño y producción: www.cegeglobal.com

Depósito Legal: B. 10511-1980 ISSN: 1134-1947

