



JCD

ABRIL 2023

José Carlos Díez - Abril 2023

Llega la primavera y, además de florecer los árboles y alargarse las horas de sol, es el momento de que los organismos internacionales presenten sus escenarios económicos.

**El más relevante, por su trascendencia global, es el escenario del FMI.** Su previsión para el crecimiento mundial es inferior al 3%, casi la mitad de antes de la crisis de 2008. El crecimiento de las exportaciones es inferior al del PIB, por lo que el proceso de desglobalización se ha agravado tras la guerra de Ucrania.

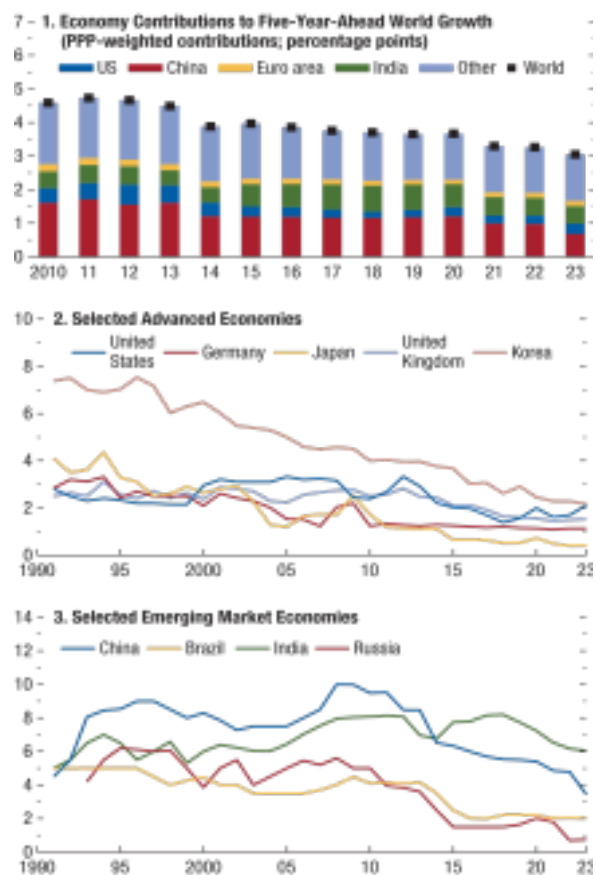
La inflación seguirá elevada, con una previsión del 6% en diciembre de este año pero se estabilizará a niveles del 3% el próximo año. El crecimiento de exportaciones mundiales es una tercera parte de lo que era antes de 2008. Los precios de las materias primas serán inferiores a los de 2022 este año, pero seguirán muy por encima de los de antes de la pandemia.

**En el gráfico posterior se observa que el crecimiento potencial de la economía mundial ha bajado del 4,5% en 2010 a cerca del 3% en 2023.** Solo China explica dos tercios de esa caída del crecimiento potencial. Además de la demografía, su población ha dejado de crecer y ha disminuido el crecimiento de la productividad.

La pandemia ha afectado y hay que esperar para tener tendencias más estables. Pero, sin duda, las medidas proteccionistas iniciadas por Trump y amplificadas por Biden sobre China también están afectado.

**Aún así China ya es el mayor PIB del mundo con el 18% del total y en 2023, según el FMI, explicará la mitad del crecimiento mundial.** Y todo Asia, dos tercios del crecimiento mundial previsto para este año. Es lógico que el Fondo dedique una especial atención al gigante asiático, especialmente para estimar la evolución de los precios de las materias primas, de la inflación y de las políticas monetarias de los bancos centrales.

Figure 1.18. Five-Year-Ahead Real Growth Projections by World Economic Outlook Forecast Vintage (Percent; unless noted otherwise)



Source: IMF staff calculations.  
Note: In panel 1, US = United States and Other = all other economies excluding China, India, United States, and the euro area. Spring World Economic Outlook forecast vintages in the indicated years are used across all figures.  
PPP = purchasing power parity.

En el gráfico posterior se puede observar que desde que Xi Jinping garantizase su reelección en el Congreso del Partido Comunista y eliminase las restricciones de movilidad por Covid, los vuelos internacionales se han doblado y el índice de movilidad ha superado ya niveles previos a la pandemia. Eso implica mayor crecimiento y mayor demanda de materias primas. Esto ayuda a explicar que el FMI mantenga elevados los precios de los *comodities* y sus previsiones de inflación para este año.

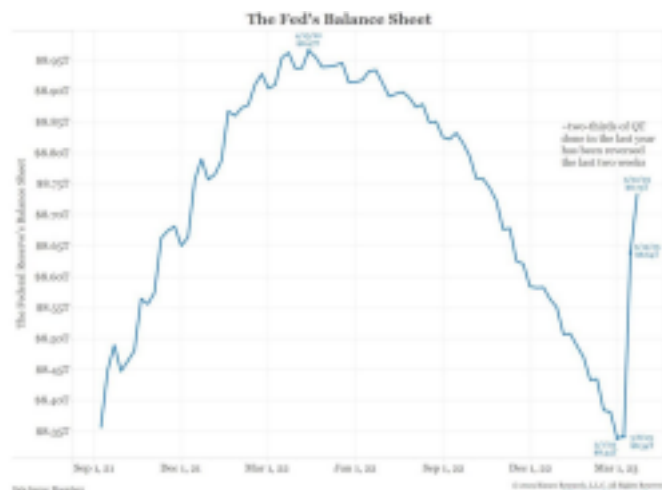
**Figure 1.10. China's Reopening and Recovery**  
(Percent deviation from trend; right scale is international flights a day)



Sources: National Bureau of Statistics of China; Wind Data Service; and IMF staff calculations.

Note: The blue line shows the percent deviation of the seven-day moving average of national average mobility index from its average behavior over the lunar years 2017–19. The red line shows the percent deviation of the national retail sales volume index from its 2017–19 linear trend. The gold line shows the seven-day moving average of planned international flights into and out of China by day. Data for all series are as of February 16, 2023.

**Esto implica políticas monetarias restrictivas durante un periodo difícil de anticipar.** La crisis del Silicon Valley Bank y el contagio ha forzado a los bancos centrales a alterar sus políticas monetarias. Aunque la Fed volvió a subir tipos en medio de la tormenta financiera, en el gráfico posterior se puede observar que frenó su política de reducción de balance y volvió a meter casi 400.000 mill de liquidez en el sistema, retornando a niveles del pasado mes de octubre. En el BCE sucedió algo similar.



En el gráfico posterior se puede observar el diferencial entre el tipo del mercado interbancario a seis meses en EEUU y el tipo oficial al que la Fed presta a los bancos ha bajado a niveles próximos a cero.



**Eso implica que los inversores estiman que ya no habrá muchas subidas.** La decisión es de la Fed, que tiene el control del tipo oficial y de los tipos del mercado interbancario a corto plazo. Pero el final de las subidas de tipos en EEUU está próximo al 5%, como ya anticipé después del pasado verano cuando los precios del gas y de la energía se desplomaron.

**En el caso del BCE, el Euribor a un año bajó desde el 4% por debajo del 3,5% tras la crisis del SVB. La inestabilidad se ha diluido y los inversores han ido disminuyendo sus miedos.** El Euribor podría subir de nuevo al 4%, incluso superar ese nivel si el BCE sigue subiendo tipos. Pero el máximo de las subidas de tipos parece que estará próximo al 4%, como también anticipé hace meses.

**El escenario del FMI para España es algo mejor que el de octubre pero sigue siendo de un crecimiento débil.**

La economía crecerá 1,5%, el empleo apenas aumentará en horas trabajadas y la tasa de paro se mantendrá estable por encima del 12%. Los datos de afiliación a la Seguridad Social anticipan mayor creación de empleo en el 1tr23 y la Airef espera un crecimiento del 0,7%. Por lo tanto **el escenario del FMI se quedará corto y tendrá que ser revisado al alza en julio.**

**La parte más preocupante son sus proyecciones de déficit y deuda pública.** El déficit seguirá este año próximo al 5% del PIB y el déficit estructural es del 4%, un punto más que antes de la pandemia. La inflación ha aumentado significativamente los ingresos públicos del 39% del PIB en 2019 hasta el 44% en 2023. Pero los gastos han aumentado con más intensidad desde el 42% en 2019 al 49% ahora.

Ya han pasado los gastos extraordinarios de la pandemia: sanitarios, ERTES, etc. **¿En qué se están gastando los gobiernos el dinero de nuestros impuestos y de la deuda pública?** Principalmente en pensiones y en sanidad que es un gasto también muy asociado con el envejecimiento de la población. El déficit de las pensiones que usa el Ministro en sus presentaciones es del 0,9% del PIB. A eso hay que sumar el de las clases pasivas, principalmente funcionarios, que suma otros 0,9% del PIB y el Ministro se olvida de incluir. Y otros 1,4% del PIB de gastos impropios que aún estamos esperando por la ley de transparencia que nos explique cuál es el criterio usado para determinar esos gastos impropios y poder medir su evolución futura.

### **3,2% puntos del PIB de déficit sólo en el sistema de pensiones explica el 75% del déficit estructural total.**

El problema es que las proyecciones de la Airef anticipan que todo es susceptible de empeorar en el futuro. Volver a vincular las pensiones al IPC según el Ministro, confirmado por la Airef, tiene un efecto a medio plazo sobre el déficit de unos 3 puntos de PIB, que hay que sumar al déficit actual. De esos 3 puntos el ministro nos ha puesto un impuesto adicional llamado Mecanismo de Equidad Intergeneracional a los 20 millones de trabajadores que aumentará el 0,5% del PIB los ingresos. Y subirá gradualmente los topes máximos de cotización lo cual permitirá ingresar otro 0,5% del PIB.

Ambos son impuestos adicionales que el ministerio ha decidido que no devenguen pensión futura, rompiendo el principio contributivo del sistema por primera vez en sus más de 100 años de historia. El 2% del PIB que falta se financiará con deuda pública.

El Ministro acaba de cortar los cables que activan la detonación de la bomba demográfica de nuestro sistema público de pensiones. ¿Cuándo estallará? El sistema se financia con deuda pública. Mientras emitamos cerca del 20% del PIB anual de deuda pública a una prima de riesgo de 100 pb como ahora, el déficit y la entropía del sistema seguirá aumentando pero los pensionistas cobrarán sus pensiones. Pero **si un día los inversores internacionales vuelven a perder la confianza en la capacidad de España para devolver su deuda, como ya sucedió en julio de 2012, el estado sólo tiene dinero en caja para pagar un mes el agujero del sistema público de pensiones. Esa es la sostenibilidad real del sistema.**

Para los que siempre hemos defendido (y seguimos haciéndolo) el sistema público de reparto de pensiones como la médula espinal de nuestro sistema de bienestar y de la solidaridad generacional de los que estamos, los que estuvieron y los que están por venir **esta situación nos entristece enormemente.**

Bastaría con haber tenido un ministro honesto que le hubiera dicho la verdad a los pensionistas y que hubiera subido las pensiones por encima del salario mínimo este año en línea con los salarios de los trabajadores próximo al 4%. Es lo que ha hecho Antonio Costa en Portugal. Y usar el periodo de cálculo de todos los años

cotizados para reducir la cuota de la primera pensión sobre el último salario que en España es del 80%, de las más altas de la OCDE y muy por encima del 50% de Francia.

Pero el pasado ya no se puede cambiar. **El Gobierno tiene su última oportunidad para presentar una senda de ajuste fiscal creíble para reducir la deuda pública en los próximos 3 años en el Programa de Estabilidad que tendrá que enviar a Bruselas antes del 30 de abril.**

Debería incluir medidas sencillas de entender y creíbles para reducir el déficit estructural del 0,5% del PIB anual en el próximo trienio. Si la inestabilidad financiera vuelve, como sucedió en marzo, y el contagio llega a la deuda pública será complicado navegar en esas aguas turbulentas y conseguir financiación para pagar a los pensionistas.

¿Quién le tendrá que contar a los pensionistas la verdad y tomar medidas más drásticas que limitar la subida al 4%...?

Mientras, el que seguro seguirá escribiendo este informe será este economista observador.

¡Hasta el mes que viene!