

IM05

INFORME MENSUAL
NÚMERO 434 | MAYO 2019



ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

Los mercados financieros siguen con dinamismo

Un inicio de año mejor de lo esperado para la economía global, pero persisten los riesgos bajistas

La economía española mantiene un pulso firme

Crecimiento favorable en Portugal, pero con dudas en el sector exterior

DOSSIER ESPECIAL

EUROPA FRENTE AL ESPEJO: PERSPECTIVAS ECONÓMICAS E INSTITUCIONALES

Perspectivas de la economía europea a medio plazo: menor crecimiento, pero con margen de mejora

Integración europea: los próximos cinco años... y las décadas siguientes

DOSSIER

LAS CAUSAS DE LA POLARIZACIÓN POLÍTICA

Polarización política: el fenómeno que debería estar en boca de todos

Polarización: el legado de la crisis y otras fuerzas coyunturales

Las raíces profundas de la polarización, o sobre la necesidad de recuperar el relato perdido

INFORME MENSUAL

Mayo 2019

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
Oriol Aspachs
 Director del Departamento de Estudios
Sandra Jódar
 Directora de Estrategia Bancaria

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:
 30 de abril de 2019

ÍNDICE

- 1 EDITORIAL**
- 3 RESUMEN EJECUTIVO**
- 4 PREVISIONES**
- 7 MERCADOS FINANCIEROS**
- 10 ECONOMÍA INTERNACIONAL**
- 15 ECONOMÍA ESPAÑOLA**
- 18 ECONOMÍA PORTUGUESA**
 - 20 *Portugal: medidas macroprudenciales y posicionamiento en el ciclo del crédito a la vivienda*
Vânia Duarte
- 23 DOSSIER ESPECIAL: EUROPA FRENTE AL ESPEJO: PERSPECTIVAS ECONÓMICAS E INSTITUCIONALES**
 - 23 *Perspectivas de la economía europea a medio plazo: menor crecimiento, pero con margen de mejora*
Javier García-Arenas
 - 25 *Integración europea: los próximos cinco años... y las décadas siguientes*
Roser Ferrer y Àlex Ruiz
- 29 DOSSIER: LAS CAUSAS DE LA POLARIZACIÓN POLÍTICA**
 - 29 *Polarización política: el fenómeno que debería estar en boca de todos*
Javier García-Arenas
 - 31 *Polarización: el legado de la crisis y otras fuerzas coyunturales*
Clàudia Canals y Javier Ibáñez de Aldecoa
 - 34 *Las raíces profundas de la polarización, o sobre la necesidad de recuperar el relato perdido*
Àlex Ruiz

Polarización política

Las elecciones europeas del próximo 26 de mayo supondrán una prueba importante no solo para la salud del proyecto europeo, sino también para evidenciar el grado de polarización política del Viejo Continente. Se teme por el posible auge de partidos extremistas –euroescépticos, antisistema o ambas cosas a la vez– que cuestionan los mismos principios sobre los que se ha construido la UE.

El fenómeno de la polarización política, que tratamos en el Dossier de este *Informe Mensual*, se ha extendido por un gran número de países y responde a factores que podríamos denominar de demanda y de oferta. Los factores de demanda serían aquellos que han empujado a una parte del electorado hacia posiciones más extremas. Entre ellos se encuentran, por ejemplo, la larga crisis económica y sus secuelas, el aumento de la desigualdad, la crisis de los refugiados o la sensación de inseguridad provocada por los cambios tecnológicos y demográficos (¿está mi empleo en riesgo? ¿y mi pensión?). Insatisfecha con el *statu quo* –«el sistema»– y las respuestas de los grandes partidos políticos a estos desafíos, una parte del electorado se ha identificado con opciones más extremas que cuestionan el propio sistema político y económico y pretenden eclipsar los partidos más tradicionales.

Por factores de oferta nos referimos a la aparición de nuevos partidos, o el reforzamiento de antiguos, alejados de la centralidad política. Además, los partidos tradicionales, movidos por los cambios de preferencias de los electores y por la aparición de nuevos competidores, se ven tentados a radicalizar sus discursos y alejarse del centro –un viaje que entraña riesgos, ya que, al fin y al cabo, el grueso de los electores todavía mantiene posiciones en torno al centro–.

Otros cambios en el entorno también han facilitado la polarización de la demanda (los electores) y de la oferta (los partidos). Por ejemplo, las nuevas tecnologías de comunicación, que han disminuido los costes de entrada para nuevos ofertantes. Las redes sociales, por su parte, facilitan la difusión de falsedades que alimentan la polarización social, en parte porque los mensajes llegan, no por casualidad, a quienes son más propensos a darlos por ciertos (validan sus prejuicios) y también más propensos a compartirlos con otras personas de ideología similar. El efecto eco y el confort de sentir que uno piensa como muchos otros contribuyen a la polarización.

La polarización comporta costes importantes. Produce, por ejemplo, un deterioro de la cohesión social al disminuir la población con una visión mínimamente compartida de los grandes desafíos de la economía y la sociedad y de las alternativas para darles respuesta. Esta fractura social hace más difícil alcanzar grandes consensos para llevar a cabo reformas que ofrezcan respuestas a los desafíos existentes –porque la fragmentación política lo impide y porque los partidos centristas tienen menos incentivos a pactar entre ellos ante el temor de perder terreno por los flancos extremos–. La ausencia de consensos y de reformas, a su vez, acaba empeorando la situación económica y provoca un aumento de la inestabilidad política, factores que retroalimentarían las opciones extremas.

Ahí radica precisamente la dificultad para frenar y revertir la polarización política. Porque, para ello, es esencial llevar a cabo reformas para dar respuesta a los grandes desafíos de la actualidad. La construcción de grandes consensos requiere liderazgos fuertes, empatía con el que piensa distinto, pedagogía con los electores y, por descontado, sentido de la responsabilidad. Quizás es mucho pedir, pero es lo que demandan tiempos complejos como los que vivimos.

Enric Fernández
Economista jefe
30 de abril de 2019

Cronología

ABRIL 2019

- 10 La UE proroga el *brexit* hasta el 31 de octubre de 2019.
- 28 Se celebran elecciones generales en España.

FEBRERO 2019

- 28 EE. UU. suspende el incremento arancelario sobre las importaciones de productos procedentes de China que debía entrar en vigor el 1 de marzo.

DICIEMBRE 2018

- 7 La OPEP y sus socios acuerdan recortar la producción de crudo en 1,2 millones de barriles diarios entre enero y junio de 2019.
- 13 El BCE confirma que pone fin a las compras netas de activos en diciembre de 2018.
- 19 La Fed aumenta el tipo oficial en 25 p. b. hasta situarlo en el intervalo 2,25%-2,50%.

MARZO 2019

- 7 El BCE anuncia una nueva ronda de operaciones de refinanciación a largo plazo (TLTRO), que empezará en septiembre.
- 15 La agencia de calificación S&P mejora la nota crediticia de Portugal, de BBB- a BBB.
- 21 La UE proroga el *brexit* hasta el 12 de abril de 2019.

ENERO 2019

- 15 El Parlamento del Reino Unido rechaza por 432 a 202 votos el acuerdo de salida firmado entre el Gobierno y la UE.
- 25 Termina el cierre parcial de la Administración federal más largo de la historia de EE. UU. (35 días).

NOVIEMBRE 2018

- 5 EE. UU. reestablece las sanciones sobre Irán.
- 21 La Comisión Europea recomienda abrir un procedimiento de déficit excesivo a Italia.
- 25 La UE y el Reino Unido firman un acuerdo de salida.

Agenda

MAYO 2019

- 1 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 6 España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (abril).
- 8 Portugal: empleo y desempleo (1T).
- 9 España: índice de producción industrial (marzo).
- 10 Portugal: comercio internacional (marzo).
- 13 Portugal: IPC (abril).
- 15 Portugal: avance del PIB (1T).
- 20 PIB de Japón (1T).
- 21 España: comercio exterior (marzo).
- 23 España: créditos, depósitos y tasa de morosidad (marzo).
- 27 Portugal: ejecución presupuestaria del Estado (abril).
- 28 España: ejecución presupuestaria del Estado (abril). Eurozona: índice de sentimiento económico (mayo).
- 30 España: avance del IPC (mayo).
- 31 España: balanza de pagos (marzo). Portugal: contabilidad nacional trimestral (1T).

JUNIO 2019

- 4 España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (mayo).
- 6 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 7 Portugal: comercio internacional (abril).
- 18 España: encuesta trimestral de coste laboral (4T).
- 18-19 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 21 Portugal: indicadores coincidentes (mayo).
- 24 España: créditos, depósitos y tasa de morosidad (1T y abril). Portugal: contabilidad nacional trimestral (1T).
- 25 España: balanza de pagos y PIIN (1T). Portugal: precios de la vivienda (1T). Portugal: balanza de pagos (abril).
- 27 España: avance del IPC (junio). España: tasa de ahorro de los hogares (1T). España: ejecución presupuestaria del Estado (mayo). Eurozona: índice de sentimiento económico (junio). Eurozona: Consejo Europeo.
- 28 España: contabilidad nacional trimestral (1T). España: balanza de pagos (abril). Portugal: avance del IPC (junio).

La coyuntura económica mundial suena algo mejor de lo esperado

Nada puede con el crecimiento americano (de momento). En EE. UU., en los primeros meses de 2019 se vivieron unas condiciones meteorológicas muy severas. Se produjo un cierre del Gobierno federal, el famoso *shutdown*, más largo que en episodios precedentes. Se registraron indicadores de actividad irregulares o incluso, en algunos casos, débiles. El panorama de las tensiones comerciales, aunque ciertamente más encauzadas, todavía dista de estar totalmente despejado. ¿Resultado? Un crecimiento económico del 0,8% intertrimestral (3,2% anualizado) y del 3,2% interanual en el 1T 2019. Un avance mayor de lo esperado y superior al del 4T, que ya había sorprendido al alza. Se podrá argüir que la composición, con mucho peso de la acumulación de existencias, sugiere que el patrón de crecimiento del 1T podría no ser indicativo de los próximos trimestres, pero, en fin, por el momento, la música de la actividad sigue haciendo bailar a los norteamericanos. Y a los chinos también. El crecimiento del 1T, un 6,4% interanual, confirmó que el ritmo económico se estabiliza. Sabemos que el nivel del crecimiento efectivo es menor de lo que sugieren las cifras oficiales, pero, incluso asumiendo que esta distancia existe, los indicadores de actividad reiteran que las autoridades chinas, una vez más, están sorteando los peores augurios. Como en el caso estadounidense, el futuro debería ser de menor crecimiento, pero es bueno para China, y por extensión para el mundo, que el aterrizaje sea suave y controlado.

El cóctel de incertidumbre en Europa se digiere mejor de lo esperado. Si en otras partes del mundo la fiesta continúa, aunque sea sabiendo que se acerca el momento de bailar más lento, en el Viejo Continente el sarao acabó prácticamente antes de comenzar, como atestigua la rápida sucesión de revisiones a la baja del crecimiento previsto para 2019 que analistas e instituciones han venido realizando en los últimos meses. Tras estos cambios de escenario trasluce la elevada incertidumbre que rodea el culebrón del *brexit*, la impredecible tesitura italiana, los resultados de las elecciones europeas, el *shock* del automóvil y las dudas sobre el giro proteccionista del comercio mundial. Una combinación de factores de difícil lectura. Y, sin embargo, cuando se esperaba un dato mediocre de crecimiento en el 1T, saltó la sorpresa y la economía de la eurozona avanzó un 0,4% intertrimestral. Buenas noticias que, en cualquier caso, no alteran en lo esencial el tono de

la coyuntura europea: hasta que no se disipen los factores bajistas, el crecimiento estará lastrado.

Allegro ma non troppo ibérico. Las economías de España y Portugal bailan a su propio ritmo, que es algo mejor que el de sus colegas de la eurozona. Así lo indican las cifras de crecimiento, al menos. La economía española creció en el 1T 2019 un 0,7% intertrimestral (2,4% interanual), un ritmo algo superior al registro del trimestre anterior y netamente mayor que el del conjunto de la eurozona. La clave del desacoplamiento cíclico español sigue siendo el vigor de la demanda interna, que combina un tono todavía razonablemente sólido del consumo privado con una recuperación de la inversión algo más briosa de lo esperado. Portugal, por su parte, podría ir camino de alcanzar un crecimiento en el 1T 2019 del 0,5% intertrimestral, o incluso algo más, a tenor de la evolución de los indicadores de actividad. En ambos casos, y más allá de la composición del crecimiento que muestra la contabilidad nacional, subyacen la mejora estructural en distintos ámbitos (desapalancamiento privado, saneamiento bancario, recuperación de la competitividad exterior y mejora de las finanzas públicas) y la especial sensibilidad a los vientos de cola. Son dos frentes que han facilitado el diferencial positivo del ritmo de actividad respecto al de sus pares europeos. Pero se espera que, sin dramatismos, el crecimiento se reduzca hacia tasas algo menos dinámicas a lo largo de los próximos trimestres. En este contexto, y una vez que los electoralmente cargados meses de abril y mayo pasen, será importante que el futuro Gobierno español afine la orquesta, ya que las etapas de bonanza futuras tienen que encauzarse con una tonada de políticas adecuadas desde los primeros compases, como también deberá hacerlo el Ejecutivo luso que resulte de las elecciones legislativas del próximo octubre.

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

Mercados financieros

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2016	2017	2018	2019	2020	2021
TIPOS DE INTERÉS							
Dólar							
Fed funds (límite superior)	3,43	0,48	1,50	2,50	2,50	2,50	2,25
Líbor 3 meses	3,62	0,70	1,61	2,79	2,70	2,65	2,40
Líbor 12 meses	3,86	1,20	2,05	3,08	2,85	2,80	2,55
Deuda pública 2 años	3,70	0,73	1,84	2,68	2,55	2,60	2,50
Deuda pública 10 años	4,70	2,61	2,41	2,83	2,75	2,80	2,70
Euro							
Depo BCE	2,05	0,40	-0,40	-0,40	-0,40	-0,10	0,00
Refi BCE	3,05	1,00	0,00	0,00	0,00	0,25	0,50
Eonia	3,12	0,65	-0,34	-0,36	-0,35	-0,10	0,15
Euríbor 1 mes	3,18	0,79	-0,37	-0,37	-0,33	-0,08	0,18
Euríbor 3 meses	3,24	0,98	-0,33	-0,31	-0,28	-0,05	0,20
Euríbor 6 meses	3,29	1,14	-0,27	-0,24	-0,18	0,05	0,35
Euríbor 12 meses	3,40	1,34	-0,19	-0,13	-0,08	0,15	0,50
Alemania							
Deuda pública 2 años	3,41	0,69	-0,69	-0,60	-0,40	-0,10	0,35
Deuda pública 10 años	4,30	1,98	0,35	0,25	0,40	0,70	1,20
España							
Deuda pública 3 años	3,62	2,30	-0,04	-0,02	0,02	0,19	0,64
Deuda pública 5 años	3,91	2,85	0,31	0,36	0,42	0,56	1,00
Deuda pública 10 años	4,42	3,82	1,46	1,42	1,40	1,50	1,90
Prima de riesgo	11	184	110	117	100	80	70
Portugal							
Deuda pública 3 años	3,68	4,42	-0,05	-0,18	-0,17	0,10	0,72
Deuda pública 5 años	3,96	5,03	0,46	0,47	0,44	0,69	1,27
Deuda pública 10 años	4,49	5,60	1,84	1,72	1,60	1,85	2,35
Prima de riesgo	19	362	149	147	120	115	115
TIPO DE CAMBIO							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,30	1,18	1,14	1,15	1,19	1,23
EUR/JPY (yenes por euro)	129,50	126,36	133,70	127,89	125,35	126,14	130,38
USD/JPY (yenes por dólar)	115,34	97,50	113,02	112,38	109,00	106,00	106,00
EUR/GBP (libras por euro)	0,66	0,83	0,88	0,90	0,85	0,84	0,83
USD/GBP (libras por dólar)	0,59	0,63	0,75	0,79	0,74	0,71	0,68
PETRÓLEO							
Brent (\$/barril)	42,3	85,6	64,1	57,7	66,0	63,0	63,0
Brent (euros/barril)	36,4	64,8	54,2	50,7	57,4	52,9	51,2

Previsiones

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

Economía internacional

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2016	2017	2018	2019	2020	2021
CRECIMIENTO DEL PIB							
Mundial	4,5	3,3	3,8	3,6	3,3	3,4	3,5
Países desarrollados	2,7	1,2	2,4	2,2	1,8	1,7	1,6
Estados Unidos	2,7	1,4	2,2	2,9	2,4	1,7	1,7
Eurozona	2,3	0,4	2,5	1,8	1,3	1,5	1,4
Alemania	1,6	1,1	2,5	1,5	1,0	1,6	1,6
Francia	2,0	0,6	2,3	1,5	1,4	1,5	1,5
Italia	1,5	-0,7	1,8	0,7	0,4	0,8	0,7
Portugal	1,5	-0,4	2,8	2,1	1,8	1,7	1,7
España	3,8	0,0	3,0	2,6	2,3	1,9	1,7
Japón	1,5	0,4	1,9	0,8	0,8	0,7	0,8
Reino Unido	2,8	1,0	1,8	1,4	1,3	1,5	1,5
Países emergentes	6,5	5,2	4,8	4,5	4,3	4,6	4,6
China	11,7	8,4	6,9	6,6	6,2	6,0	5,8
India	9,7	6,9	6,9	7,4	6,9	6,2	6,0
Indonesia	5,5	5,7	5,1	5,2	4,9	4,8	5,9
Brasil	3,6	1,7	1,1	1,1	2,1	2,0	2,2
México	2,4	2,1	2,1	2,0	1,6	2,1	2,5
Chile	5,0	3,2	1,3	4,0	3,2	3,0	2,8
Rusia	7,2	1,0	1,6	2,2	1,8	2,0	2,3
Turquía	5,4	4,8	7,3	2,9	-2,5	2,3	3,0
Polonia	4,0	3,2	4,8	5,1	3,5	2,9	2,4
Sudáfrica	4,4	1,8	1,5	0,7	1,6	1,8	2,0
INFLACIÓN							
Mundial	4,2	3,8	3,2	3,6	3,5	3,4	3,4
Países desarrollados	2,1	1,5	1,7	2,0	1,6	1,7	1,8
Estados Unidos	2,8	1,6	2,1	2,4	2,0	1,9	1,9
Eurozona	2,1	1,4	1,5	1,8	1,3	1,5	1,8
Alemania	1,7	1,3	1,7	1,9	1,4	1,6	1,9
Francia	1,8	1,2	1,2	2,1	1,3	1,5	1,8
Italia	1,9	1,5	1,3	1,2	0,8	1,3	1,6
Portugal	3,0	1,2	1,4	1,0	0,8	1,4	1,7
España	3,2	1,3	2,0	1,7	1,4	1,6	1,9
Japón	-0,3	0,3	0,5	1,0	0,7	1,3	1,3
Reino Unido	1,9	2,3	2,7	2,5	2,0	2,0	2,1
Países emergentes	6,8	5,8	4,3	4,8	4,9	4,6	4,5
China	1,7	2,6	1,6	2,1	2,4	2,4	2,6
India	4,5	8,5	3,3	3,9	3,4	4,9	5,1
Indonesia	8,4	5,7	3,8	3,2	2,4	2,6	2,8
Brasil	7,3	6,4	3,5	3,7	4,1	4,1	4,1
México	5,2	3,9	6,0	4,9	4,1	3,7	3,5
Chile	3,1	3,5	2,2	2,7	2,9	3,0	3,0
Rusia	14,2	9,3	3,7	2,9	4,9	4,0	4,0
Turquía	27,2	8,1	11,1	16,2	19,5	12,0	9,0
Polonia	3,5	2,1	1,6	1,2	2,0	2,5	2,5
Sudáfrica	5,3	6,2	5,3	4,6	4,2	5,3	5,3

Previsiones

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

Economía española

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2016	2017	2018	2019	2020	2021
Agregados macroeconómicos							
Consumo de los hogares	3,6	-0,7	2,5	2,3	1,8	1,7	1,6
Consumo de las AA. PP.	5,0	0,8	1,9	2,1	1,7	1,5	1,4
Formación bruta de capital fijo	6,0	-3,4	4,8	5,3	3,5	2,9	2,5
Bienes de equipo	5,3	0,3	6,0	5,4	4,4	3,0	2,6
Construcción	6,2	-6,1	4,6	6,2	3,6	2,9	2,5
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	4,6	-1,2	2,9	2,9	2,1	1,9	1,7
Exportación de bienes y servicios	4,8	2,7	5,2	2,3	1,1	3,7	3,6
Importación de bienes y servicios	7,1	-1,0	5,6	3,5	0,3	4,0	3,7
Producto interior bruto	3,8	0,0	3,0	2,6	2,3	1,9	1,7
Otras variables							
Empleo	3,4	-1,3	2,8	2,5	2,2	1,6	1,5
Tasa de paro (% pobl. activa)	10,5	20,8	17,2	15,3	13,6	12,2	11,0
Índice de precios de consumo	3,2	1,3	2,0	1,7	1,4	1,6	1,9
Costes laborales unitarios	3,3	0,2	0,2	0,8	2,1	2,3	2,4
Saldo op. corrientes (% PIB)	-6,0	-1,6	1,8	0,9	0,6	0,7	0,7
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-5,3	-1,2	2,1	1,5	0,8	0,9	0,9
Saldo público (% PIB) ¹	0,4	-7,0	-3,0	-2,5	-2,4	-1,8	-1,5

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

■ Previsiones

Economía portuguesa

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2016	2017	2018	2019	2020	2021
Agregados macroeconómicos							
Consumo de los hogares	1,7	-0,2	2,3	2,5	2,0	1,8	1,7
Consumo de las AA. PP.	2,3	-0,6	0,2	0,8	0,8	0,3	0,2
Formación bruta de capital fijo	-0,3	-3,5	9,2	4,4	4,0	4,0	3,8
Bienes de equipo	1,3	0,0	13,7	6,0	5,9	5,9	5,9
Construcción	-1,6	-6,3	8,3	3,1	2,5	2,5	2,5
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	1,4	-1,0	3,1	2,8	2,4	1,9	1,8
Exportación de bienes y servicios	5,2	3,5	7,8	3,7	3,8	4,0	4,6
Importación de bienes y servicios	3,6	1,6	8,1	4,9	4,9	4,1	4,5
Producto interior bruto	1,5	-0,4	2,8	2,1	1,8	1,7	1,7
Otras variables							
Empleo	0,4	-1,1	3,3	2,3	0,8	0,5	0,3
Tasa de paro (% pobl. activa)	6,1	12,2	8,9	7,0	6,5	6,2	6,0
Índice de precios de consumo	3,0	1,2	1,4	1,0	0,8	1,4	1,7
Saldo op. corrientes (% PIB)	-9,4	-4,2	0,5	-0,6	-0,7	-0,5	-0,3
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-7,9	-2,9	1,4	0,4	0,3	0,5	0,5
Saldo público (% PIB)	-4,4	-6,3	-3,0	-0,5	-0,4	-0,3	0,1

■ Previsiones

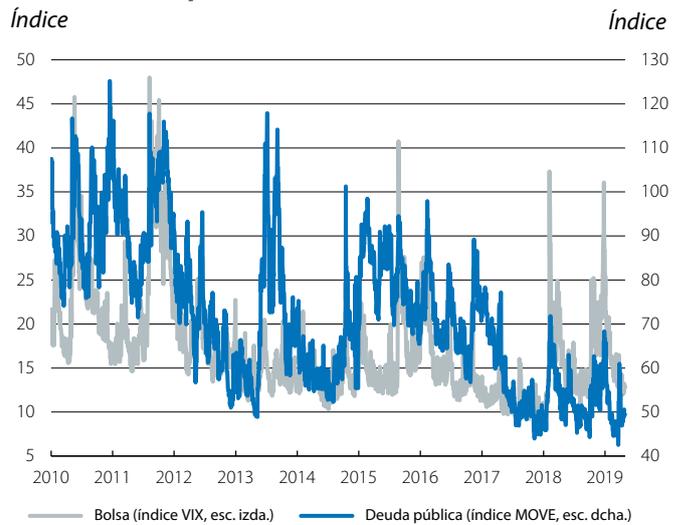
Los mercados financieros siguen con dinamismo

Los inversores recuperan el optimismo. En abril, la publicación de datos de actividad económica y beneficios empresariales positivos contribuyó a la recuperación de un sentimiento inversor que, en marzo, se había mostrado algo receloso. Sumado al progreso en las negociaciones comerciales entre EE. UU. y China y unos bancos centrales que siguen señalando la intención de no endurecer su política monetaria en los próximos trimestres, ello apoyó, en abril, una reducción de la volatilidad en los mercados financieros, una recuperación de los tipos de interés (que se habían hundido en marzo) y un mayor dinamismo de las bolsas. No obstante, como enfatizaron el BCE (en su reunión de abril) y las distintas comunicaciones de otros grandes bancos centrales, los principales riesgos alrededor del escenario de crecimiento siguen sesgados a la baja y, como ya ocurrió en trimestres anteriores, pueden dar lugar a nuevos repuntes de volatilidad.

Las bolsas avanzan con mayor holgura. La recuperación del sentimiento inversor se notó especialmente en los mercados de renta variable. Además, estos se vieron beneficiados por un buen inicio de la temporada de publicación de resultados empresariales referentes al 1T 2019, dado que, especialmente en EE. UU., la mayoría de los beneficios presentados hasta la fecha de cierre de este *Informe Mensual* superaron las expectativas del mercado (cabe recordar que, a finales de 2018, los analistas rebajaron de manera generalizada sus expectativas por la perspectiva de la desaceleración de la actividad mundial). Así, tras completar un primer trimestre fuerte (+13% en el caso del índice mundial MSCI World Index) que, no obstante, había terminado con un mes de marzo dubitativo, en abril las principales bolsas internacionales retomaron el dinamismo. En concreto, el S&P 500 estadounidense avanzó cerca de un 4% y superó el máximo histórico que había registrado en septiembre de 2018. Por su parte, en Europa, el Eurostoxx 50 avanzó alrededor de un 5%, fruto de un buen comportamiento tanto en las economías del núcleo de la eurozona como en las de la periferia.

Los tipos de interés de la deuda soberana se recuperan. Mientras que, en marzo, los tipos de interés soberanos se habían hundido por las dudas de los inversores acerca del crecimiento global, en abril estos se recuperaron gracias a la mejora del sentimiento y, en concreto, por la publicación de buenos datos de crecimiento económico en China, EE. UU. y la eurozona (véase la sección de [Economía internacional](#) en este mismo *Informe Mensual*). En concreto, los tipos de interés soberanos de Alemania y EE. UU. repuntaron sostenidamente y el tipo de interés a 10 años de Alemania volvió al terreno positivo. Además, se deshizo la inversión de la curva soberana estadounidense (que duró tan solo una semana, un periodo mucho más breve que en las anteriores ocasiones en las que la inversión de la curva había predicho una recesión con alrededor de un año de antelación). En la periferia de la eurozona, por su

Volatilidad implícita en los mercados financieros



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

Principales bolsas internacionales



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

Rentabilidad de la deuda pública a 10 años



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

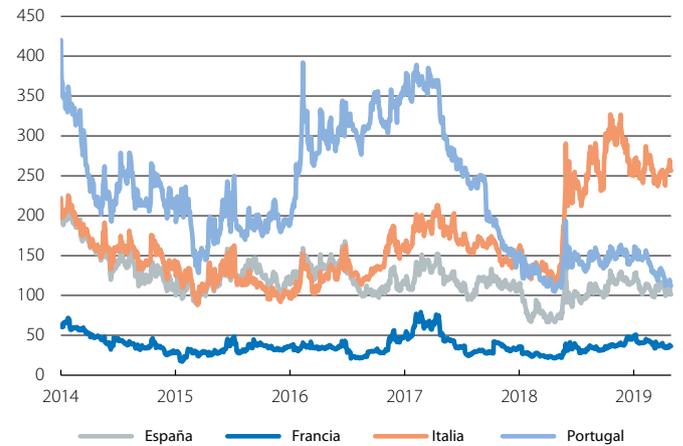
parte, las primas de riesgo de España y Portugal se redujeron en cerca de 20 p. b., mientras que el diferencial de Italia se mantuvo estable debido a la prevalencia de dudas sobre la política fiscal transalpina.

Un BCE en pausa pone el foco en los riesgos a la baja. Como se esperaba, en su reunión de abril, el BCE no modificó los parámetros de su política monetaria y centró la atención en analizar el estado de la economía de la eurozona. La institución reiteró una visión relativamente positiva a medio plazo, al remarcar que la probabilidad de recesión para la región es baja y que la moderación del crecimiento responde a factores temporales y a vientos de cara de naturaleza global (como las tensiones geopolíticas y la desaceleración de China), mientras que el dinamismo del mercado laboral y la demanda doméstica respaldan la continuidad de la expansión. No obstante, a corto plazo, el BCE indicó que los datos de actividad seguían siendo débiles (la reunión fue previa a la publicación del dato del PIB de la eurozona para el 1T, que sorprendió en positivo), principalmente en el sector manufacturero, y recordó que prevalecen importantes riesgos bajistas sobre el escenario. Así, la entidad se emplazó a seguir de cerca la evolución de la economía y el grado de persistencia del bache por el que transita la eurozona. Esta evaluación será clave a la hora de tomar nuevas decisiones en las próximas reuniones, como el coste al que se ofrecerán las nuevas inyecciones de liquidez al sector financiero (TLTRO) anunciadas en marzo o la valoración de si el BCE debe tomar medidas para mitigar los posibles efectos adversos de un periodo prolongado de bajos tipos de interés.

La Fed mantiene el discurso de la paciencia. Aunque la economía estadounidense crece a tasas sólidas y el mercado laboral se encuentra en pleno empleo, la ausencia de presiones inflacionistas más firmes y la perspectiva de que la economía se desacelere en los próximos trimestres han llevado a la Fed a frenar el ciclo de subidas de tipos de interés iniciado en 2015, hasta el punto de señalar que no espera ninguna subida en los tipos de referencia en 2019. En este sentido, los mensajes más recientes de los miembros de la Fed apuntan a que sería necesario observar repuntes sostenidos de la inflación por encima del 2% antes de endurecer la política monetaria de nuevo y sugieren que la institución se mantendrá paciente en los próximos meses, supeditando nuevos movimientos en los tipos de interés a la evolución de los indicadores económicos.

El petróleo se encarece. En el contexto de mejora del sentimiento inversor de abril, el precio del barril de Brent se mantuvo al alza y, puntualmente, llegó a superar los 75 dólares, después de que EE. UU. confirmara el fin de las exenciones de sanciones a los importadores de crudo iraní. Ello se sumó a declaraciones de algunos miembros de la OPEP de no llevar a cabo grandes medidas para compensar las menores exportaciones de Irán, aunque la OPEP y sus principales socios todavía deben valorar la extensión del acuerdo de recortes a la producción que ha respaldado la recuperación del precio del crudo en los últimos meses (probablemente en su reunión de junio).

Eurozona: primas de riesgo de la deuda pública a 10 años (p. b.)



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

Divisas internacionales frente al dólar (Índice)



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

Precio del petróleo Brent (Dólares por barril)



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

Tipos de interés (%)

	30-abr	31-mar	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2019 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Eurozona					
Refi BCE	0,00	0,00	0	0,0	0,0
Euríbor 3 meses	-0,31	-0,31	0	-0,1	1,9
Euríbor 12 meses	-0,11	-0,11	0	0,3	7,5
Deuda pública a 1 año (Alemania)	-0,53	-0,55	2	3,8	8,9
Deuda pública a 2 años (Alemania)	-0,58	-0,60	2	2,6	-1,0
Deuda pública a 10 años (Alemania)	0,01	-0,07	8	-22,9	-56,8
Deuda pública a 10 años (España)	1,00	1,10	-10	-41,5	-31,0
Deuda pública a 10 años (Portugal)	1,12	1,25	-14	-60,7	-57,8
EE. UU.					
Fed funds (límite superior)	2,50	2,50	0	0,0	75,0
Líbor 3 meses	2,58	2,60	-2	-23,2	21,3
Líbor 12 meses	2,72	2,71	1	-28,9	-6,0
Deuda pública a 1 año	2,37	2,39	-1	-22,2	14,0
Deuda pública a 2 años	2,27	2,26	1	-22,2	-22,2
Deuda pública a 10 años	2,50	2,41	10	-18,2	-46,5

Spreads de deuda corporativa (p. b.)

	30-abr	31-mar	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2019 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	58	66	-8	-30,8	2,9
Itraxx Financiero Sénior	69	79	-11	-40,0	9,9
Itraxx Financiero Subordinado	141	161	-20	-87,6	22,1

Tipos de cambio

	30-abr	31-mar	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2019 (%)	Variación interanual (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,122	1,122	0,0	-2,2	-6,2
EUR/JPY (yenes por euro)	125,020	124,350	0,5	-0,6	-4,8
EUR/GBP (libras por euro)	0,860	0,861	0,0	-4,3	-2,3
USD/JPY (yenes por dólar)	111,420	110,860	0,5	1,6	1,4

Materias primas

	30-abr	31-mar	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2019 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB de materias primas	422,1	426,5	-1,0	3,2	-5,3
Brent (\$/barril)	72,8	68,4	6,4	35,3	-0,8
Oro (\$/onza)	1.283,6	1.292,3	-0,7	0,1	-1,6

Renta variable

	30-abr	31-mar	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2019 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	2.945,8	2.834,4	3,9	17,5	11,8
Eurostoxx 50 (eurozona)	3.514,6	3.351,7	4,9	17,1	-1,1
Ibex 35 (España)	9.570,6	9.240,3	3,6	12,1	-5,1
PSI 20 (Portugal)	5.390,6	5.206,6	3,5	13,9	-2,0
Nikkei 225 (Japón)	22.258,7	21.205,8	5,0	11,2	-1,0
MSCI emergentes	1.079,2	1.058,1	2,0	11,7	-6,3

2019: un inicio de año mejor de lo esperado, pero persisten los riesgos bajistas

La expansión de la economía mundial continúa, pero las perspectivas de crecimiento se han moderado. Fruto de la propia madurez del ciclo, la incertidumbre geopolítica, las tensiones comerciales y los lastres temporales sobre economías clave, en los últimos trimestres la actividad global avanza a un ritmo más contenido. Así lo reflejan indicadores como el índice de sentimiento empresarial (PMI) compuesto que, aunque en marzo aumentó ligeramente (52,8 puntos) gracias a la mejora en los servicios, sigue lastrado por la debilidad del sector industrial (el PMI de manufacturas se mantuvo en los 50,6 puntos, rozando el límite de los 50). Este entorno de crecimiento más moderado también se refleja en el nuevo cuadro macroeconómico que el FMI presentó en abril, en el que redujo sus previsiones de crecimiento mundial (del 3,5% para 2019 que manejaba en enero al 3,3%), especialmente entre las economías avanzadas, y mantuvo el balance de riesgos sesgado a la baja. A pesar de esta revisión, y como señala el propio FMI, el ritmo de actividad económica podría mostrar un mejor tono a medida que avance el año, gracias a la pausa en el endurecimiento de la política monetaria de los grandes bancos centrales, el mantenimiento de una política fiscal expansiva en países como China, la distensión en el conflicto comercial entre EE. UU. y China, y el desvanecimiento de los lastres temporales.

Del destensionamiento comercial a la incertidumbre del *brexit*. En el ámbito comercial, EE. UU. y China están cada vez más cerca de llegar a un acuerdo que favorecería una reducción de la incertidumbre a nivel global. En este sentido, Robert Lighthizer, representante comercial de EE. UU., y Steven Mnuchin, secretario del Tesoro, viajaron a China a finales de abril con la intención de cerrar las negociaciones comerciales entre ambos países. Desde EE. UU. ya se ha anunciado que parte de las negociaciones cubren aspectos como la propiedad intelectual, la transferencia forzosa de tecnología o las barreras no arancelarias. Pero mientras EE. UU. y China encauzan sus tensiones comerciales, la incertidumbre alrededor del *brexit* se mantiene. En concreto, la UE concedió al Reino Unido una nueva extensión del artículo 50, esta vez hasta el 31 de octubre, con el fin de dejar más tiempo para reconsiderar la estrategia de salida. El Reino Unido tendrá hasta entonces para ratificar el acuerdo de salida, aunque sigue abierto un amplio abanico de posibilidades (desde revocar el artículo 50 en su totalidad y cancelar el *brexit* hasta una salida sin un acuerdo). No obstante, la extensión reduce los temores a un *brexit* desordenado (una opción que, además, ha sido rechazada por una amplia mayoría del Parlamento británico).

EUROZONA

La actividad en la eurozona sorprendió al alza en el 1T 2019. En particular, el PIB avanzó un 0,4% intertrimestral, 2 décimas

Indicadores de actividad mundial



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

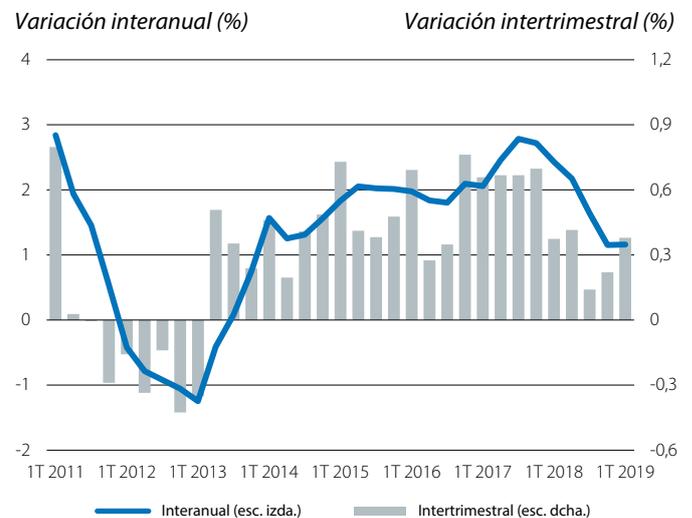
PIB: economías destacadas

Variación anual (%)	2018	2019 (p)	2020 (p)
Economía mundial	3,6	3,3	3,4
Economías avanzadas	2,2	1,8	1,7
EE. UU.	2,9	2,4	1,7
Eurozona	1,8	1,3	1,5
España	2,6	2,3	1,9
Portugal	2,1	1,8	1,7
Economías emergentes	4,5	4,3	4,6
China	6,6	6,2	6,0

Nota: (p) Previsión de CaixaBank Research.

Fuente: CaixaBank Research.

Eurozona: PIB



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

por encima del dato del 4T 2018 y por encima de nuestras previsiones y del consenso de analistas. El dato sorprendió en positivo, ya que los modestos registros de algunos indicadores de sentimiento y los problemas del sector industrial en el primer tramo del año apuntaban a que la moderación de la segunda mitad de 2018 se mantendría en el 1T. De hecho, la economía de la eurozona había pasado de tasas del 0,4% intertrimestral a principios de 2018 a cotas en torno al 0,2% a finales de 2018. Parte de esta ralentización refleja el impacto de un elemento temporal: las disrupciones en el sector de la automoción ante la nueva normativa de emisiones europeas. No obstante, dos factores de carácter más duradero también han lastrado la actividad: la ralentización del comercio mundial y fuentes de incertidumbre de naturaleza política (la resolución del *brexit*, el conflicto alrededor de la política fiscal italiana o las tensiones comerciales entre EE. UU. y China). En este sentido, a medida que algunos de estos factores vayan a menos en los próximos meses, la eurozona mantendrá un mejor desempeño en la segunda mitad del año. Por países de los que conocemos datos, destacó en positivo España, con un crecimiento del 0,7% intertrimestral (véase la sección de Economía española de este mismo *Informe Mensual*), y Francia (0,3%). El PIB de Italia aumentó un 0,2% en términos intertrimestrales, un dato modesto pero que se produjo tras dos trimestres consecutivos con crecimientos intertrimestrales negativos. En este contexto, la contención de las presiones inflacionistas de la eurozona (1,4% interanual en marzo, 1 décima por debajo del registro del mes anterior debido, en gran medida, a la desaceleración de la inflación subyacente hasta el 1,0%) sigue apuntando a una recuperación muy gradual de la inflación hacia el objetivo del BCE (~2%) y refuerza la perspectiva de que la institución mantendrá una política acomodaticia en los próximos trimestres.

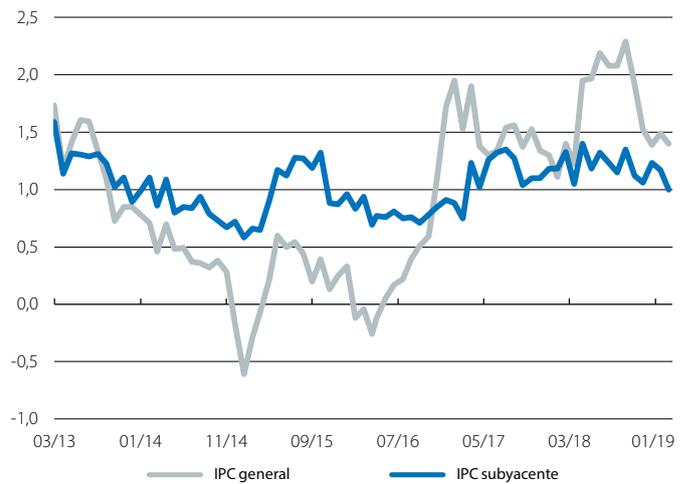
La dinámica más suave en el crecimiento de la eurozona se mantiene al inicio del 2T. Los PMI de la eurozona siguieron sin repuntar en abril e indican que la región sigue avanzando de forma contenida. En particular, el PMI compuesto de la eurozona se mantuvo en niveles modestos (51,3 puntos en abril, tras los 51,6 puntos de marzo) y decepcionó a las expectativas del consenso de analistas. En el detalle sectorial, el PMI de manufacturas continuó en zona contractiva (47,8 puntos) y el de servicios (52,5 puntos) retrocedió 0,8 puntos. En la misma línea, el índice de confianza del consumidor empeoró ligeramente en abril y se situó en los -7,7 puntos. Se trata de un dato peor de lo esperado y que rompe con una tendencia de mejora entre diciembre y marzo. Así, en su conjunto, los últimos datos sugieren que la economía de la eurozona no ha superado sus lastres temporales en el inicio del 2T.

ESTADOS UNIDOS

Sorpresa positiva del PIB de EE. UU. La actividad económica avanzó un sólido 0,8% intertrimestral (3,2% anualizado) en el 1T 2019, y un 3,2% interanual. Se trata de un avance superior al del trimestre anterior (cuando fue del 0,5% intertrimestral), y que sorprendió en positivo, puesto que se esperaba que tres factores lastrarían la actividad: (i) el cierre parcial de la Administración federal en el mes de enero, (ii) el frío extremo que azotó el

Eurozona: IPC armonizado

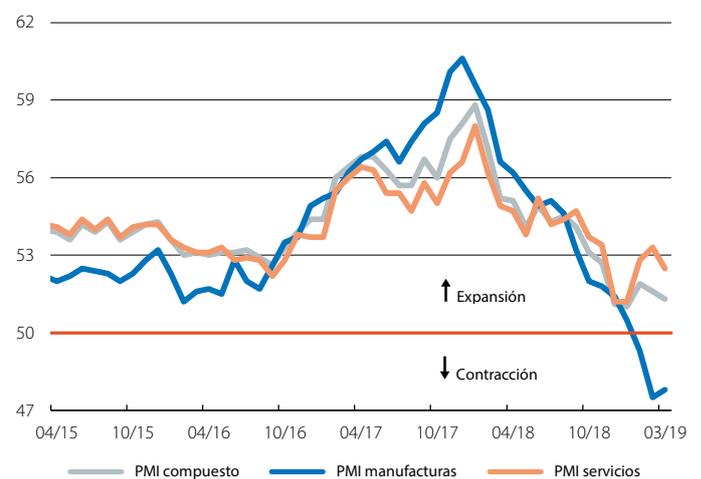
Variación interanual (%)



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

Eurozona: indicadores de actividad PMI

Nivel

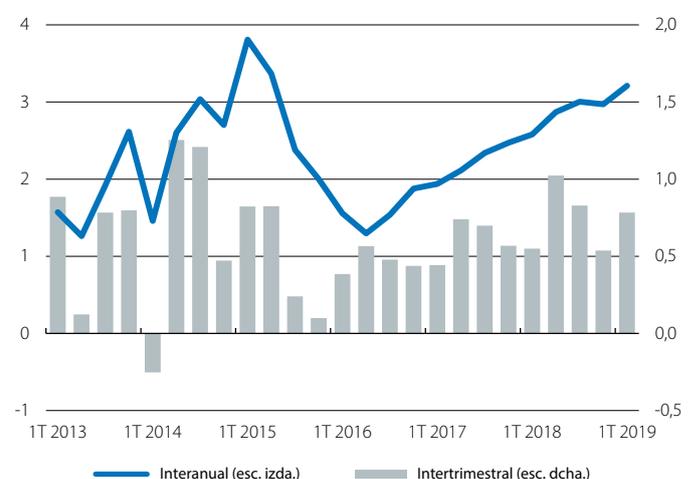


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Markit.

EE. UU.: PIB

Variación interanual (%)

Variación intertrimestral (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Economic Analysis.

norte del país, y (iii) el hecho de que la oficina estadística estadounidense tiende a subestimar el avance del PIB de los primeros trimestres. Por componentes de demanda, la aceleración en el 1T 2019 estuvo apoyada por la demanda externa (ante la mejora de las exportaciones y la caída de las importaciones), las existencias y el consumo público. Elementos, todos ellos, que deberían ir a menos en los próximos trimestres. Por el contrario, el consumo privado y la inversión empresarial, puntales de la demanda interna, ralentizaron sus tasas de avance, lo cual es indicativo de la desaceleración a futuro de la actividad económica estadounidense. Así pues, y a pesar del buen dato, seguimos esperando una desaceleración de la economía estadounidense, aunque algo más gradual de lo que se anticipaba antes de la publicación de los datos: del 2,9% de 2018 al 2,4% de 2019.

Las contenidas presiones inflacionistas apoyan la paciencia de la Fed. Si bien la inflación general repuntó en marzo, la subyacente, más ligada a la evolución de la actividad económica, se mantuvo estable. En particular, la general se emplazó en el 1,9% (4 décimas por encima del registro del mes anterior), en gran parte debido al aumento de los precios de los carburantes. Por su parte, la subyacente, que excluye la energía y los alimentos, se situó en el 2,0% (2,1% en febrero). Este contexto de medidas presiones inflacionistas respalda la estrategia actual de la Fed de mantenerse paciente en relación con su política monetaria.

EMERGENTES

China se toma un respiro en su senda de desaceleración y anota un avance del PIB del 6,4% interanual en el 1T 2019. El dato, que coincidió con el registrado en el 4T 2018 y se situó algo por encima de lo esperado, reflejó la mejora de la actividad industrial: por componentes de oferta, las manufacturas aceleraron significativamente su crecimiento interanual (del 5,8% en el 4T 2018 al 6,1% en el 1T 2019), en contraste con los servicios (pasaron del 7,6% al 7,0%). El buen registro también se vio apoyado por la disminución de las tensiones comerciales, ante el avance de las negociaciones entre China y EE. UU., y el impacto positivo de las medidas de estímulo monetarias y fiscales acometidas por el Gobierno chino (descritas en la coyuntura del IM04/2019). Así, estas políticas han apaciguado los temores a un aterrizaje brusco a corto plazo y, de cara a los próximos trimestres, cabe esperar que la economía china se desacelere de forma muy gradual, aunque su transición económica es compleja y persisten notables desequilibrios de fondo (como la elevada deuda corporativa).

La economía rusa cerró un 2018 mejor de lo esperado, pero encara un 2019 de desaceleración. En concreto, el PIB de Rusia creció un 2,2% en 2018, ante un cierre de año con avances superiores a los previstos (2,7% interanual en el 4T, frente al 2,2% del 3T). De cara a 2019, no obstante, prevemos que el crecimiento se ralentizará moderadamente hasta cotas por debajo del 2%. La incertidumbre política (con la situación de Ucrania y la amenaza de nuevas sanciones internacionales), un escenario del precio del petróleo que estimamos en ascenso moderado, y el retorno a tasas más en consonancia con el potencial del país apoyarán esta tendencia.

EE. UU.: IPC

Variación interanual (%)

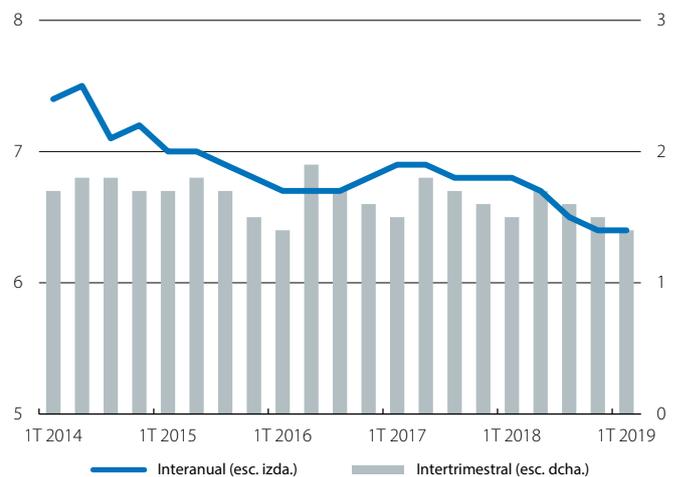


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Bureau of Labor Statistics.

China: PIB

Variación interanual (%)

Variación intertrimestral (%)



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

Rusia: PIB

Variación interanual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Servicio Federal de Estadísticas de Rusia.

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

ESTADOS UNIDOS

	2016	2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	4T 2018	01/19	02/19	03/19
Actividad									
PIB real	1,6	2,2	2,6	2,9	3,0	3,0	–	3,2	–
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	3,4	4,2	4,4	5,2	5,4	3,5	4,4	2,8	3,6
Confianza del consumidor (valor)	99,8	120,5	127,1	127,2	132,6	133,6	121,7	131,4	124,1
Producción industrial	–2,0	2,3	3,4	3,4	5,0	4,0	3,7	3,5	2,8
Índice de actividad manufacturera (ISM) (valor)	51,3	57,4	59,7	58,7	59,7	56,9	56,6	54,2	55,3
Viviendas iniciadas (miles)	1.177	1.208	1.317	1.261	1.234	1.185	1.298	1.142	1.139
Case-Shiller precio vivienda 2.ª mano (valor)	189	200	209	211	212	214	215	215	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	4,9	4,4	4,1	3,9	3,8	3,8	4,0	3,8	3,8
Tasa de empleo (% pobl. > 16 años)	59,7	60,1	60,3	60,4	60,4	60,6	60,7	60,7	60,6
Balanza comercial ¹ (% PIB)	–2,7	–2,8	–2,9	–2,9	–2,9	–3,0	–3,0	–3,0	...
Precios									
Inflación general	1,3	2,1	2,2	2,7	2,6	2,2	1,6	1,5	1,9
Inflación subyacente	2,2	1,8	1,9	2,2	2,2	2,2	2,2	2,1	2,0

Nota: 1. Saldo acumulado durante los últimos 12 meses.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Economic Analysis, Departamento de Trabajo, Reserva Federal, Standard & Poor's, ISM y Thomson Reuters Datastream.

JAPÓN

	2016	2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	4T 2018	01/19	02/19	03/19
Actividad									
PIB real	0,6	1,9	1,2	1,4	0,1	0,3	–	...	–
Confianza del consumidor (valor)	41,7	43,8	44,4	43,7	43,4	42,8	41,8	41,5	40,5
Producción industrial	0,2	2,9	2,0	1,3	–0,1	0,5	0,7	–1,2	–3,0
Índice actividad empresarial (Tankan) (valor)	7,0	19,0	24,0	21,0	19,0	19,0	–	12,0	–
Tasa de paro (% pobl. activa)	3,1	2,8	2,5	2,4	2,4	2,4	2,5	2,3	2,5
Balanza comercial ¹ (% PIB)	0,7	0,5	0,4	0,4	0,1	–0,2	–0,4	–0,3	–0,4
Precios									
Inflación general	–0,1	0,5	1,3	0,6	1,1	0,9	0,2	0,2	0,5
Inflación subyacente	0,6	0,1	0,4	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5

Nota: 1. Saldo acumulado durante los últimos 12 meses.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Departamento de Comunicaciones, Banco de Japón y Thomson Reuters Datastream.

CHINA

	2016	2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	4T 2018	01/19	02/19	03/19
Actividad									
PIB real	6,7	6,8	6,8	6,7	6,5	6,4	–	6,4	–
Ventas al por menor	10,4	10,3	9,9	9,0	9,0	8,3	8,2	8,2	8,7
Producción industrial	6,1	6,6	6,6	6,6	6,0	5,7	5,3	5,3	8,5
PMI manufacturas (oficial)	50,3	51,6	51,0	51,6	51,1	49,9	49,5	49,2	50,5
Sector exterior									
Balanza comercial ¹	512	420	404	377	349	352	373	345	383
Exportaciones	–8,4	7,9	13,7	11,5	11,7	4,0	9,2	–20,8	14,2
Importaciones	–5,7	16,3	19,4	20,6	20,4	4,4	–1,5	–5,2	–7,6
Precios									
Inflación general	2,0	1,6	2,2	1,8	2,3	2,2	1,7	1,5	2,3
Tipo de interés de referencia ²	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4
Renminbi por dólar	6,6	6,8	6,4	6,4	6,8	6,9	6,8	6,7	6,7

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

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Oficina Nacional de Estadística china y Thomson Reuters Datastream.

EUROZONA

Indicadores de actividad y empleo

Valores, salvo indicación expresa

	2016	2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	4T 2018	01/19	02/19	03/19
Ventas al por menor (<i>variación interanual</i>)	1,6	2,5	1,7	1,8	1,2	1,7	2,2	2,8	...
Producción industrial (<i>variación interanual</i>)	1,6	3,0	3,1	2,3	0,5	-2,0	-0,7	-0,3	...
Confianza del consumidor	-8,6	-6,0	-4,2	-5,3	-5,7	-6,9	-7,9	-7,4	-7,2
Sentimiento económico	104,1	110,1	113,2	111,8	110,9	108,9	106,3	106,2	105,6
PMI manufacturas	52,5	57,4	58,3	55,5	54,3	51,7	50,5	49,3	47,5
PMI servicios	53,1	55,6	56,4	54,6	54,4	52,8	51,2	52,8	53,3
Mercado de trabajo									
Empleo (personas) (<i>variación interanual</i>)	1,4	1,6	1,6	1,6	1,4	1,3	-	...	-
Tasa de paro (% pobl. activa)	10,0	9,1	8,5	8,3	8,0	7,9	7,8	7,8	7,7
Alemania (% pobl. activa)	4,2	3,8	3,5	3,4	3,4	3,3	3,2	3,2	3,2
Francia (% pobl. activa)	10,1	9,4	9,2	9,1	9,0	8,9	8,9	8,8	8,8
Italia (% pobl. activa)	11,7	11,3	10,9	10,7	10,3	10,6	10,4	10,5	10,2
España (% pobl. activa)	19,7	17,2	16,1	15,4	15,0	14,5	14,3	14,2	14,0

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat, el Banco Central Europeo, la Comisión Europea y Markit.

Precios

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

	2016	2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	4T 2018	01/19	02/19	03/19
General	0,2	1,5	1,3	1,7	2,1	1,9	1,4	1,5	1,4
Subyacente	0,8	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,0

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat, el Banco Central Europeo, la Comisión Europea y Markit.

Sector exterior

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

	2016	2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	4T 2018	01/19	02/19	03/19
Saldo corriente	3,3	3,5	3,6	3,7	3,4	3,2	3,2	3,1	...
Alemania	8,4	8,0	7,9	8,1	7,5	7,3	7,2	7,1	...
Francia	-0,8	-0,6	-0,4	-0,3	-0,5	-0,3	-0,1	-0,2	...
Italia	2,5	2,6	2,6	2,7	2,6	2,5	2,6	2,6	...
España	2,3	1,8	1,8	1,6	1,3	0,9	0,9	0,8	...
Tipo de cambio efectivo nominal¹ (valor)	94,3	96,5	99,6	98,5	99,2	98,5	97,8	97,4	96,8

Nota: 1. Ponderado por el flujo de comercio exterior. Valores mayores significan apreciación de la moneda.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat, la Comisión Europea y organismos nacionales de estadística.

Crédito y depósitos de los sectores no financieros

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

	2016	2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	4T 2018	01/19	02/19	03/19
Financiación del sector privado									
Crédito a sociedades no financieras	1,8	2,5	3,3	3,7	4,2	3,9	3,4	3,8	3,5
Crédito a hogares ^{1,2}	1,7	2,6	2,9	2,9	3,1	3,2	3,2	3,3	3,2
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras ³ (%)	1,4	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	...
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda ⁴ (%)	1,8	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	...
Depósitos									
Depósitos a la vista	10,0	10,1	9,2	8,0	7,3	7,1	6,4	6,9	7,7
Otros depósitos a corto plazo	-1,8	-2,7	-2,2	-1,5	-1,4	-0,9	-0,8	-0,2	-0,2
Instrumentos negociables	2,4	1,4	-5,8	-3,2	-5,6	-3,3	-0,1	-0,2	-4,9
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares (%)	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	...

Notas: 1. Datos ajustados de ventas y titulaciones. 2. Incluyen las ISFLSH. 3. Créditos de más de un millón de euros a tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo oficial. 4. Préstamos a tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo oficial.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco Central Europeo.

La economía española mantiene un pulso firme

El crecimiento gana tracción en el 1T 2019. Según los datos del INE, el PIB creció en el primer trimestre del año un 0,7% intertrimestral (2,4% interanual), un ritmo superior al crecimiento promedio de la eurozona (0,4% intertrimestral). En el detalle por componentes, los datos muestran que la demanda interna se mantuvo como el principal motor de crecimiento, aupada en su mayor parte por la inversión. Así, tras la caída puntual que se produjo en el 4T 2018 (-0,2% intertrimestral), la inversión repuntó con fuerza y creció un 1,5% intertrimestral. Asimismo, el consumo privado mantuvo un crecimiento sólido pero algo más moderado que en el trimestre anterior (-0,1 p. p. hasta el 0,3% intertrimestral) y, aunque contrasta con el fuerte crecimiento del empleo que mostraron los datos de la encuesta de población activa (EPA), ello entra dentro de la normalidad dada la volatilidad inherente de la serie. Además, el dato es coherente con el escenario de CaixaBank Research, que prevé que los consumidores moderen su ritmo de gasto en 2019 tras haber materializado, a lo largo de los últimos años, decisiones de consumo pospuestas durante la crisis. Por su parte, en términos intertrimestrales, la demanda externa mantuvo la mejora que mostró en el trimestre anterior y aportó 0,2 p. p. al crecimiento del PIB. No obstante, esta contribución se debió a que las importaciones cayeron en mayor medida que las exportaciones (-1,1% y -0,5% intertrimestral, respectivamente). De este modo, vemos que los flujos comerciales siguen moderándose, tal y como esperaríamos en el actual contexto mundial de tensiones comerciales y de moderación del crecimiento de la eurozona. En su conjunto, la incorporación del dato nos ha llevado a revisar ligeramente al alza la previsión de crecimiento del PIB para 2019 en 0,2 p. p. hasta el 2,3%.

Los indicadores de actividad mantienen un buen tono. Aunque aún no se conocen datos de actividad para el segundo trimestre del año, los últimos indicadores disponibles muestran que la actividad ha ido de menos a más en lo que va de año. Así, el PMI del sector servicios repuntó en marzo 2,3 puntos hasta los 56,8 puntos, el valor más alto desde febrero de 2018, y el homólogo del sector manufacturero, aunque se mantiene contenido, subió 1 punto hasta los 50,9 puntos. Por su parte, las ventas minoristas en marzo crecieron un 1,7% interanual, 0,3 p. p. más que en febrero y por encima del promedio de 2018 (0,7%). Finalmente, el dato más modesto vino por el lado de la producción industrial, que continuó estancada (-0,2% interanual). Este dato refleja, al menos en parte, el mal momento que atraviesa el sector del automóvil, que sigue acusando los cambios a nivel europeo en la regulación del sector y el menor impulso de la demanda externa.

El mercado laboral ofrece un pilar de crecimiento. El mercado laboral tuvo un muy buen comportamiento en el primer trimestre del año, tal y como muestra el hecho de que la creación de empleo repuntó 0,2 p. p. hasta el 3,2% interanual (597.000 puestos de trabajo creados en los últimos 12 meses), el mayor ritmo de los últimos tres años. Por su parte, los últimos datos de la

España: PIB

Contribución al crecimiento interanual (p. p.)

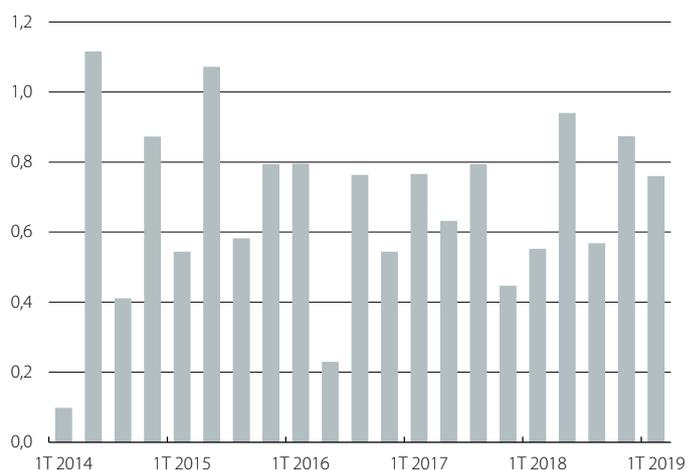


Nota: *Variación interanual (%).

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

España: empleo *

Variación intertrimestral (%)

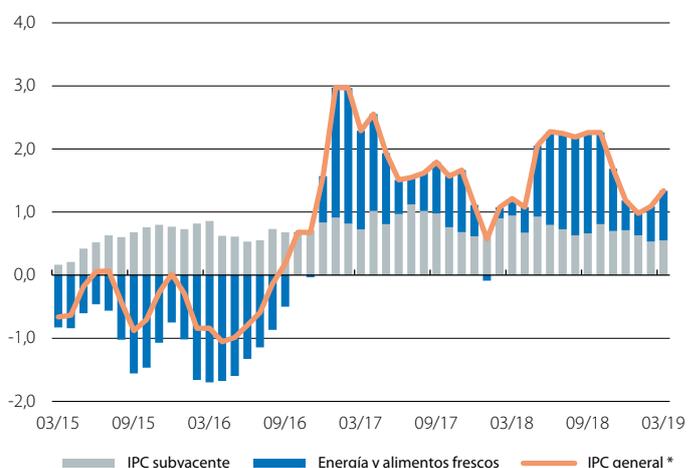


Nota: *Serie desestacionalizada.

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

España: IPC

Contribución al crecimiento interanual (p. p.)



Nota: *Variación interanual.

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

encuesta trimestral del coste laboral han confirmado la ligera tendencia al alza de los salarios. Más concretamente, el coste laboral por hora efectiva aumentó un 1,4% en 2018 (0,0% en 2017). Asimismo, los incrementos salariales pactados en convenios colectivos se situaron en el 2,2% en marzo, 0,7 p. p. por encima del valor registrado en marzo de 2018. Así, el dinamismo del mercado laboral contribuye a mantener un buen clima de confianza y aumentar la renta bruta disponible de los hogares.

Ligero repunte de la inflación en marzo. La inflación general se situó en el 1,3% interanual en marzo (1,1% en febrero) y aumentó por segundo mes consecutivo después de tres meses de moderación. Sin embargo, ello no se reflejó en la inflación subyacente, que se mantuvo en el 0,7%. Es decir, el repunte de la inflación se debió en su totalidad a los componentes no subyacentes y, más concretamente, a los precios de los carburantes y al de la electricidad.

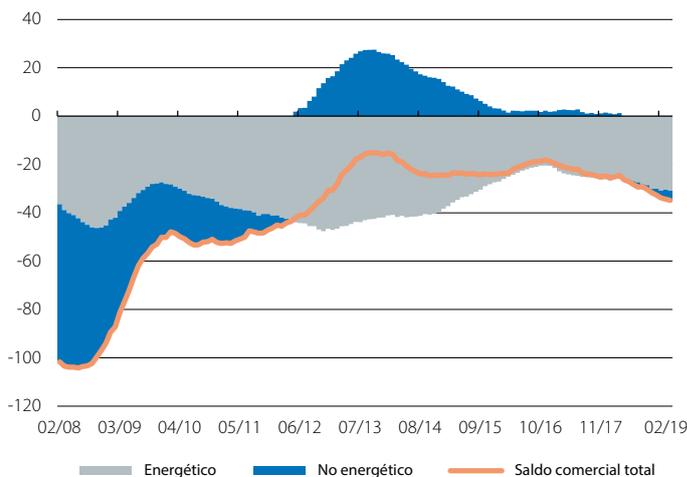
Los bienes no energéticos siguen mermando el superávit corriente. El saldo por cuenta corriente se situó en los 9.380 millones de euros en febrero de 2019 (un 0,77% del PIB), 1,0 p. p. por debajo del registro de febrero de 2018 (1,79% del PIB). Por componentes, 7 décimas de este descenso se explican por el deterioro del saldo de bienes, de las que 4 corresponden a los bienes no energéticos y 3 al aumento del precio del petróleo. El menor superávit de servicios restó, por su parte, 3 décimas, distribuidas a partes iguales entre el turismo y los servicios no turísticos. Por último, el saldo de rentas (-1,1%) sigue prácticamente sin cambios gracias a unas condiciones financieras laxas que mantienen el coste de la deuda externa bajo control.

El déficit de las Administraciones públicas (AA. PP.) se deteriora ligeramente. Los datos de ejecución presupuestaria disponibles hasta febrero reflejan un empeoramiento de las cuentas públicas en el conjunto de las AA. PP., con la exclusión de las corporaciones locales. Así, en el acumulado de los dos primeros meses del año, el déficit público ha aumentado 1 décima respecto al registro de febrero de 2019 y se sitúa en el 0,95% del PIB. Sin embargo, cabe señalar que este resultado está afectado por varios factores extraordinarios, tanto por el lado de los ingresos como de los gastos (efectos contables, supresión temporal del impuesto sobre el valor de la producción eléctrica y devoluciones ligadas a la prestación por maternidad, entre otros). Por su parte, el déficit del Estado, por el que disponemos de datos hasta marzo, se situó en el 0,54% del PIB, 2 décimas por encima del registro de marzo de 2018.

Prosigue el desalancamiento del sector privado. En 2018 la deuda de los hogares y de las empresas no financieras se situó en el 58,9% y el 93,2% del PIB, respectivamente, 2,2 y 3,2 p. p. por debajo de los registros de 2017. De este modo, la deuda de los hogares ya se encuentra cerca del promedio de la eurozona (57,6%) y la de las empresas no financieras se mantiene claramente por debajo (promedio de la eurozona del 105,9%). Esta reducción sostenida de la deuda, por sexto año consecutivo, muestra que la economía española se encuentra en una posición más saneada. De cara a los próximos trimestres, prevemos que la deuda del sector privado siga cayendo, aunque a ritmos más moderados.

España: saldo comercial

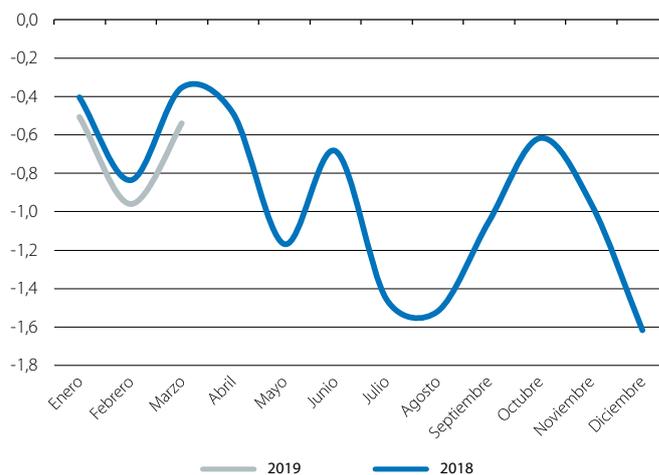
Acumulado de 12 meses (miles de millones de euros)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Dept. de Aduanas.

Saldo del Estado

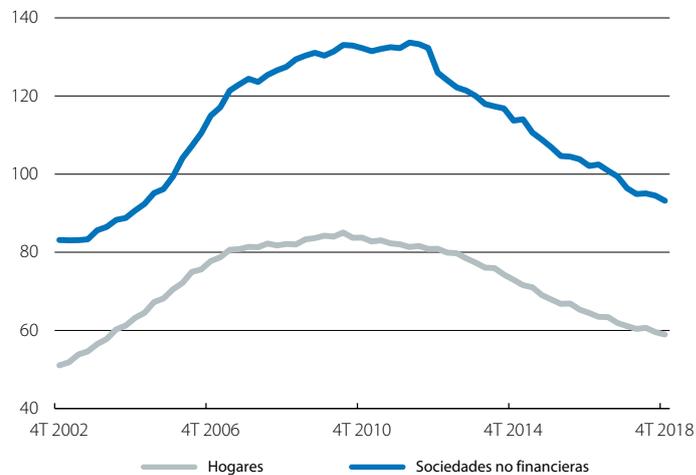
(% del PIB)



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

Deuda del sector privado

(% del PIB)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España.

Indicadores de actividad y empleo

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

	2017	2018	2T 2018	3T 2018	4T 2018	1T 2019	02/19	03/19	04/19
Industria									
Índice de producción industrial	3,2	0,3	1,1	0,5	-2,7	...	-0,3	...	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	1,0	-0,1	1,2	-2,6	-1,9	-3,8	-5,2	-2,2	-4,9
PMI de manufacturas (valor)	54,8	53,3	53,7	52,4	51,8	...	49,9	50,9	...
Construcción									
Visados de obra nueva (acum. 12 meses)	22,9	25,7	28,1	25,8	23,9	...	25,5	...	...
Compraventa de viviendas (acum. 12 meses)	14,1	13,9	15,7	13,2	11,0	...	7,2	...	...
Precio de la vivienda	6,2	6,7	6,8	7,2	6,6	...	-	-	-
Servicios									
Turistas extranjeros (acum. 12 meses)	10,0	4,0	5,3	1,5	0,9	-1,4	1,1	...	...
PMI de servicios (valor)	56,4	54,8	55,8	52,6	54,0	55,3	54,5	56,8	...
Consumo									
Ventas comercio minorista	1,0	0,7	0,0	-0,4	1,4	1,4	1,4	1,7	...
Matriculaciones de automóviles	7,9	7,6	9,2	17,0	-7,6	-7,0	-8,8	-4,3	...
Indicador de confianza de los consumidores (valor)	-3,4	-4,2	-3,0	-3,7	-6,2	-4,8	-5,4	-2,0	-6,1
Mercado de trabajo									
Población ocupada ¹	2,6	2,7	2,8	2,5	3,0	3,2	-	-	-
Tasa de paro (% de la población activa)	17,2	15,3	15,3	14,6	14,4	14,7	-	-	-
Afiliados a la Seguridad Social ²	3,6	3,1	3,1	2,9	3,0	2,9	2,9	2,9	...
PIB	3,0	2,6	2,6	2,5	2,3	2,4	-	-	-

Precios

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

	2017	2018	2T 2018	3T 2018	4T 2018	1T 2019	02/19	03/19	04/19
General	2,0	1,7	1,8	2,2	1,7	1,1	1,1	1,3	1,5
Subyacente	1,1	0,9	1,0	0,8	0,9	0,7	0,7	0,7	...

Sector exterior

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

	2017	2018	2T 2018	3T 2018	4T 2018	1T 2019	02/19	03/19	04/19
Comercio de bienes									
Exportaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	8,9	2,9	5,2	4,5	2,9	...	2,2	...	...
Importaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	10,5	5,6	6,9	6,2	5,6	...	5,2	...	...
Saldo corriente	21,5	11,3	18,7	15,0	11,3	...	9,4	...	...
Bienes y servicios	33,6	23,5	30,3	26,7	23,5	...	22,3	...	...
Rentas primarias y secundarias	-12,1	-12,3	-11,6	-11,7	-12,3	...	-13,0	...	...
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	24,2	17,6	21,9	18,8	17,6	...	15,9	...	...

Crédito y depósitos de los sectores no financieros³

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

	2017	2018	2T 2018	3T 2018	4T 2018	1T 2019	02/19	03/19	04/19
Depósitos									
Depósitos de hogares y empresas	2,8	3,2	3,0	3,4	3,7	5,1	5,5	5,4	...
A la vista y ahorro	17,6	10,9	11,0	10,3	10,0	11,1	11,6	11,2	...
A plazo y preaviso	-24,2	-19,9	-20,7	-18,7	-16,8	-13,7	-13,7	-12,9	...
Depósitos de AA. PP.	-8,7	15,4	17,6	10,4	16,9	17,8	16,4	19,6	...
TOTAL	1,9	3,8	3,8	3,8	4,5	5,8	6,2	6,2	...
Saldo vivo de crédito									
Sector privado	-2,2	-2,4	-2,8	-2,3	-2,2	-2,1	-2,3	-1,4	...
Empresas no financieras	-3,6	-5,5	-6,4	-5,6	-5,7	-5,5	-6,0	-3,4	...
Hogares - viviendas	-2,8	-1,9	-2,0	-1,7	-1,4	-1,2	-1,1	-1,1	...
Hogares - otras finalidades	3,7	5,1	5,0	5,5	4,7	4,0	4,4	3,2	...
Administraciones públicas	-9,7	-10,6	-9,4	-8,9	-11,8	-10,3	-11,4	-8,4	...
TOTAL	-2,8	-2,9	-3,2	-2,7	-2,8	-2,6	-2,8	-1,8	...
Tasa de morosidad (%)⁴	7,8	5,8	6,4	6,2	5,8	5,7	5,8	5,7	...

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.

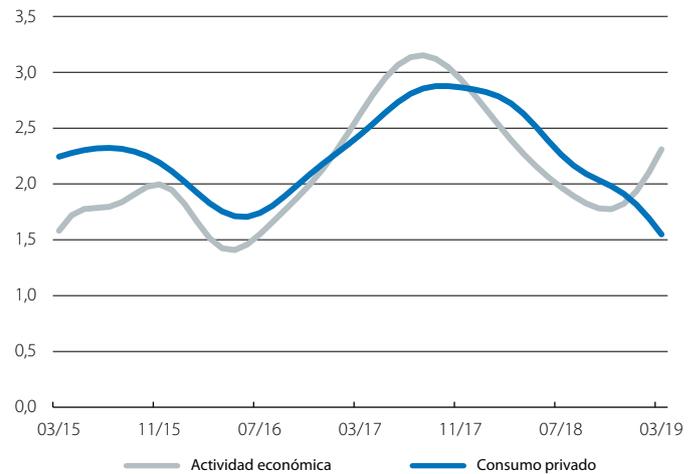
Portugal: crecimiento favorable, pero con las dudas del sector exterior

Los indicadores de actividad apuntan a un inicio de año positivo, a pesar de algunas señales mixtas. A la espera de la publicación del PIB del 1T 2019, el conjunto de indicadores sugiere que la actividad mantuvo un ritmo de avance favorable en el primer trimestre del año. En concreto, el indicador coincidente de actividad elaborado por el Banco de Portugal, que históricamente presenta una buena correspondencia con el crecimiento del PIB, aceleró hasta el 2,3% en marzo y se situó en el 2,1% en el promedio del trimestre. Además, los datos disponibles reflejan un desempeño positivo de la inversión en todos sus componentes y una aceleración del volumen de negocios tanto en el sector manufacturero como en los servicios, de la mano de una mejora de los indicadores de sentimiento económico en ambos sectores. Frente a estas dinámicas positivas, pero, también aparecen algunas señales más mixtas. En particular, el indicador coincidente para el consumo privado mantuvo una tendencia descendente en el 1T 2019, y cerró en el 1,5% en marzo y con un promedio trimestral del 1,7% (3 décimas menos que en el 4T 2018), lo que sugiere que el consumo de las familias podría haber sido menos boyante en los primeros compases del año. Por otro lado, como se detallará a continuación, una nota más disonante sigue sonando en el sector exterior, donde las cifras más recientes continúan señalando un incremento del déficit por cuenta corriente que lastra parcialmente la capacidad de reducir el endeudamiento exterior.

El deterioro del saldo corriente prosiguió en febrero. El déficit de la balanza por cuenta corriente se situó en los 1.900 millones de euros (acumulado de 12 meses), equivalente al -1,0% del PIB, lo que refleja un claro deterioro respecto al registro del año pasado (en el -0,3% del PIB). Esta diferencia se debió a la bajada del déficit de bienes (-7,7% del PIB), puesto que los saldos tanto de la balanza de servicios (+8,2%) como de rentas (-1,5%) se mantuvieron prácticamente constantes. Por su parte, la balanza de capital permaneció en terreno positivo y más que compensó el déficit por cuenta corriente (el saldo conjunto se situó en el +0,1% del PIB en febrero). En este contexto, cabe resaltar la importancia de preservar un superávit exterior que permita seguir reduciendo la deuda externa neta (en 2018, se situó en el 89% del PIB, 2,7 p. p. por debajo de la cifra de 2017).

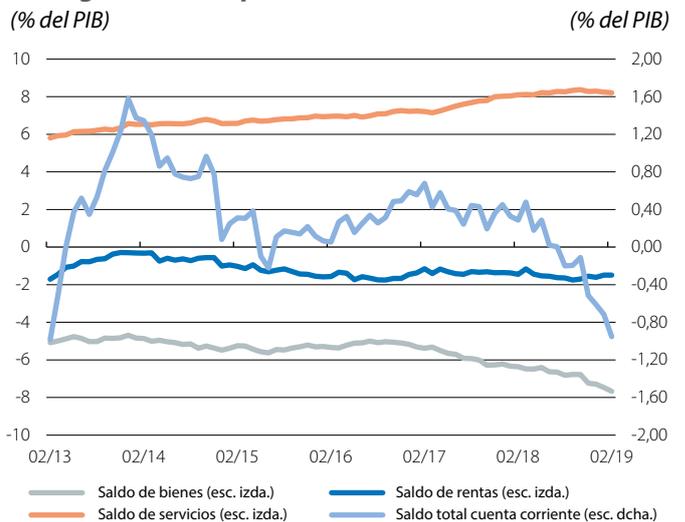
La actividad turística muestra un buen tono en el inicio del año. En el acumulado de enero y febrero de 2019, el número de turistas extranjeros aumentó un 6,0% respecto al mismo periodo del año anterior. Por destinos, destaca la recuperación de la llegada de turistas procedentes del Reino Unido, que cre-

Portugal: indicadores coincidentes de actividad Variación interanual (%)



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

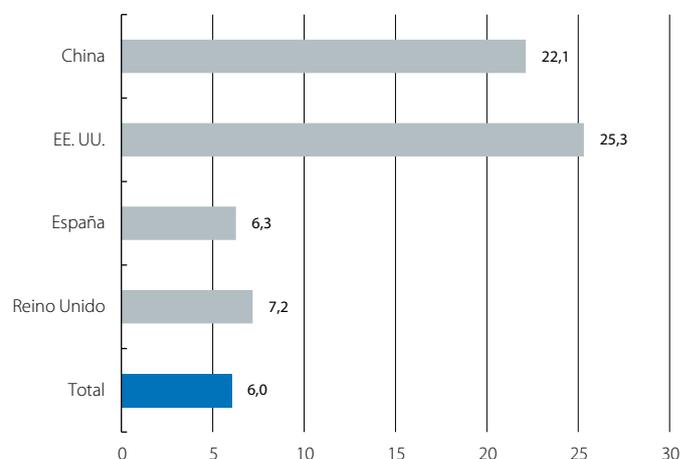
Portugal: balanza por cuenta corriente



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

Portugal: entrada de turistas por origen

Variación interanual (acumulado enero-febrero 2019, %)



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

cieron un significativo 7,2%, así como el fuerte avance de los turistas de EE. UU. (25,3% interanual) y China (22,1%). Por su parte, los ingresos de los establecimientos de alojamiento turístico aumentaron un 6,5% interanual gracias al incremento de la cantidad de turistas, dado que el rendimiento medio por habitación disponible apenas creció (de los 25,3 euros a los 25,8 euros).

La inflación se mantiene en cotas moderadas. En abril, la inflación general (medida según el índice de precios al consumo) se situó en el 0,8% interanual, mientras que la inflación subyacente (que excluye los precios de los alimentos no procesados y de la energía, que son especialmente volátiles) se emplazó en un moderado 0,8%, solo ligeramente por encima del 0,7% de marzo. Así, en el conjunto de los últimos 12 meses, la inflación general registró un promedio del 1,0% (la misma cifra que en marzo).

Las empresas y las familias avanzan en la reducción de su endeudamiento. En concreto, en el 4T 2018, el endeudamiento de las empresas no financieras y el de las familias siguió disminuyendo y se situó en el 100,6% del PIB y el 66,9% del PIB, respectivamente (lo que supone una reducción de 6,7 p. p. y de 2,2 p. p. frente al 4T 2017). Además, respecto a los niveles máximos registrados entre 2009 y 2013, la deuda de las empresas no financieras ha disminuido en 40,8 p. p., mientras que la de las familias lo ha hecho en 25,2 p. p.

La cartera de crédito del sector privado sigue contrayéndose. En particular, la cartera registró una caída del 2,5% interanual en febrero, explicada, en gran parte, por la contracción del crédito a las sociedades no financieras (-5,6% interanual; con la exclusión de las ventas de carteras de préstamos dudosos, este habría aumentado un 0,5%). Al mismo tiempo, la cartera de crédito a las familias disminuyó un 0,6% interanual, debido a la contracción de la cartera de crédito a la vivienda (-1,4% interanual, que se explica por el hecho de que las nuevas operaciones crecen a buen ritmo, aunque todavía son insuficientes para compensar las amortizaciones), mientras que el crédito al consumo continuó creciendo de forma robusta (9,4% interanual). Por su parte, la ratio de morosidad del sector privado se redujo del 14,6% en 2017 al 10,5% en 2018, gracias a una reducción del crédito dudoso del 29,0% anual. El segmento que más contribuyó a la mejora fue el de empresas, cuyo crédito dudoso se contrajo en 7.000 millones de euros durante el año, lo que situó la ratio de morosidad empresarial en el 18,5% (-6,7 p. p.). La notable mejora en la morosidad durante 2018 se explica, en gran medida, por el mayor dinamismo en las ventas de carteras de créditos dudosos, tendencia que se mantendrá durante el 2019.

Portugal: inflación (IPC)

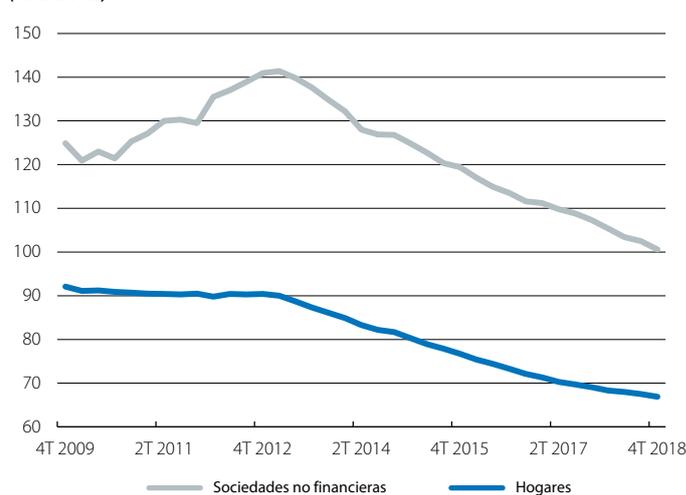
Promedio anual (%)



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

Portugal: deuda del sector privado

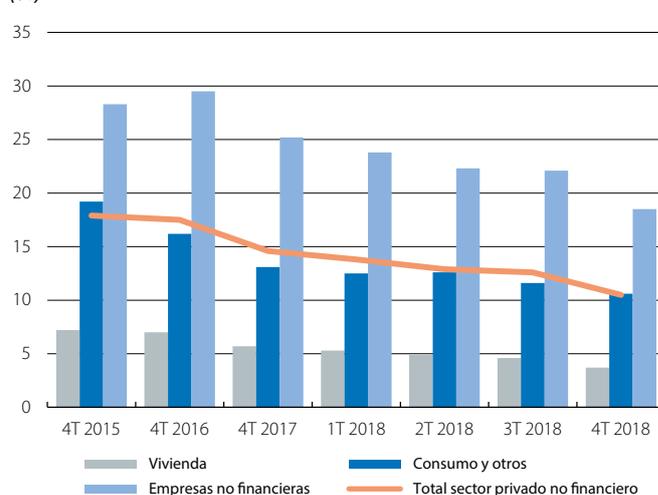
(% del PIB)



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

Portugal: tasa de morosidad por segmento

(%)



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

Portugal: medidas macroprudenciales y posicionamiento en el ciclo del crédito a la vivienda

- En Portugal, el crédito para la compra de vivienda tiene un peso importante en la deuda de las familias, por lo que, en términos de estabilidad financiera, es importante monitorizar su evolución.
- A pesar de la recuperación significativa de las nuevas operaciones de crédito para la compra de vivienda, la cartera de este segmento de crédito sigue contrayéndose por las amortizaciones anticipadas.
- En adelante, es probable que la recuperación del crédito a la vivienda sea gradual y que mantenga unos criterios de concesión más saludables que en el pasado.

El sistema financiero tiende a ser cíclico y el crecimiento del crédito suele acompañar y respaldar las fases expansivas de la economía. Por ejemplo, entre 1995 y el 2000, la economía portuguesa se expandió a un ritmo del 4,0% y el crédito total¹ aumentó un 22,1% (promedios anuales). Esta relación se da también en el sentido inverso, es decir, la contracción de la economía suele ir acompañada y se ve acentuada por la caída del crédito, tal como aconteció en la crisis de la deuda soberana, cuando la economía portuguesa se contrajo a un ritmo del 2,3%, mientras que el crédito se redujo un 4,8% (promedios anuales). Así, en vista de los vínculos entre los ciclos financiero y económico, se han desarrollado herramientas para suavizar las fluctuaciones del crédito y promover la estabilidad financiera.

En julio de 2018, el Banco de Portugal decidió aplicar un conjunto de medidas macroprudenciales a los nuevos contratos de crédito a la vivienda, crédito con garantía hipotecaria o equivalente y crédito al consumo.² En particular, estas medidas incluyen: (i) límites a la ratio *loan-to-value* (LTV),³ que en el caso de compra de vivienda propia y permanente es del 90%; (ii) límites a la ratio *debt service-to-income* (DSTI),⁴ que deberá ser igual o inferior al 50%, salvo algunas excepciones;⁵ (iii) limitar la duración de los préstamos a 40 años, para ir convergiendo gradualmente a 30 años hasta finales de 2022, y (iv) que los pagos de capital e intereses sean regulares (es decir, sin periodos de carencia). Otros países europeos, como Francia y Finlandia, también han tomado este tipo de medidas, con criterios parecidos o mediante otros instrumentos. El Banco de Portugal justifica la implementación de estas medidas en Portugal por el (aún) elevado endeudamiento de las fami-

1. Incluye créditos al sector residente (familias, Administración pública, sociedades no financieras e instituciones financieras no monetarias, excepto las compañías de seguros y los fondos de pensiones) y al sector no residente.

2. Estas medidas se implementaron como «recomendación»: los bancos no están obligados a cumplirlas, pero, si no lo hacen, deben justificarse ante el regulador.

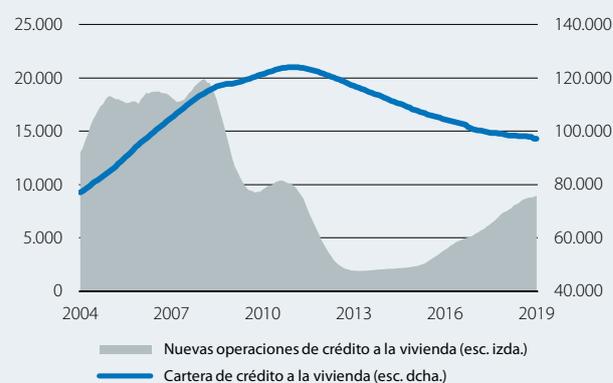
3. Ratio entre el importe del préstamo y el valor de tasación.

4. Ratio entre la suma de los plazos mensuales de todos los préstamos y la renta neta mensual.

5. Hasta el 20% del importe total del nuevo crédito concedido por cada entidad y año puede registrar un DSTI de hasta el 60%, y hasta el 5% del importe total del nuevo crédito puede rebasar los límites del DSTI.

Portugal: cartera y flujos de crédito a la vivienda

Acumulado de 12 meses (millones de euros) (Millones de euros)



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

lias, la reducida tasa de ahorro, el aumento de las nuevas operaciones de crédito y algunas señales de excesiva relajación de los criterios de concesión de crédito. Así, con estas medidas, persigue garantizar que el sistema financiero no asuma riesgos excesivos y que las familias no adquieran una elevada carga financiera.

¿Dónde se encuentra el ciclo de crédito a la vivienda en Portugal?

Las familias portuguesas mantienen, a pesar de haberlos ido reduciendo en los últimos años, niveles de deuda elevados. En 2018, la deuda de las familias se situó en el 66,9% del PIB, una reducción de 25,2 p. p. frente al máximo registrado en 2009 (92,1% del PIB), pero aún en niveles elevados en comparación con la media de la eurozona (57,6%). Este proceso de desendeudamiento esconde dinámicas distintas en los diferentes segmentos de crédito. Por un lado, la cartera de crédito al consumo ha crecido a ritmos considerables (9,4% interanual en febrero de 2019), gracias a la recuperación de la economía y a que partía de niveles bajos de crédito. Por otro lado, la cartera de crédito a la vivienda sigue contrayéndose, aunque de forma menos acentuada (-1,4% interanual en febrero de 2019). De hecho, en este segmento, el dinamismo de las nuevas operaciones (11,7% interanual en los primeros dos

meses de 2019)⁶ continúa siendo insuficiente para compensar las amortizaciones.⁷

La principal fuente de deuda de las familias es el crédito a la vivienda, que representó el 73% del total de la deuda en el 3T 2018. Por ello, merece la pena profundizar en las dinámicas de este segmento. Las nuevas operaciones de crédito para la adquisición de vivienda han crecido a ritmos considerables, pero continúan muy por debajo de los niveles anteriores a la crisis financiera de 2008. Más concretamente, las nuevas operaciones aumentaron un 17,9% en el conjunto de los últimos 12 meses hasta febrero de 2019, hasta los 9.000 millones de euros. No obstante, el nuevo crédito (4,3% del PIB) se encuentra sustancialmente por debajo de los máximos registrados hace más de 10 años (11,2% del PIB en 2007).

A su vez, el vencimiento medio de los nuevos créditos a la vivienda se mantiene en niveles inferiores a los registrados en 2006, cuando superaba los 35 años. No obstante, desde 2015, el vencimiento medio ha aumentado ligeramente hasta situarse en los 33,3 años en 2017,⁸ un nivel algo superior al objetivo de 30 años establecido por el Banco de Portugal para los nuevos contratos de cara a 2022. Además, respecto a otros países de la eurozona, Portugal presenta un vencimiento medio muy superior (por ejemplo, en España el vencimiento medio de los nuevos contratos realizados en 2018 fue de 23,7 años). Así, estos elevados vencimientos son especialmente relevantes, ya que dificultan la posibilidad de extender la duración del crédito en caso de renegociación y, además, pueden hacer que los pagos se prolonguen más allá de la edad de jubilación (momento en el que, típicamente, las personas empiezan a percibir una renta menor).

También se observa una compresión de los diferenciales de tipos de interés medios (por ejemplo, respecto al euríbor a 6 meses) en los nuevos contratos de crédito a la vivienda, un fenómeno natural en el contexto actual de bajos tipos de interés, mayor competencia entre bancos, y mejores perspectivas para la economía y el mercado inmobiliario. No obstante, como muestra el segundo gráfico, aunque los *spreads* han caído desde 2015, se mantienen lejos de los mínimos registrados antes de 2008. Ello sugiere que hay una mayor percepción de la importancia de que los tipos de interés reflejen correctamente el perfil de riesgo de los hogares, lo que frena una caída de los *spreads* hasta niveles tan bajos como los registrados en el pasado.

La compresión de los diferenciales tiene un impacto en la ratio DSTI, dado que reduce los pagos mensuales de los

Portugal: nuevas operaciones de crédito a la vivienda: spread medio *



Notas: * Diferencial respecto al euríbor a 6 meses, el índice más usado para el crédito a la vivienda en Portugal (el 48,6% de los contratos existentes a finales de 2017). Véase Banco de Portugal (2018). «Relatório de Acompanhamento dos Mercados Bancários de Retalho». **Tasa anual efectiva, que incluye otros gastos además de los intereses.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de Portugal.

préstamos para la compra de vivienda. Esta ratio ha disminuido en los últimos años y ha pasado de estar cerca del 35% en 2008 a situarse por debajo del 20% en 2016. Esta reducción responde, especialmente, al entorno de bajos tipos de interés respaldado por la política monetaria del BCE, y al hecho de que una gran proporción de las hipotecas tienen un tipo de interés variable (el 84,8% de los préstamos para la compra de vivienda se suscribieron a tipo variable en los primeros dos meses de 2019). No obstante, la gran prevalencia de los créditos a tipo variable puede suponer un riesgo para la estabilidad financiera de las familias en un escenario de incrementos de los tipos de interés. Por último, la ratio LTV también ha aumentado desde 2013, pero continúa en niveles inferiores a los de 2006 (73,2% en 2017, frente al 79,6% en 2006). Aunque este incremento sugiere unos criterios de concesión de crédito menos restrictivos, la ratio promedio de la economía se mantiene sustancialmente por debajo del límite del 90% fijado por el Banco de Portugal, lo que reduce las pérdidas potenciales para el sistema financiero en caso de impagos.

En conclusión, la cartera de crédito a la vivienda en Portugal continúa disminuyendo porque el sólido crecimiento de las nuevas operaciones de crédito es insuficiente para contrarrestar las amortizaciones de crédito a la vivienda. No obstante, se espera que esta reducción del volumen total vaya moderándose gradualmente. Asimismo, los indicadores que caracterizan el estado actual del ciclo de crédito, junto con las medidas implementadas por el Banco de Portugal, sugieren que no se debería producir un crecimiento excesivo del crédito a las familias a corto y medio plazo. Además, respaldan el mantenimiento de unos criterios de concesión de crédito más saludables que en el pasado y favorecen la estabilidad del sistema financiero y de las propias familias.

Vânia Duarte

6. Nuevas operaciones ajustadas de renegociaciones.
7. Véase Banco de Portugal (2018). «Relatório de Acompanhamento dos Mercados Bancários de Retalho». En 2017, el importe de las amortizaciones aumentó un 29,9% frente a 2016.
8. Véase el informe de estabilidad financiera del Banco de Portugal de junio de 2018.

Indicadores de actividad y empleo

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

	2017	2018	3T 2018	4T 2018	1T 2019	12/18	01/19	02/19	03/19	04/19
Índice coincidente de actividad	2,9	2,1	1,9	1,8	2,1	1,8	1,9	2,1	2,3	...
Industria										
Índice de producción industrial	4,0	0,1	-1,6	-1,3	-4,1	-1,3	-2,6	-2,1	-7,6	...
Índice de confianza en la industria (valor)	2,1	0,8	0,6	-0,6	-1,5	-0,6	-1,0	-1,3	-2,3	-3,2
Construcción										
Visados de obra nueva (acum. 12 meses)	15,6	20,3	13,7	20,3	...	20,3	...	...	...	...
Compraventa de viviendas	20,5	16,8	18,4	9,4	...	9,4	...	...	...	...
Precio de la vivienda (euro / m ² - tasación)	5,1	5,8	6,2	6,1	6,9	6,1	6,3	6,8	6,9	...
Servicios										
Turistas extranjeros (acum. 12 meses)	16,0	3,0	6,9	3,5	...	3,0	3,0	2,8	...	...
Índice de confianza en los servicios (valor)	13,3	14,1	16,9	12,6	15,4	12,2	15,7	16,0	14,4	12,6
Consumo										
Ventas comercio minorista	4,1	4,2	2,6	5,2	4,3	4,2	5,9	5,3	1,8	...
Índice coincidente del consumo privado	2,7	2,4	2,2	2,0	1,7	1,9	1,8	1,7	1,5	...
Índice de confianza de los consumidores (valor)	-0,1	0,6	-0,2	-1,7	-8,3	-2,2	-7,2	-8,3	-9,5	-9,3
Mercado de trabajo										
Población ocupada	3,3	2,3	2,1	1,6	...	1,5	1,5	1,4	1,1	...
Tasa de paro (% de la población activa)	8,9	7,0	6,7	6,7	...	6,6	6,6	6,5	6,4	...
PIB	2,8	2,1	2,1	1,7	...	1,7	...	...	...	...

Precios

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

	2017	2018	3T 2018	4T 2018	1T 2019	12/18	01/19	02/19	03/19	04/19
General	1,4	1,0	1,4	0,8	0,8	0,7	0,5	0,9	0,8	0,8
Subyacente	1,1	0,7	0,8	0,5	0,8	0,6	0,8	1,0	0,7	0,8

Sector exterior

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

	2017	2018	3T 2018	4T 2018	1T 2019	12/18	01/19	02/19	03/19	04/19
Comercio de bienes										
Exportaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	10,0	5,3	7,0	5,3	...	5,3	4,8	4,7	...	...
Importaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	13,5	8,0	8,6	8,0	...	8,0	8,4	8,7	...	...
Saldo corriente	0,9	-1,2	-0,4	-1,2	...	-1,2	-1,4	-1,9	...	...
Bienes y servicios	3,5	2,0	3,1	2,0	...	2,0	1,6	1,1	...	...
Rentas primarias y secundarias	-2,6	-3,2	-3,5	-3,2	...	-3,2	-3,0	-3,0	...	...
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	2,7	0,9	1,6	0,9	...	0,9	0,7	0,2	...	...

Crédito y depósitos de los sectores no financieros

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

	2017	2018	3T 2018	4T 2018	1T 2019	12/18	01/19	02/19	03/19	04/19
Depósitos ¹										
Depósitos de hogares y empresas	1,7	3,8	4,4	4,2	...	4,7	5,0	4,7	...	...
A la vista y ahorro	15,7	14,3	13,6	14,6	...	16,2	14,9	13,4	...	...
A plazo y preaviso	-5,8	-3,0	-2,1	-3,1	...	-3,3	-2,0	-1,6	...	...
Depósitos de AA. PP.	1,3	-1,9	1,0	-9,9	...	-32,3	-15,7	-12,4	...	...
TOTAL	1,6	3,5	4,2	3,4	...	2,7	4,0	3,9	...	...
Saldo vivo de crédito ¹										
Sector privado	-4,0	-1,7	-1,4	-1,8	...	-2,1	-2,7	-2,5	...	...
Empresas no financieras	-6,5	-3,8	-3,7	-4,5	...	-4,5	-6,0	-5,6	...	...
Hogares - viviendas	-3,1	-1,5	-1,2	-1,3	...	-1,7	-1,5	-1,4	...	...
Hogares - otras finalidades	0,9	4,5	5,8	5,2	...	4,2	3,5	3,4	...	...
Administraciones públicas	9,3	2,4	-12,4	-11,6	...	-12,9	-13,5	-13,4	...	...
TOTAL	-3,5	-1,6	-1,9	-2,3	...	-2,6	-3,2	-3,0	...	...
Tasa de morosidad (%)²	13,3	...	11,3	...	...	9,4	...	...	...	...

Notas: 1. Datos agregados del sector bancario portugués y residentes en Portugal. 2. Dato fin del periodo.

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

Perspectivas de la economía europea a medio plazo: menor crecimiento, pero con margen de mejora

- El crecimiento de la eurozona en los próximos años será inferior al del anterior ciclo expansivo.
- Existen factores estructurales (baja productividad, envejecimiento y desajustes en el mercado laboral) que limitarán las perspectivas económicas a medio plazo.
- Los *buffers* de la eurozona han mejorado después de la crisis, pero la persistencia de algunos desequilibrios dificultará su reconstrucción plena.

Perspectivas económicas a medio plazo: un menor crecimiento

Más allá de las fluctuaciones cíclicas a corto plazo, ¿qué podemos esperar de la economía europea a medio plazo? Esta pregunta cobra especial relevancia ante la desaceleración de la actividad europea en los últimos trimestres y la expectativa de que seguirá avanzando a un ritmo más moderado en los próximos meses (esperamos un crecimiento de la eurozona por debajo del 1,5% en 2019 tras el 2,5% de 2017 y el 1,8% de 2018).

De hecho, tal y como podemos observar en el primer gráfico, el crecimiento de la economía europea ha seguido una trayectoria descendente desde 2017 y, en los últimos dos trimestres de 2018, se ha situado netamente por debajo de su potencial, algo que no sucedía desde la crisis de deuda soberana de 2012. Esta evolución a la baja ha estado en buena parte condicionada por un encadenamiento de *shocks* adversos (tensiones comerciales, el *brexit*, huelgas, meteorología, problemas en el sector del automóvil, etc.), pero ante la elevada sensibilidad que ha mostrado la economía europea a dichos *shocks* debemos analizar cuán sólidos son los cimientos en los que se asienta la actividad. Mirando al futuro, esperamos que, en los próximos años, el crecimiento de la eurozona sea positivo –gracias a la robustez de la demanda interna– pero moderado, y que se sitúe por debajo del anterior ciclo expansivo (crecimiento del 2,2% entre el 2000 y 2007).

Además, los riesgos están sesgados a la baja. Por un lado, el menor apoyo del entorno exterior, debido a la desaceleración de la demanda global, dificultará que las exportaciones vuelvan a crecer a ritmos elevados en los próximos años. Por el otro, la incertidumbre política ha venido para quedarse y seguirá bien presente, ya sea por el *brexit* o por la polarización política. Esta tendencia la podemos observar en la evolución del índice de incertidumbre construido por los académicos Baker, Bloom y Davis para la eurozona: entre 2017 y 2018 se situó en los 215 puntos, algo por encima del promedio de 2013-2016 (192) y muy superior al promedio del anterior ciclo expansivo (100 puntos de promedio en 2000-2007).

Para mirar en más detalle las perspectivas económicas de la eurozona a medio plazo, una buena guía es analizar su PIB potencial: lo que puede producir la economía europea de forma sostenible, es decir, sin generar presiones que alejen la inflación de su objetivo ni otros desequilibrios. En el segundo gráfico podemos observar que, según nuestras estimaciones, el crecimiento potencial de la eurozona se emplazará en el próximo lustro en niveles alrededor del 1,5%. Se trata de cotas significativamente menores que en el periodo precrisis (algo por encima del 2,0%) y también por debajo de lo que esperamos para EE. UU. (1,9%).

PIB potencial *

Variación interanual (%)



Nota: * Estimaciones de la eurozona propias a partir de un filtro de Hodrick-Prescott con los datos de crecimiento económico de la eurozona y las previsiones de CaixaBank Research. Estimaciones de EE. UU. del Congressional Budget Office (CBO).

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

Eurozona: PIB

Variación intertrimestral (%)



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

¿Qué factores están detrás de este patrón de crecimiento más moderado? La respuesta la encontramos en una serie de factores estructurales que limitarán el crecimiento a medio plazo. Se trata fundamentalmente de la evolución de la productividad, de la demografía, de la inversión y de algunos desajustes en el mercado laboral.

Empezando por la productividad, según las estimaciones de la Comisión Europea, el crecimiento promedio entre 2018 y 2020 de la productividad total de los factores será del 0,7%, pero con tendencia decreciente (aunque en línea con el 0,73% de promedio de los últimos 20 años, excluyendo los años de la crisis) y por debajo del que se espera en EE. UU. (1,1% en promedio entre 2018 y 2028). En este sentido, uno de los lastres del dinamismo de la productividad es la difusión: los estudios

muestran que la productividad crece en aquellas empresas que ya son más productivas, pero ello no se filtra al resto de la economía.¹

En cuanto a la demografía, el impacto del envejecimiento de la población ya empezará a dejarse notar. No en vano, se estima que la tasa de dependencia² aumentará entre 2017 y 2026 en 5,4 p. p. por la jubilación de los *baby boomers*, hasta alcanzar una cifra que casi duplicará la del periodo 2009-2017. El envejecimiento de la población tendrá un impacto indudable en el crecimiento económico debido a la reducción que implica de la fuerza laboral. Además, este fenómeno también puede reducir el crecimiento de la productividad europea, medida con la productividad total de los factores.³

Respecto a la inversión, es uno de los componentes que se ha mostrado más dinámico en la recuperación económica. Sin embargo, se espera que su crecimiento se ralentice en los próximos años (tras un crecimiento del 3,3% en 2018, el BCE espera que crezca un 2,2% en 2019-2021, inferior en 0,6 p. p. al crecimiento en 2000-2007) debido a un impacto moderado de la incertidumbre geopolítica sobre el sentimiento empresarial y a un gradual endurecimiento de las condiciones financieras.

Finalmente, se estima que el paro estructural en la eurozona todavía se mantendrá en cotas relativamente elevadas (la Comisión Europea proyecta una tasa del 7,8% en 2020). El hecho de que ello contraste con un aumento de las dificultades de las empresas para cubrir sus vacantes con trabajadores que dispongan de las cualificaciones deseadas es un síntoma de que existen desajustes entre demanda y oferta de habilidades en el mercado laboral que pueden limitar la producción en el futuro: en 2030 solamente el 36,5% de los trabajadores de la UE serán altamente cualificados, pero se espera que 4 de cada 5 nuevos empleos creados requerirán una cualificación elevada debido en buena parte al proceso de cambio tecnológico.⁴ De ahí la importancia de mejorar el capital humano de los trabajadores.

Análisis de los mecanismos de la eurozona para acomodar los riesgos a los que se enfrenta

Más allá del crecimiento potencial, es importante analizar las capacidades de la eurozona para encarar los próximos años y estar bien equipada para afrontar con garantías la siguiente recesión. Como veremos, se produjeron progresos significativos tras la crisis, pero, para los próximos años, nos encontramos ante unas perspectivas de avances muy lentos debido a que los *buffers* en sus distintas dimensiones (fiscal, posición externa y política monetaria) se están reconstruyendo lentamente y a un diseño institucional incompleto (para un análisis exhaustivo sobre este factor véase el siguiente artículo [«Integración europea: los próximos cinco años... y las décadas siguientes»](#) de este mismo Dossier).

En relación con las finanzas públicas, la deuda pública ha disminuido de forma moderada (del 94% del PIB en 2014 hasta una proyección de la Comisión Europea del 83% en 2020) gracias al crecimiento económico y las condiciones financieras laxas (no a una mayor consolidación fiscal), pero todavía se mantiene en niveles elevados y por encima del umbral de seguridad que uno de los criterios del Tratado de Maastricht fija en el 60%. Además, la heterogeneidad entre países es elevada y la mayoría de los periféricos cuentan con niveles de deuda pública superiores al 90%, lo que reduce el margen para implementar políticas anticíclicas en caso necesario, especialmente ante la falta de avances en relación con una mayor integración fiscal.

En cuanto a la posición externa, la Comisión Europea espera que el conjunto de la eurozona mantenga un superávit por cuenta corriente por encima del 3% en los próximos dos años, aunque de nuevo esta cifra enmascara importantes heterogeneidades: algunos países (como Alemania o Países Bajos) mantienen unos superávits considerables, mientras que la periferia, después de una corrección muy notable, registra situaciones más próximas al equilibrio. En este sentido, será importante que los países periféricos mantengan unos niveles de competitividad que les permitan consolidar los superávits externos y reducir, de esta manera, su deuda externa.

Finalmente, en política monetaria, sería deseable subir los tipos de interés cuando las circunstancias lo permitan para disponer de un colchón adicional que permitiera bajar los tipos cuando la situación económica se complique. En este sentido, no resulta conveniente prolongar los tipos en niveles tan bajos como los actuales más allá de lo imprescindible, aunque todo apunta a que la normalización monetaria irá a un ritmo muy lento y que no podremos contar con un colchón abultado en el plano de la política monetaria.

Las elevadas asimetrías en las tasas de crecimiento de los distintos países en la última crisis económica (véase en el último gráfico la caída de la sincronización en la crisis financiera) ya mostraron las limitaciones para ofrecer una respuesta de política económica común que pudiera funcionar de forma generalizada. Por desgracia, la reconstrucción incompleta de los *buffers* y la falta de avances sustantivos a nivel institucional sugieren que las capacidades para hacer frente a *shocks* adversos todavía no son lo suficientemente robustas y que el actual patrón de crecimiento será vulnerable, si no se toman medidas, a la aparición de nuevos *shocks*.

Javier Garcia-Arenas

Sincronización del ciclo económico en Europa



Nota: * Suma ponderada de las desviaciones estándar de cada país menos el crecimiento promedio de la UE o la eurozona. Como método de ponderación, utilizamos el peso de cada país en términos del PIB nominal.

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

1. Véase Andrews, D., Criscuolo, C. y Gal, P. (2016). «The global productivity slowdown, technology divergence and public policy: a firm level perspective», Hutchins Center Working Paper.

2. Proporción de población mayor de 65 años respecto a la que se encuentra en edad de trabajar, entre los 16 y los 64 años.

3. Véase Aiyar, S., Ebeke, C. y Shao, X. (2016). «The impact of workforce aging on European productivity», IMF Working Papers.

4. Véase Chatzichristou, S. (2018), «The future of skills: what does data tell us?», presentación de la European Center for the Development of Vocational Training.

Integración europea: los próximos cinco años... y las décadas siguientes

- Se dan las condiciones de base para un nuevo salto adelante en el proceso de integración europea, pero es poco probable que ello suceda en los próximos cinco años.
- La eurozona avanzará en completar su marco institucional, especialmente en el ámbito de la unión bancaria.
- En defensa, la relación con China y migración está estableciendo una base política para la toma de decisiones conjunta (aunque esta todavía queda lejos).

Un momento desafiante

La UE afronta años decisivos, en eso parece existir consenso, y esbozar el futuro es hoy, más que nunca, tan difícil como impredecible. Para encarar este ambicioso ejercicio, intentemos de entrada esbozar una descripción estilizada, que podría ser la que sigue. En un momento de cambio en el orden global sin excesivos precedentes en décadas, el principal poder hegemónico, EE. UU., se plantea revisar su función en el sistema mundial y reducir su vinculación, en formas todavía poco definidas, con las instancias multilaterales que han definido el orden institucional liberal. Asimismo, EE. UU. y su principal contendiente parecen situarse más en vías de colisión que de cooperación y, en esta tesitura, Europa se interroga sobre su papel en el mundo. La situación económica se encuentra al frente del debate, ya que Europa encapsula muchas de las dificultades de afrontar las transformaciones estructurales que afectan a las economías industrializadas. Finalmente, la creciente polarización política tiene un campo de expresión importante en críticas al propio proyecto de integración europea. ¿Les suena la música? Claro, responderán, ya que sintetiza, al menos en parte, algunas de las características del presente.

Y, sin embargo, lo que aquí se describe es, de hecho, la situación de la Comunidad Económica Europea a principios de la década de 1970. En ese momento, la retirada del multilateralismo de EE. UU. tomó la forma de la ruptura del sistema de Bretton Woods y del patrón oro en 1971. Eran tiempos difíciles, EE. UU. estaba perdiendo la guerra de Vietnam y el país debatía cómo afrontar sus problemas, con lo que la tentación aislacionista era una opción poderosa. El rival que se mencionaba sin nombrarlo era, por supuesto, la Unión Soviética. Ahora sabemos que ya entonces era un gigante político con pies de barro, pero en ese momento no se percibía así, y en Europa el debate era cómo incrementar la colaboración con la URSS y sus socios sin poner en peligro la defensa que procuraba EE. UU. En el terreno económico, las presiones de fondo eran, básicamente, cómo gestionar importantes cambios por el lado de la oferta o, en otras palabras, cómo transitar de la industrialización a los servicios. Dicha gestión pasaría a ser totalmente prioritaria cuando empezasen a producirse los *shocks* del petróleo en los siguientes años. Finalmente, la confluencia de mayor polarización y de crítica del proyecto europeo se resumió, entonces, en la expresión de «euroesclerosis». ¿Qué hubiésemos dicho entonces sobre las perspectivas inmediatas de la integración europea? Probablemente no hubiéramos sido demasiado optimistas, ¿verdad?

En cambio, en las dos siguientes décadas se iban a producir algunos de los saltos de mayor calado de la historia de la integración europea. Así, la Comunidad Económica Europea pasó a ser la Comunidad Europea para después reformularse como Unión Europea. Una Unión de 9 miembros se convirtió en la Europa de los 15 y se preparó la ampliación al Este, que daría lugar a la actual UE de 28 miembros. La integración económica, tímidamente conseguida mediante el mercado común, se tornó en el mucho más completo mercado interior. Y, finalmente, se fraguó la actual Unión Económica y Monetaria (UEM). En definitiva, los años ochenta y noventa fueron una auténtica época dorada de la integración europea.

Las lecciones del pasado

Este pequeño guiño al lector de comparar la actualidad con la situación cinco décadas atrás tiene más envidia que la aparente conclusión de que el exceso de pesimismo, en el pasado, fue un mal predictor de lo que seguiría. Siendo cierto esto, lo que aquí se defiende es que los factores que entonces actuaron podrían ser similares a algunos elementos que hoy en día están activos. Para extraer todo el potencial a este pequeño ejercicio comparativo, primero empezamos por describir qué entendemos por integración europea. Aunque la integración es un proceso multidimensional y, por ello, difícil de reducir a una única medida, podemos captar la esencia de la experiencia europea mediante un indicador de integración de los países de la UE. Como muestra el gráfico adjunto, el proyecto europeo ha seguido una tendencia sostenida hacia una mayor integración (no hay retrocesos), que en algunos momentos se ha visto acelerada por saltos importantes. ¿Cuáles son los factores que explican esta dinámica?

En primer lugar, opera el mecanismo que podemos llamar endógeno o «funcionalista». Mediante este mecanismo, la integración que se inicia en ámbitos de carácter relativamente técnico, como el acero y el carbón o el comercio, se expande a otros ámbitos complementarios, como la armonización de regulaciones o la libertad de movimiento de los factores productivos. En segundo

lugar, otro determinante son los cambios en la configuración del orden mundial. Así, la bipolaridad que se gestó tras la Segunda Guerra Mundial (1945) dio paso a la unipolaridad que siguió a la caída del Muro de Berlín (1989) y a la actual nueva multipolaridad en ciernes. Estos cambios del sistema de gobernanza mundial, aunque poco frecuentes, han comportado en el pasado que la UE haya tenido que desarrollar nuevas competencias como actor global. El tercer factor que en el pasado ha incidido en el progreso de la integración europea es la existencia de cambios económicos que exigen capacidad de reforma estructural. Estos cambios pueden ser profundos y dilatados en el tiempo, como la terciarización que cambió la estructura productiva de las economías europeas en los años setenta y ochenta, o más puntuales, como la doble recesión de 2008-2009 y 2012-2013. Ante estas transformaciones económicas, la integración europea ha jugado un papel a dos niveles diferentes. Por un lado, la experiencia ha demostrado que muchas veces el desgaste político que supone realizar las reformas exigidas es más asumible internamente si se explica como resultado de las exigencias de una instancia supranacional. Por el otro, y seguramente más importante, muchos de los procesos de cambio estructural requieren de respuestas de políticas públicas que solo son óptimas a nivel supranacional.

Ahora estamos en condiciones de analizar las dos «décadas doradas» de la integración europea. Así, tal y como se puede apreciar en el gráfico, la necesidad de garantizar que el neonato mercado común de 1968 sobreviviese a los *shocks* de oferta de los años setenta y al abandono de los tipos de cambio fijos generó un primer intento de integración monetaria, el Sistema Monetario Europeo, cuyo funcionamiento fue estable en ciertos periodos pero volátil en otros. Esta disfuncionalidad creó la necesidad de un modelo de integración monetaria más completo, la actual UEM. Además, a lo largo de la complicada década de 1980, las economías europeas afrontaron simultáneamente un fuerte cambio de modelo productivo (la llamada «reconversión industrial» no fue privativa de la España de su época) en el mencionado contexto de *shocks* del petróleo y la entrada en la compleja situación de la estanflación. Ello hizo evidente la necesidad de hacer un salto adelante en materia de integración económica y convertir el mercado común en el actual mercado interior. El mercado interior exigió un esfuerzo de liberalización sin precedentes y, también, alejar la amenaza de las devaluaciones competitivas de forma definitiva, lo que a su vez convertía a la UEM en un complemento irrenunciable.

Esta vez no es diferente (quizás)

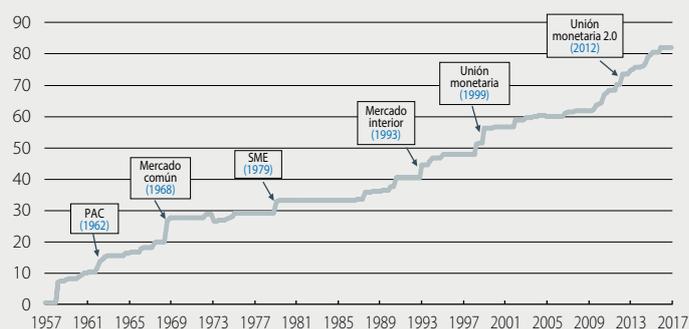
Hasta aquí el ejercicio de comparativa histórica. Si aceptamos que hemos sido capaces de explicar de forma razonable el pasado, ¿qué podemos decir del futuro? Tal y como se desprende del inicio de este artículo, la premisa básica es que volvemos a encontrarnos con factores que en el pasado han comportado saltos adelante en el proceso de integración europea.

¿Cuáles son estos factores? En primer lugar, el elemento quizás más notorio es el cambio de polaridad global, con la transición hacia un mundo multipolar, de carácter claramente asimétrico: EE. UU. va a seguir siendo, por mucho tiempo seguramente, el poder hegemónico, pero el ascenso de China y el activismo de muchos poderes medianos, como Rusia e India, dista mucho del llamado «momento unipolar» de la década de 1990. Antes decíamos que, en el pasado, en un contexto similar, Europa fue asumiendo paulatinamente su rol como actor global. Lo hizo de forma vacilante a veces, otras con escasa convicción, pero de forma ineludible al final. Es probable que ahora también se siga una senda igual de borrosa. En segundo lugar, otro elemento que parece repetirse son las dinámicas a largo plazo que afectan a la economía. Si antaño fue la terciarización, esta vez se trata de la disrupción tecnológica que comportan la digitalización, la transición demográfica y el cambio climático. La respuesta natural a estos tres ámbitos debería darse desde una dimensión transnacional, algo que la UE ya está y continuará haciendo (ciertamente, con diferencias en función del ámbito). Finalmente, un tercer elemento que se repite es el propio desarrollo endógeno de la integración: en determinados ámbitos, el efecto de desbordamiento, o de complementariedad, no está finalizado y va a seguir fructificando en nuevos avances.

¿Implican estos tres factores que estamos a las puertas de una nueva etapa de integración europea intensa? Depende de cómo definamos «puertas». Si entendemos que estamos traspasando el dintel, seguramente no, pero si tomamos una perspectiva temporal más amplia, la respuesta puede ser más asertiva. La clave radica, por supuesto, en aquellos nuevos elementos que distinguen la situación actual de la del pasado. El más importante, de largo, es el de la heterogeneidad de preferencias: existe una evidencia

Índice de integración europea

Nivel (100 = valor máximo)



Nota: El índice es una medida de integración de los países de la UE que considera nueve ámbitos de coordinación europea: mercado común, mercado interior, instituciones supranacionales, unión económica, unión financiera, unión fiscal, coordinación de la política monetaria, unión monetaria y legitimidad democrática.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Dorrucchi, E. et al. (2015). «The Four Unions 'PIE' on the Monetary Union 'CHERRY': A New Index of European Institutional Integration». ECB Occasional Paper, 160.

empírica creciente, además de la percepción pública, que las preferencias políticas en muchos ámbitos son más polarizadas que en el pasado.¹ Esta polarización también tiene, como no puede ser de otra manera, su expresión en la demanda de integración europea, y se da con especial intensidad en aquellos ámbitos donde se debería avanzar más en la integración europea. ¿Por qué esta polarización puede modificar de forma apreciable la dinámica de la integración europea? Se suele argüir que la expresión política de dicha polarización puede alterar el funcionamiento habitual de las instituciones comunitarias. Sin negar la mayor, lo que aquí se apunta es más profundo. Recordemos que uno de los factores clave para el avance ininterrumpido de la integración europea es el mecanismo funcionalista, es decir, el que lleva de un ámbito de integración, usualmente técnico, a otro complementario. Así se pasa, por ejemplo, del mercado común al mercado interior, y de este a la UEM. La clave de este proceso es que, en estos ámbitos, confluyen dos realidades: existen economías de escala en el ámbito en cuestión y las preferencias de los actores son (relativamente) similares. En cambio, en muchos de los ámbitos en los cuales se debe empezar a materializar la nueva etapa de la integración europea, con un mayor carácter político en muchas ocasiones, el segundo de estos elementos se diluye, ya que las preferencias en dichos temas son, de entrada, más heterogéneas, resultado de sociedades, culturas e identidades dispares. Esto siempre ha sido así, pero, si además se le suma el aumento de la polarización experimentado en los últimos años, el panorama se complica. No obstante, ello no implica que no se puedan dar avances de integración.

Aterrizaje en la agenda de la UE

¿Cuáles de estos efectos van a prevalecer en el horizonte a medio plazo? A fin de ofrecer un diagnóstico lo más detallado posible, nos hemos centrado en varios ámbitos que consideramos centrales para la UE y en los que creemos que podemos esperar novedades a medio plazo. En cada uno de ellos, hemos tratado de hacer un balance sobre qué cabe esperar para los próximos cinco años.

Unión Económica y Monetaria 2.1: margen de maniobra funcionalista

La integración monetaria es un área en la que lo que denominamos «desbordamiento funcionalista» aún tiene recorrido. La concreción más clara de ello seguirá siendo el compromiso hacia la plena unión bancaria europea, un proyecto que complementa decisivamente el diseño institucional de la UEM. Concretamente, tras establecerse los mecanismos de supervisión y resolución únicos, y tras acordarse que el fondo de rescate de la eurozona (MEDE) ejerza como prestamista de última instancia (*backstop*) para el Fondo Único de Resolución, es de esperar que en los próximos cinco años se avance en la discusión política y termine dándose luz verde al tercer y último pilar de la unión bancaria: el seguro de garantía de depósitos único a nivel europeo (EDIS, por sus siglas en inglés). Como es conocido, el objetivo del EDIS es garantizar un sistema bancario con igualdad de condiciones y ayudar a desligar el riesgo soberano del riesgo bancario, para lo que es clave la reducción de la vulnerabilidad de los sistemas nacionales de garantía de depósitos a grandes *shocks* locales. En este sentido, aquí la cuestión más delicada será hasta qué punto la voluntad política de los países permitirá alcanzar un acuerdo sobre el EDIS realmente ambicioso, que permita conseguir una mutualización plena del riesgo. Asimismo, y siguiendo la lógica funcionalista, el Eurogrupo sigue trabajando en el embrión de un mecanismo de estabilización contracíclica para la eurozona. A pesar de que su dotación puede ser limitada y de que conlleve una condicionalidad exigente (hecho que lo alejará del funcionamiento de los estabilizadores automáticos de los países miembros), puede constituir la semilla de una futura política fiscal para la eurozona en su conjunto.

Fiscalidad: preferencias de los ciudadanos por la armonización, no tanto de los decisores políticos

A tenor de las demandas de la ciudadanía, de los cambios en los modelos de negocio (que implica el cambio tecnológico) y de las necesidades recaudatorias de los estados, una fiscalidad más armonizada, especialmente en el impuesto de sociedades, es un ámbito en el cual se podría estar cerca de un cambio cualitativo. Sin embargo, aquí confluyen dos problemas distintos. En primer lugar, la heterogeneidad de preferencias entre países es notoria. En segundo, dicha heterogeneidad se traslada, en el funcionamiento institucional, a una notable dificultad para avanzar en este ámbito, toda vez que la toma de decisiones requiere la unanimidad. El fracaso reciente de la relativamente modesta propuesta del impuesto digital es un claro ejemplo de la potencia del veto. Para superar estas barreras, la Comisión Europea plantea introducir un sistema de mayoría cualificada, primero en cuestiones que suscitan más consenso, como el fraude y la evasión fiscal, para después extenderlo a otros ámbitos, como la definición de nuevos hechos imposables. En este contexto, es probable que se vean ciertos avances en esta cuestión y que el debate político sirva para afrontar nuevas ambiciones a más largo plazo.

Schengen, inmigración y seguridad interna: tema polarizador por excelencia

Como se recordará, la crisis migratoria de 2015 y la persistente amenaza terrorista han supuesto tanto un cuestionamiento *de facto* de Schengen (en 2015-2016 se reintrodujeron controles fronterizos en 9 de los 26 países que integran el área, y en la actualidad 6 de estos todavía los mantienen) como la europeización de los controles fronterizos externos. Además, en materia migratoria, se han

1. Véanse, por ejemplo, Gentzkow, M. (2016). «Polarization in 2016». Toulouse Network for Information Technology Whitepaper. Y Rodrik, D. (2018). «Populism and the Economics of Globalization». *Journal of International Business Policy*, 1-22.

tomado medidas de carácter puntual que buscan reducir la entrada de inmigrantes irregulares. Finalmente, por lo que se refiere a seguridad interna, la UE ha adoptado varias medidas en estos últimos años, como el registro de nombres de pasajeros, el endurecimiento de la regulación sobre el comercio de armas o el fortalecimiento de la lucha contra la financiación terrorista.

Sin embargo, el efecto de estas medidas no ha servido para trasladar la sensación de que la UE es un espacio más seguro que hace 10 años, mientras que sí ha servido para alimentar, de forma no siempre directa, la polarización política. Para complicar más la cuestión, la presión migratoria del sur no se reducirá en los próximos años, ya que la demografía de África Subsahariana, y los determinantes de dichos flujos, van a tender, en todo caso, a generar mayores movimientos de personas. Con todo ello, la contradicción entre el enfoque cortoplacista y defensivo que se ha venido aplicando y las dinámicas de largo plazo es ostensible. Probablemente se requiere algo de tiempo para que la ciudadanía haga suya la necesidad de un enfoque de «luces largas» sobre el movimiento de personas en el seno de la UE y desde fuera de la Unión, un tiempo que supera el horizonte de los próximos cinco años.

Defensa europea: heterogeneidad en los medios, y quizás en los objetivos

El de la defensa es un ámbito central en el que las tensiones derivadas del cambio de orden internacional para la UE como actor global se ponen especialmente de manifiesto. La reevaluación de EE. UU. de su papel en la defensa del Viejo Continente, la emergencia china y el revisionismo ruso constituyen factores que probablemente tendrán un recorrido largo y que enfatizan la necesidad de que la UE se ajuste a esta multipolaridad asimétrica que antes comentábamos. En esta cuestión, se está apenas en el inicio de un profundo debate que, en lo esencial, bascula entre dos grandes decisiones, la de avanzar hacia un instrumento que pudiese ser el origen de un futuro ejército europeo y la de redefinir el papel de los países europeos en la OTAN. Sobre la primera de estas decisiones abundan las declaraciones políticas, pero escasean las medidas concretas. Así, por ejemplo, desde Alemania y Francia, se ha reivindicado la necesidad de un ejército europeo, pero sin explicitar en qué tipo de ejército se está pensando, si en uno que dependa de las instituciones europeas y defienda el territorio de los Estados miembros (ejército europeo) o en una fuerza militar bajo el control de los Estados participantes (ejército de europeos). En este contexto, la forma más plausible que podría adoptar este ámbito de integración es mediante una cooperación reforzada en seguridad y defensa (incluida la ciberdefensa), que tenga carácter voluntario y caso a caso. La UE podría complementar los esfuerzos a nivel nacional, pero su participación en las operaciones más exigentes sería limitada y la cooperación UE/OTAN se realizaría bajo la estructura y formato actuales. Pensar en algo más ambicioso para los próximos cinco años es, probablemente, prematuro. Aunque, de nuevo, sí pueden sentarse las bases para cambios de mayor alcance en un futuro más lejano.

Lidiar con China: entre la línea dura y la pragmática

China, ya se ha puesto de manifiesto, encara por sí misma el principal cambio en el orden institucional global. Este es un juego dinámico, en el que la UE, China y EE. UU. están, de hecho, redefiniendo sus estrategias de fondo, y la forma en que se está respondiendo desde Europa es, probablemente, un anticipo de lo que podríamos ver en los próximos años. Si recuperamos el hilo argumental, una respuesta única por parte de la UE requeriría que los beneficios de dicha respuesta fuesen superiores a los costes de la divergencia de posiciones nacionales, que reflejan, a su vez, la heterogeneidad de situaciones económicas internas. Lo que se está viendo hasta el momento sugiere que dichos beneficios no son obvios para los Estados miembros, dado que prima una respuesta bilateral entre los diferentes países, o entre bloques de países, y China, al menos en los dos ámbitos cruciales, el de la reciprocidad en la apertura del mercado (que todavía toma más importancia si EE. UU. «cierra» el suyo y se produce una desviación de comercio chino hacia Europa) y el del equilibrio entre captar la inversión directa extranjera que viene de China y proteger sectores y tecnologías sensibles. Como sucede en el ámbito de la defensa, solo ahora se empieza a disponer de un esquema inicial europeo para lidiar con la cuestión, lo que sugiere más bien una etapa de discusión política que de toma de decisiones.

¿El preludeo de un cambio importante?

Retomemos las cuestiones de fondo sobre las que se interroga el presente artículo: ¿En los cinco próximos años, vamos a ver un salto adelante en el proceso de integración europea? La respuesta rápida es que se trata de un plazo demasiado breve como para que los cambios de orden internacional y los efectos de la triple transición tecnológica, climática y demográfica se traduzcan en cambios radicales en las inercias actuales de la UE. También es un horizonte temporal corto para valorar si, en el futuro inmediato, los beneficios de la integración van a verse lastrados por los costes de la heterogeneidad. Es plausible, no obstante, que en los próximos cinco años empiecen a vislumbrarse las condiciones necesarias para una aceleración, de forma todavía poco definida, de la integración europea. Esa es la conclusión que se desprende, cuando menos, de la revisión de las perspectivas de diferentes áreas en las que podemos esperar novedades a medio plazo. Históricamente, Europa ha tendido a ofrecer su cara menos proactiva justo antes de responder a los retos de forma inesperadamente ambiciosa. Este podría ser el caso, aunque, por supuesto, solo lo sabremos avanzada la próxima década.

Roser Ferrer y Àlex Ruiz

Polarización política: el fenómeno que debería estar en boca de todos

- La sociedad se ha polarizado de forma notable en los últimos años. En EE. UU. ello se manifiesta a través de una mayor distancia entre las opiniones de los votantes republicanos y demócratas. En Europa hemos identificado un aumento de los desacuerdos en torno a temas fundamentales como inmigración o la integración europea.
- Los partidos políticos también se han polarizado en las economías avanzadas, de forma especialmente pronunciada en la última década.

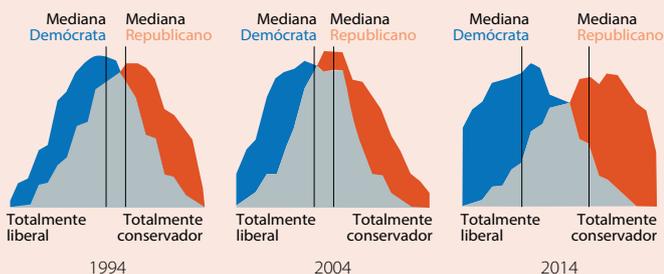
El grado de polarización política de una sociedad es una variable clave, que cuantifica hasta qué punto la opinión pública se divide en dos extremos opuestos. Tenerlo en cuenta es muy relevante: a mayor polarización, más difícil resulta generar consensos amplios entre grupos con sensibilidades distintas para acometer reformas profundas que permitan que la sociedad avance. De este modo, una polarización elevada puede dar lugar a posiciones irreconciliables, lo que dificulta la posibilidad de alcanzar acuerdos.

Cuando leemos la prensa, no es raro tener la sensación de que la polarización ha aumentado considerablemente en los últimos años. ¿Es realmente así? Para encontrar respuestas, merece la pena realizar un estudio más profundo y diferenciar entre la polarización de los votantes y la polarización de los partidos políticos, ya que ambas no van necesariamente de la mano.

Empecemos por analizar la polarización de la sociedad. En EE. UU. se ha generado en círculos académicos un debate muy enconado sobre si realmente ha aumentado la polarización del electorado. A primera vista, uno podría pensar que la respuesta es negativa: según diversos estudios,¹ la distribución de las preferencias de la sociedad en distintas dimensiones (económicas, sociales y morales) se ha mantenido muy estable en los últimos 20 años y no se observa una radicalización significativa en las posiciones.

Mayor división ideológica entre votantes demócratas y republicanos en EE. UU.

Distribución de valores políticos en una escala del -10 al +10



Nota: Se estima un índice de consistencia ideológica para los votantes a partir de 10 preguntas sobre temas económicos, sociales y morales. El índice va del -10 (totalmente liberal) hasta +10 (totalmente conservador) y se toma la distribución para el conjunto de la muestra. El área azul representa la distribución ideológica de los votantes demócratas y el área naranja la de los republicanos. El área gris es el grado de solapamiento entre ambas distribuciones. Muestra de 10.013 individuos.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la American Pew Research.

Sin embargo, si se escarba un poquito más, tal y como ha hecho el economista de Stanford Matthew Gentzkow,² se observa que la polarización sí que ha aumentado. La razón es que la correlación de las preferencias de los votantes con las del partido político con el que se identifican ha aumentado significativamente en los últimos 20 años. Dos ejemplos son especialmente ilustrativos. Primero, hace 20 años era relativamente frecuente encontrarse con votantes republicanos favorables a la inmigración o votantes demócratas contrarios a dicho fenómeno. Segundo, era mucho más común que muchas personas tuvieran visiones conservadoras en algunos temas (por ejemplo, económicos) y liberales en otros (por ejemplo, sociales). En cambio, los votantes norteamericanos han abrazado en la actualidad el ideario del partido con el que simpatizan en todas sus dimensiones. La consecuencia ha sido un alejamiento de las distribuciones de preferencias entre los votantes de los dos partidos principales (véase el primer gráfico) y un aumento de la antipatía hacia el otro bando: en 1960, el porcentaje de votantes de cada partido que desaprobaban la boda de su hijo con una persona del otro partido era exigua, pero dicho porcentaje ya se eleva al 20% actualmente. En otras palabras, la polarización del electorado ha aumentado de forma clara.

Para analizar la polarización de la sociedad en Europa, utilizamos la European Social Survey (ESS), una de las encuestas más completas para analizar las inclinaciones políticas de los ciudadanos europeos. Si analizamos la evolución de la distribución de las preferencias políticas de los europeos entre 2006 y 2016 en un continuo del 0 (extrema izquierda) a 10 (extrema derecha), observamos una gran estabilidad: las preferencias por las opciones más extremas han aumentado ligerísimamente, pero los cambios son menores. Sin embargo, sería un error extraer conclusiones precipitadas si tenemos en cuenta que la polarización puede manifestarse en temas concretos, aunque no lo haga en el tradicional espectro ideológico de un mundo que quizás ya no responda a los esquemas clásicos de izquierda-derecha.

Así, para dilucidar el grado de polarización política, construimos un índice de desacuerdo que mide el grado de discrepancia en la sociedad en temas económicos y sociales concretos. Los resultados, presentados en el segundo gráfico, no dejan lugar a dudas: actualmente la sociedad presenta un grado de desacuerdo significativamente mayor que en 2004 en temas tan variados como inmigración, multiculturalismo, integración europea, confianza en el Parlamento o satisfacción con su Gobierno. La única variable donde obtenemos un mayor consenso es en la necesidad de que las políticas públicas reduzcan las desigualdades, un hallazgo que no nos debería sorprender si tenemos en cuenta las cicatrices que dejó la crisis económica de 2008.

Así, para dilucidar el grado de polarización política, construimos un índice de desacuerdo que mide el grado de discrepancia en la sociedad en temas económicos y sociales concretos. Los resultados, presentados en el segundo gráfico, no dejan lugar a dudas: actualmente la sociedad presenta un grado de desacuerdo significativamente mayor que en 2004 en temas tan variados como inmigración, multiculturalismo, integración europea, confianza en el Parlamento o satisfacción con su Gobierno. La única variable donde obtenemos un mayor consenso es en la necesidad de que las políticas públicas reduzcan las desigualdades, un hallazgo que no nos debería sorprender si tenemos en cuenta las cicatrices que dejó la crisis económica de 2008.

1. Véase, para más detalles, Fiorina Morris, P. y Abrams, J. S. (2008). «Political Polarization in the American Public». Annual Review of Political Science 11:563-588.

2. Véase Gentzkow, M. (2016). «Polarization in 2016», Documento de Trabajo de la Universidad de Stanford.

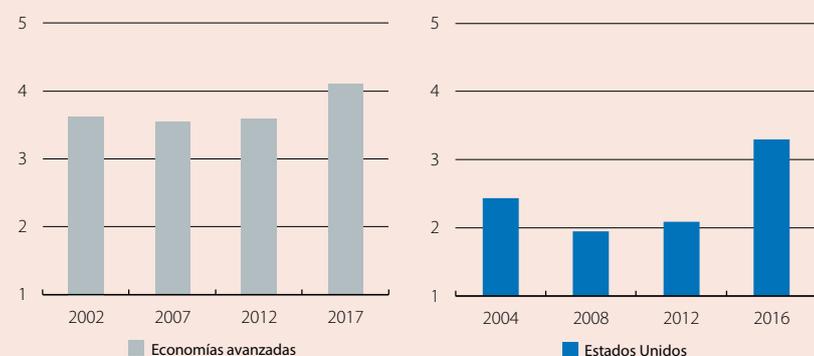
Este mayor desacuerdo sobre cuestiones fundamentales se explica, en parte, porque se han alineado las posiciones sobre algunos temas con la ideología –una explicación similar a lo que ha sucedido en Estados Unidos–. Así, por poner un ejemplo diáfano, en la cuestión migratoria, observamos que actualmente existe una correlación positiva significativa entre situarse en posiciones ideológicas conservadoras y mostrar rechazo a la inmigración, algo que no se observaba en 2004.

Con la constatación del aumento de la polarización de los votantes, no resulta sorprendente comprobar que la polarización de los partidos políticos también se haya incrementado (véase el tercer gráfico). De hecho, algunos académicos como el politólogo estadounidense de Stanford Morris Fiorina defienden la hipótesis de que es precisamente la mayor polarización de los partidos políticos la que ha marcado el paso y ha provocado un mayor distanciamiento entre las distintas sensibilidades de la sociedad. Un elemento destacado es que en la mayoría de países se ha producido un importante aumento de la polarización de los partidos políticos en los últimos 10 años. En los países avanzados, por ejemplo, la polarización de los partidos políticos ha pasado de 3,5 puntos en 2007 a 4,1 puntos en 2017; para que el lector se sitúe, en 2002, un parlamento poco polarizado como el alemán tenía un índice de 2,7 puntos y, en 2017, una Francia altamente polarizada entre Macron y Le Pen tenía un índice de 5,1 puntos.

Antes de terminar este artículo, resulta interesante profundizar en la caracterización del aumento de la polarización política que hemos constatado en la sociedad. Podemos ya identificar dos patrones geográficos que resultan muy sintomáticos y que debido a su carácter estructural invitan a pensar que la polarización política ha venido para quedarse.³ Por una parte, se ha documentado que en EE. UU. los votantes viven actualmente rodeados de personas con la misma afinidad política dando lugar a grupos más homogéneos: en 1976, menos del 25% de los ciudadanos estadounidenses vivían en distritos en los que se producían victorias arrolladoras para uno de los candidatos, mientras que en 2004 el porcentaje ya ascendía a casi el 50%.⁴ Por otra parte, cada vez existe mayor evidencia de la existencia de una brecha entre el comportamiento electoral y las preferencias y valores de las personas que viven en zonas rurales y zonas urbanas, tanto en EE. UU. como en Europa. En EE. UU., por ejemplo, las personas que viven en zonas rurales consideran que el 73% de las personas que habitan en dichas zonas comparten sus mismos valores, pero que solamente los comparten el 41% de los residentes urbanos.⁵

Polarización de los partidos políticos

Índice



Nota: El índice de polarización política ofrece una medida de cuán diferentes son los partidos políticos de un país ponderados por su representación política. Orientativamente, un parlamento poco polarizado como el alemán en el año 2002 (en el que se llevaron a cabo reformas estructurales) tenía un índice de 2,7 puntos. Muestra de todas las elecciones en la UE, EE. UU., Australia y Canadá entre 1996 y 2015. El índice de polarización va del 0 (todos los partidos se sitúan en la misma posición) al 10 (todos los partidos se sitúan en posiciones extremas).

Fuente: Estimación propia de CaixaBank Research, a partir de datos del Comparative Study of Electoral Systems.

polarización política que observamos. Se trata de un fenómeno que ha venido incubándose poco a poco y que actualmente es una realidad asentada que no tiene visos de desvanecerse a corto plazo. La mayor polarización puede incrementar el interés y compromiso de muchos ciudadanos con la política, pero también puede dificultar que se alcancen los consensos necesarios para llevar a cabo reformas estructurales. Por ello este fenómeno es una de las piedras angulares del ecosistema político actual.

Javier Garcia-Arenas

Una versión extendida de este artículo se encuentra en la web de CaixaBank Research: www.caixabankresearch.com

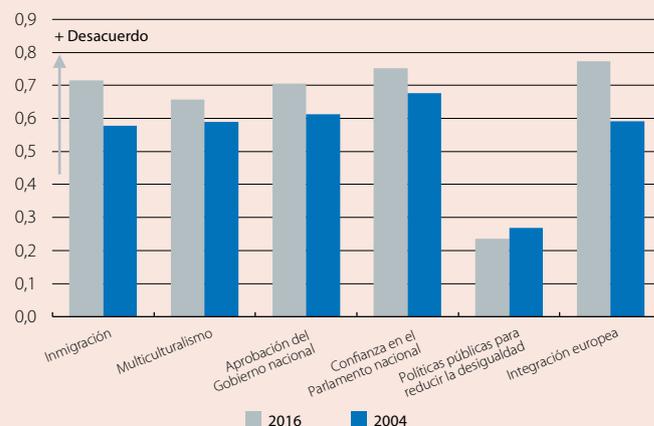
3. Para un análisis en profundidad de los factores estructurales, véase el artículo «Las raíces profundas de la polarización, o sobre la necesidad de recuperar el relato perdido» de este mismo Dossier.

4. Véase Bishop, B. (2008), «The Big Sort: Why the Clustering of Like-Minded America is Tearing Us Apart», Editorial Houghton Muffin.

5. Véase Bialik, K. (2018), «Key findings about American life in urban, suburban and rural areas», American Pew Research.

Polarización en diversas dimensiones: grado de desacuerdo*

Índice de desacuerdo (mín. = 0, máx. = 1)



Nota: * El índice de desacuerdo va de 0 (el 100% de la población tiene la misma opinión) a 1 (el 50% de la población está a favor y el 50% en contra). Formalmente, calculamos la diferencia entre el porcentaje de encuestados de la European Social Survey a favor y en contra de cada dimensión y a 1 le restamos dicha diferencia en valor absoluto y el porcentaje de personas con una opinión neutra o no definida.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la European Social Survey de las oleadas de 2016 (44.387 observaciones) y 2004 (47.537 observaciones).

Polarización: el legado de la crisis y otras fuerzas coyunturales

- La crisis financiera de 2008 y las recientes olas migratorias son dos de los factores coyunturales que han favorecido el aumento de la polarización política en Europa.
- La incidencia de la crisis financiera en el fenómeno de la polarización se estima más relevante que la de la inmigración.
- Las políticas de cohesión social podrían explicar que la influencia de la inmigración en la polarización sea menor.

La polarización política es un fenómeno al alza, en especial, en las economías occidentales. Distintas tendencias de carácter estructural se esgrimen como catalizadoras de dicho fenómeno: la globalización y el cambio tecnológico y demográfico son algunas de ellas. Pero más allá de estos elementos estructurales, algunos acontecimientos coyunturales han favorecido el rápido aumento de la polarización que, como se ve en el primer gráfico, ha aumentado de forma pronunciada y generalizada en la última década. En concreto, parece existir un claro consenso en que la crisis financiera global de 2008 y las olas migratorias de los últimos años en muchos países europeos son dos de los factores que han incrementado la polarización política en el Viejo Continente.

De las crisis financieras a la polarización política

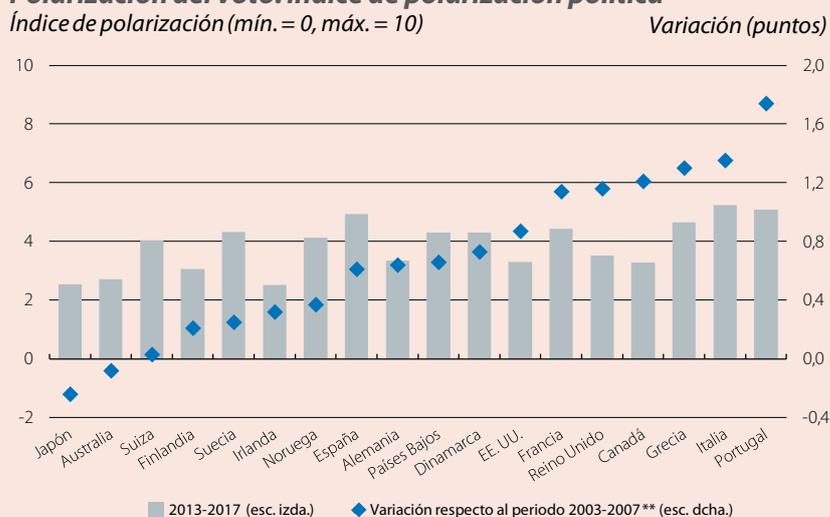
Distintos análisis empíricos demuestran que el aumento de la polarización es un fenómeno muy habitual tras una crisis de carácter financiero. Por ejemplo, uno de los artículos de referencia en esta materia, escrito por Atif Mian, Amir Sufi y Francesco Trebbi, demuestra que el aumento de la polarización en el Congreso americano es un proceso en marcha de forma ininterrumpida desde hace más de 70 años, pero también apunta que las crisis financieras lo han intensificado de forma sustancial.¹ Los elementos coyunturales, por tanto, parece que juegan un papel importante en el fenómeno que nos ocupa.

Más allá del caso estadounidense, estos mismos autores hallan, con una muestra de un cuarto de millón de individuos de un total de 60 países, que las crisis financieras tienden a radicalizar la posición política de los votantes. Particularmente, tras una crisis financiera, el porcentaje de votantes centristas y moderados disminuye, mientras que aumenta el porcentaje de derechas o de izquierdas más radical. En la misma línea, dos investigadores del *think tank* alemán Kiel Institute relacionan la crisis financiera de 2008 con el auge de partidos populistas de derechas en la palestra política europea.² Por último, en una investigación en curso muy interesante sobre la Alemania de los años treinta, se demuestra que la crisis financiera que sufrió el país a principios de esa década contribuyó decisivamente a aupar al partido nacionalsocialista en el periodo de entreguerras.³

La relación causal entre crisis financieras y polarización está bien fundamentada empíricamente, y todo apunta a que opera a través de tres canales: la pérdida de confianza en las instituciones y la clase política establecida, los conflictos de deuda que emergen y el aumento de la desigualdad.

En concreto, siguiendo el orden señalado, las crisis financieras suelen ser percibidas como un error de regulación y/o de las políticas públicas. En consecuencia, ello suele comportar una pérdida de confianza en la clase dirigente y, en última instancia, un aumento del voto hacia opciones políticas más extremas.

Polarización del voto: índice de polarización política *



Notas: * Índice de polarización de Dalton: ofrece una medida de cuán diferentes son los partidos políticos de un país ponderados por su representación parlamentaria. Orientativamente, un parlamento poco polarizado, como el alemán en 2002 (en el que se llevaron a término importantes reformas estructurales), tiene una valoración de 2,7 puntos, mientras que un parlamento más polarizado, como el griego resultante de las elecciones de 2015, obtiene una valoración de 4,6 puntos. A partir de la metodología de Dalton (2008), se han actualizado los datos disponibles en CSES para España, Italia, Grecia, Francia, EE. UU., Países Bajos, Dinamarca y Hungría.

** 2013-2017 corresponde a los datos promedio en ese periodo. De forma análoga, la variación se refiere a la diferencia entre el promedio en 2003-2007 respecto al promedio en 2013-2017.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del CSES y de Dalton, R. J. (2008). «The quantity and the quality of party systems: Party system polarization, its measurement, and its consequences». *Comparative Political Studies*, 41(7), 899-920.

1. Véase Mian, A., Sufi, A. y Trebbi, F. (2014). «Resolving debt overhang: political constraints in the aftermath of financial crises». *American Economic Journal: Macroeconomics*, 6(2), 1-28.

2. Véase Funke, M. y Trebesch, C. (2017). «Financial Crises and the Populist Right». *ifo DICE Report*, 15(4), 6-9.

3. Véase Doerr, S., Gissler, S., Peydro, J. y Voth, H.-J. (2019). «From Finance to Fascism: The Real Effect of Germany's 1931 Banking Crisis». *CEPR Discussion Paper n.º 12806*.

En segundo lugar, numerosos estudios apuntan a que la resolución de situaciones de deuda excesiva también acaba conllevando un aumento de la polarización política. En particular, los procesos de reestructuración de la deuda que afectan a personas con menos recursos tienden a provocar un rechazo al *statu quo* político.

Finalmente, el incremento de la desigualdad social, que suele ser especialmente intenso en las crisis financieras, también acaba aupando la polarización electoral.⁴

Migración y polarización

El segundo factor coyuntural que está empujando la polarización al alza es la inmigración. En el caso europeo, por ejemplo, el aumento de la inmigración (y de los refugiados) en los años 2000 coincidió con un incremento considerable del apoyo a los partidos contrarios a dicho fenómeno. En algunos países, de hecho, esta relación ya hacía algunos años que se observaba.

Así, por ejemplo, Otto y Steinhardt,⁵ en un exhaustivo estudio para la ciudad de Hamburgo, documentan una relación causal entre el aumento de la inmigración y el avance de la extrema derecha. En concreto, entre 1987 y 1998, la ciudad recibió un importante número de inmigrantes, principalmente refugiados y demandantes de asilo. Con la información de los resultados electorales en 103 distritos de la ciudad para un total de siete elecciones y teniendo en cuenta las características de las distintas zonas de la ciudad, los investigadores demuestran una relación entre el avance de los partidos de extrema derecha en los distintos distritos y el nivel de inmigración.

Como en el caso de las crisis financieras, la relación causal entre los flujos migratorios y la polarización política parece probada, pero los canales a través de los cuales opera este vínculo no siempre son compartidos por todos los expertos. En general, la literatura económica identifica cuatro canales relevantes: el canal laboral, el de beneficios sociales, el canal no económico y el político.⁶

El canal laboral se refiere al hecho de que los trabajadores domésticos pueden percibir a los inmigrantes como competidores. Con la finalidad de eliminar parte de esta competencia, los votantes apoyan a partidos políticos antiinmigración.⁷

La vía de los beneficios sociales destaca tanto la competencia que ejercen los inmigrantes en el uso de los servicios públicos sobre grupos de población ya establecidos, como la nueva redistribución de las prestaciones que se requiere ante la llegada de nuevos ciudadanos con necesidades que pueden ser muy distintas.⁸ De nuevo, el deseo de expulsar a la competencia alienta el apoyo a fuerzas antiinmigración.

El canal no-económico enfatiza que la llegada de inmigrantes despierta una mayor conciencia de la propia identidad étnica o cultural y una hostilidad hacia aquellas personas que se perciben como distintas. Esta concienciación y hostilidad es aprovechada por los partidos políticos con claros discursos antiinmigración.

El último canal, el político, señala el hecho de que la entrada de inmigrantes puede generar una mayor polarización en la medida de que la orientación política de los individuos recién llegados difiera de forma sustancial a la de la población ya establecida. Ello ocurre de forma más o menos rápida en función de cuán rápido se da el derecho a voto a los nuevos ciudadanos. Pero, en cualquier caso, se trata de una vía muy distinta a las anteriores, ya que no genera un aumento directo de las fuerzas antiinmigración.

Antes de finalizar el ámbito de la inmigración, es relevante mencionar el caso específico de los refugiados y sus efectos sobre la polarización. El motivo es que algunos estudios recientes apuntan a una relación débil entre ambos elementos si se llevan a cabo políticas que refuerzan la cohesión social. Por ejemplo, entre 2014 y 2015, algunas regiones austríacas que recibieron flujos importantes de refugiados no sufrieron el fuerte incremento en el voto a la extrema derecha que se produjo en otras regiones del país. El investigador de la Universidad de Munich Andreas Steinmayr atribuye este resultado a los esfuerzos llevados a cabo por las autoridades locales para explicar la situación de los refugiados a la población residente afectada e incentivar el contacto entre ambos grupos. Ello dio lugar a lo que algunos han venido a llamar «efecto contacto». Por el contrario, las regiones que no recibieron refugiados solamente supieron de la situación de los refugiados a través de los medios de comunicación y de los grupos políticos de carácter más contrario a la inmigración.⁹

4. El aumento de la desigualdad se observa desde hace décadas en la mayoría de países avanzados, pero se acentuó *a priori* de forma temporal, con la crisis financiera (véase el artículo [«Polarización política: el fenómeno que debería estar en boca de todos»](#) en este mismo Dossier y el artículo [«Desigualdad y populismos: mitos y realidades»](#) en el Dossier del IM01/17).

5. Véase Otto, A. H. y Steinhardt, M. F. (2014). «Immigration and election outcomes-Evidence from city districts in Hamburg». *Regional Science and Urban Economics*, 45, 67-79.

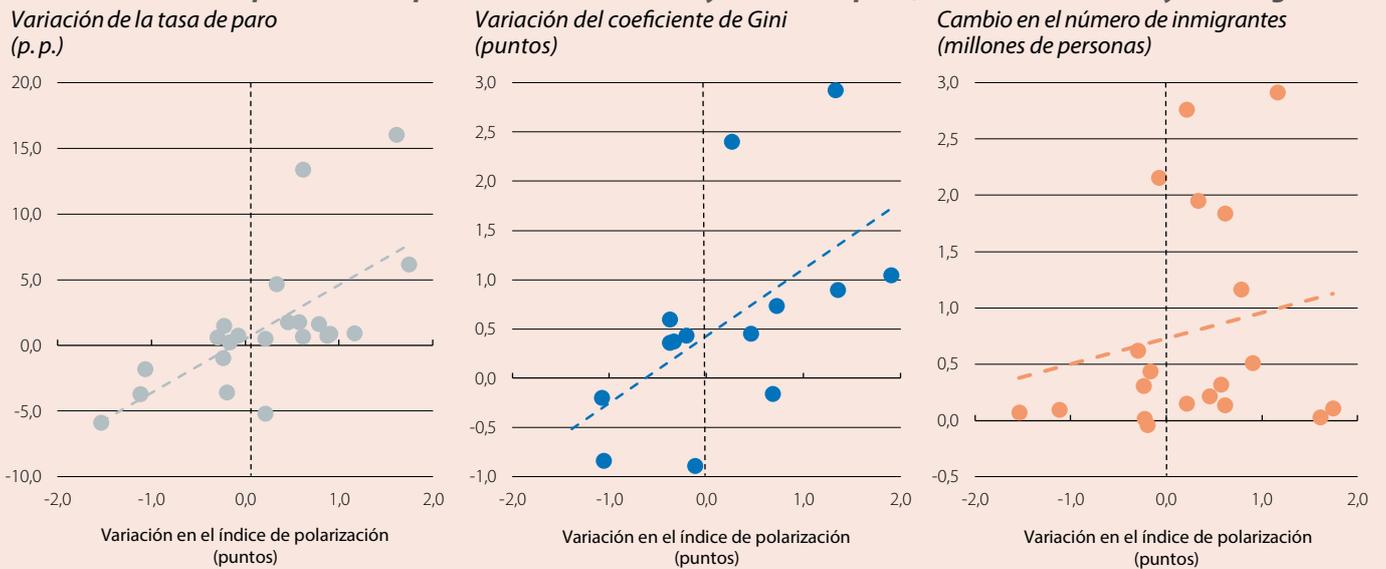
6. Entre los artículos que analizan el tema para el caso europeo, merece la pena mencionar el estudio de Card, D., Dustmann, C. y Preston, I. (2012). «Immigration, wages, and compositional amenities». *Journal of the European Economic Association*, 10(1), 78-119.

7. El impacto económico de la inmigración es mucho más complejo que la versión simplificada de un *shock* de oferta, puesto que depende de la estructura productiva del país, entre otros elementos (véase el artículo [«El impacto económico de la inmigración»](#) en el Dossier del IM10/16). Sin embargo, esta simplificación es la que suele estar detrás de la decisión de voto de muchos de los ciudadanos.

8. En ambos casos, se puede tratar de una simple percepción. En el caso del Reino Unido el efecto total de la inmigración sobre las cuentas públicas es positivo, puesto que su contribución a través de impuestos es superior a lo que reciben en prestaciones sociales (véase Dustmann, C. y Frattini, T. (2014). «The fiscal effects of immigration to the UK». *The economic journal*, 124(580), F593-F643).

9. Véase Steinmayr, A. (2018). «Contact matters: Exposure to refugees and voting for the far-right». Working Paper. Para un ejemplo en Francia, véase Vertier, P. y Viskanic, M. (2018). «Dismantling the "Jungle": Migrant Relocation and Extreme Voting in France». Working Paper.

Correlación a nivel país entre la polarización del voto * y la tasa de paro, el índice de Gini ** y la inmigración



Notas: La variación se extrae comparando los datos promedio del periodo 2017-2013 y del periodo 2003-2007. * Índice de polarización de Dalton: ofrece una medida de cuán diferentes son los partidos políticos de un país ponderados por su representación parlamentaria. A partir de la metodología de Dalton (2008) se han actualizado los datos disponibles en CSES para España, Italia, Grecia, Francia, EE. UU., Países Bajos, Dinamarca y Hungría. ** El coeficiente de Gini mide la diferencia entre una distribución simétrica de los ingresos en la población (cada habitante posee el mismo nivel de ingresos) y la distribución de los ingresos observada. Con ello, valores elevados del coeficiente de Gini reflejan mayor desigualdad.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de CSES, FMI, World Inequality Database, del Banco Mundial y de Dalton, R. J. (2008). «The quantity and the quality of party systems: Party system polarization, its measurement, and its consequences». *Comparative Political Studies*, 41(7), 899-920.

Ejercicio cuantitativo

Llegados a este punto, y para ilustrar de una forma sencilla el papel de la crisis de 2008 y de las recientes olas migratorias en el incremento de la polarización entre las economías avanzadas, utilizamos el índice de polarización a nivel de país desarrollado por Russell J. Dalton¹⁰ y lo relacionamos con la tasa de paro, el índice de Gini y el número de inmigrantes.

Intuitivamente, solemos identificar a los países que más sufrieron los efectos de la pasada crisis con aquellos que registraron mayores incrementos en su tasa de paro. Si analizamos cómo variaron ambos indicadores (polarización y paro) desde antes de la crisis hasta la actualidad por países, efectivamente, observamos que existe una correlación positiva entre ellos (véase el primer panel del segundo gráfico). En segundo lugar, como medida de desigualdad, recurrimos al coeficiente de Gini (que refleja la distribución más o menos desigual de los ingresos entre los habitantes de un país)¹¹ con la finalidad de mostrar, precisamente, el canal de la desigualdad expuesto al inicio. La correlación también es positiva para las variaciones de ambas medidas: los países con mayores incrementos en la desigualdad son también los que han mostrado mayores incrementos en el índice de polarización (véase el segundo panel del segundo gráfico). Del mismo modo, mayores flujos de inmigración también parecen estar asociados a mayores incrementos en el nivel de polarización (véase el tercer panel del segundo gráfico).

Por último, recurrimos a un simple ejercicio para estimar la sensibilidad del índice de polarización frente a los cambios en los factores coyunturales que acabamos de definir de forma conjunta.¹² Los resultados de nuestro ejercicio apuntan a que el efecto de la crisis económica, medido a través del incremento en los niveles de paro y de desigualdad, explicó alrededor de un 35% del repunte de la polarización observado desde que esta se iniciara en el año 2007. Por su parte, aumentos en los flujos migratorios tienen un efecto en muchas ocasiones no significativo. Ello estaría en consonancia con la relación más débil entre refugiados y polarización que apuntan algunas de las investigaciones señaladas.

En definitiva, el aumento de la polarización en la esfera política europea no debería sorprendernos en un entorno de considerables flujos migratorios y, en especial, tras una crisis financiera sin parangón en nuestra memoria reciente. Pero la falta de sorpresa no debe dar lugar al conformismo.

Clàudia Canals y Javier Ibáñez de Aldecoa

10. El índice de polarización utilizado ofrece una medida de cuán diferentes son los partidos políticos de un país ponderados por su representación parlamentaria. Los datos se obtienen del Comparative Study of Electoral Systems y para España, Italia, Grecia, Francia, EE. UU., Países Bajos, Dinamarca y Hungría completamos la última ola usando la metodología explicitada en Dalton, R. J. (2008) «The quantity and the quality of party systems: Party system polarization, its measurement, and its consequences». *Comparative Political Studies*, 41(7), 899-920.

11. Valores elevados reflejan una elevada desigualdad en términos de ingresos.

12. Estimamos la siguiente regresión en diferencias: $\Delta \text{Índice de polarización}_{i,t} = a + \Delta X_{i,t} \beta + \xi_{i,t}$, conteniendo la matriz $X_{i,t}$ la tasa de paro, el coeficiente de Gini y el número de inmigrantes para el país i en el periodo t . La constante a refleja la tendencia lineal creciente (elemento no coyuntural) de la polarización teniendo en cuenta así posibles correlaciones espurias originadas por la tendencia de las variables. Para testar la robustez de nuestros resultados, hemos estimado diferentes especificaciones incluyendo tendencias temporales específicas por región.

Las raíces profundas de la polarización, o sobre la necesidad de recuperar el relato perdido

- Históricamente, cuando se han producido cambios económicos profundos, la polarización política ha aumentado.
- El auge de la polarización política que observamos hoy en día tiene sus raíces en el cambio tecnológico, la globalización y el cambio demográfico.
- Las democracias liberales se enfrentan al enorme desafío de rehacer un relato común.

La polarización política ha aumentado. En algunos países, el fenómeno toma la forma de la aparición de nuevos partidos, cuya presencia en los parlamentos los torna más fragmentados que en el pasado. En otros, en cambio, la polarización se materializa principalmente en una mayor dispersión sobre temas centrales en la sociedad en el seno de sus partidos tradicionales. Y, finalmente, algunos combinan ambas expresiones del fenómeno. En Europa se han dado la primera y tercera variantes, mientras que EE. UU. es el caso paradigmático de la segunda (los votantes demócratas son más progresistas y los republicanos más conservadores que en el pasado).¹ Aunque a veces la opinión pública tiene la percepción de que el auge de la polarización política es reciente, la literatura académica tiende a avalar que, aunque se ha acelerado en las últimas dos décadas, el recorrido al alza ya es detectable desde finales de la década de los setenta. Estamos, pues, ante un fenómeno de largo recorrido que representa, se mire como se mire, un cambio estructural en las democracias liberales.

Ahora bien, ¿equivale cambio estructural a reto decisivo? ¿Encierra el aumento de la polarización riesgos de calado sobre el funcionamiento de la propia democracia? En definitiva, ¿podemos afrontar una cuestión tan central como compleja desde una perspectiva rigurosa y obtener, sino una respuesta definitiva, sí un terreno algo más firme sobre el que poder hacer aportaciones que contribuyan al debate social? Bien, intentémoslo al menos.

El pasado como guía

De entrada, veamos lo que nos dice la experiencia histórica. Una primera constatación es que, en el pasado, el aumento significativo de la polarización política ha sido un elemento presente en muchos cambios económicos y sociales profundos. Aunque los contemporáneos de cada momento no utilizaban nuestra terminología, el aumento de la dispersión de las preferencias de los ciudadanos se puede identificar en la crisis de la polis griega, en el paso de la república romana al imperio, en la crisis de la baja Edad Media, en las revoluciones burguesas del s. XVIII y del s. XIX y, por supuesto, en la debacle de los años treinta. Pero la historia nos puede dar más información: en todos estos casos, los cambios de régimen político que se produjeron se vieron acompañados por una serie de transformaciones estructurales de calado.

Específicamente, en estos episodios de aumento de la fragmentación de las preferencias políticas, se combinan algunos, o todos, de los siguientes elementos: una ampliación del área económicamente relevante para la sociedad de su momento (lo que podemos asimilar a una cierta forma de globalización), un cambio significativo de las tendencias demográficas y una transformación tecnológica. Así, por ejemplo, en el paso del mundo clásico al helénico detectamos globalización; en la caída de la república romana, demografía y globalización; en la crisis bajomedieval, demografía y globalización; en las revoluciones burguesas, cambio tecnológico, demografía y globalización, y, finalmente, en la crisis de los treinta, de nuevo los tres anteriores. Por tanto, de esta primera exploración, la histórica, se desprende tanto que la polarización política parece estar presente en muchos cambios políticos sistémicos como que la polarización parece convivir con los tres fenómenos que hemos denominado globalización, cambio tecnológico y demografía.

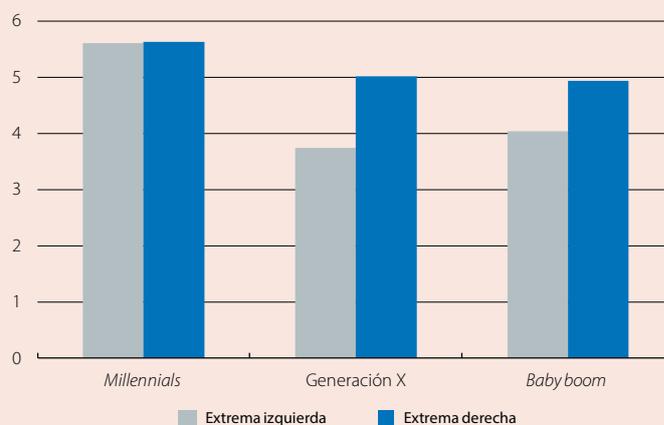
El siguiente paso en este viaje intelectual tiene que ser, precisamente, tratar de clarificar las relaciones que se pueden establecer entre globalización, cambio tecnológico y demografía, y aumento en la polarización política, ya que si fueron importantes en el pasado aún lo deberían ser más en la actualidad al estar las tres tendencias plenamente presentes. Y bien, ¿qué dice la literatura existente sobre esta cuestión? La conclusión esencial es que los tres ámbitos son significativos para explicar la polarización y que esta afirmación la podemos hacer basándonos en una evidencia empírica que, sin ser todavía abundante, sí apunta en la dirección mencionada con razonable solidez.

A vueltas con la compleja relación entre cambio tecnológico y polarización política

La transformación tecnológica incide sobre el aumento de la polarización mediante dos canales principales, el del mercado de trabajo y el de los medios de comunicación. Comencemos por el primero de estos mecanismos. En los países avanzados está

Polarización política por generaciones

Porcentaje de los encuestados (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la World Values Survey, usando la muestra disponible de países de la OCDE.

1. Para una caracterización amplia del fenómeno de la polarización política, véase el artículo «Polarización política: el fenómeno que debería estar en boca de todos» en este mismo Dossier.

estudiado que el cambio tecnológico ejerce presión y aleja las retribuciones de los grupos de trabajadores de alta cualificación respecto a los de baja cualificación, lo que a su vez se refleja en un aumento de la llamada prima educativa: si el cambio tecnológico intensifica la demanda relativa de personal altamente cualificado, y parte de esta capacitación exige niveles educativos también relativamente más elevados, es lógico pensar que se va a constatar que, a mayor nivel educativo, el salto retributivo va a ser más que proporcional. En definitiva, el cambio tecnológico contribuye a generar «ganadores» y «perdedores» que, probablemente, diferirán en sus preferencias políticas en mayor medida que en el pasado.²

No obstante, hay que manejar la relación entre desigualdad salarial y polarización política con cautela. Ciertamente, alguna medida de desigualdad suele incluirse como variable explicativa en los ejercicios empíricos que tratan de establecer los factores determinantes de la polarización.³ Los resultados son variados y, por extensión, no exentos de controversia. En términos generales podemos decir que, aunque la asociación aparente entre desigualdad y polarización es elevada, establecer de forma rigurosa la causalidad no es sencillo. Los trabajos más serios abren las puertas a una posible bidireccionalidad entre desigualdad y polarización.⁴ Se trata de un resultado que tiene lógica, toda vez que, a largo plazo, es posible que cambios en la polarización, que puede deberse a diferentes causas, pueden tener como resultado respuestas de políticas públicas que afecten a la desigualdad. Un ejemplo paradigmático es el norteamericano, en el cual el aumento de la polarización de los votantes de los dos partidos principales ha complicado la defensa de medidas de carácter redistributivo.

La desigualdad salarial tiene, a su vez, una derivada quizás menos central pero que, en EE. UU., se ha mostrado con cierta relevancia en el debate que nos ocupa: la de cambios en el «mercado» matrimonial que podrían incidir sobre el aumento de la polarización. Concretamente, la existencia de la mencionada prima educativa también parece trasladarse a una dimensión más cercana a la demografía, ya que algunos autores, como Fernández y Rogerson (2001),⁵ sugieren que se está intensificando el emparejamiento entre personas con niveles educativos más similares, lo que, en última instancia, comporta que en la sociedad empiezan a prevalecer parejas compuestas de solo «ganadores» y solo «perdedores» del cambio tecnológico, y menos de parejas «mixtas». El resultado es que las demandas políticas que derivarán de esta sociedad demográficamente más fragmentada son, previsiblemente, también más polarizadas.

Junto a la vía del mercado de trabajo, y como se ha mencionado anteriormente, el segundo ámbito importante para entender cómo los cambios tecnológicos inciden en el cambio de preferencias políticas es el canal de los medios de comunicación. Esta es una cuestión que se ha estudiado profusamente en los últimos tiempos, al calor de cuestiones como el auge de los medios digitales, la crisis del modelo de negocios de los medios convencionales o la dificultad para establecer la veracidad de la información en este nuevo ecosistema. Aunque se está lejos de llegar a conclusiones definitivas, la literatura parece convenir que, una vez constatada la fragmentación de oferta y demanda (o en términos más propios del sector, la de medios y audiencias), ambos lados del mercado se retroalimentan a través de dos mecanismos. El primero es lo que a veces se conoce como «efecto silo», es decir, que el público se autodirige hacia medios cuyo sesgo informativo tiende a reforzar los apriorismos de espectadores y lectores, lo que contribuye a aumentar la polarización de la sociedad. Un segundo elemento es lo que podría denominarse «sesgo de contenido», esto es, la basculación que se ha observado en las últimas décadas (con salvedades temporales y geográficas notorias, todo hay que decirlo) a favor del contenido de entretenimiento en detrimento de los programas y espacios propiamente informativo-políticos. Dada la prevalencia del presente en nuestras miradas, conviene recordar que esta dinámica no nace con internet, que ya tiene su edad por cierto, sino con la introducción de las cadenas de cable en EE. UU.

La globalización, acelerador de la polarización

El impacto del cambio tecnológico sobre la polarización, por tanto, opera a través de dos grandes esferas de actuación, la del mercado de trabajo y la de los medios de comunicación, pero también incide en el segundo de los determinantes estructurales que mencionábamos, la globalización. Este es un campo en el que es complejo discernir los canales causales específicos, ya que, de hecho, globalización y cambio tecnológico interactúan estrechamente. Eso se debe, en particular, al hecho de que una de las formas en las que se produce la difusión tecnológica es mediante el comercio internacional y a que la propia globalización es el resultado, al menos en parte, del cambio tecnológico. Pero a pesar de esta dificultad notoria, se han hecho intentos de cuantificar la importancia específica del comercio internacional sobre la polarización. Los resultados, incipientes porque la vía de exploración es relativamente novedosa, parecen apuntar a un efecto significativo tanto en EE. UU. como en Europa. En el primer caso, como defienden Autor y sus coautores (2016), se ha constatado que en los distritos electorales más afectados por el aumento del comercio con China han tendido a reducirse los representantes más moderados, mientras que en Europa, según Colantone y Stanig (2017), el crecimiento de las importaciones chinas se puede asociar con un mayor apoyo a posiciones políticas más polarizadas.⁶

En términos más generales, se puede defender que la globalización (más o menos reforzada por el cambio tecnológico) es un factor que refuerza, más que determina, líneas de fisura ya existentes en las sociedades occidentales. Esta es la tesis de, entre otros, Rodrik (2018),⁷ que menciona como algunos de estos puntos divisorios la oposición entre profesionales móviles y productores locales, entre regiones y sectores competitivos en la globalización de aquellos que no lo son o, la ya mencionada anteriormente, entre trabajadores cualificados y no cualificados.

2. Sobre la cuestión véase, por ejemplo, el artículo «Desigualdad y populismo: mitos y realidades», en el IM01/2017.

3. Sin ir más lejos, véase el Dossier «Polarización: el legado de la crisis y otras fuerzas coyunturales», en este mismo Informe Mensual.

4. Véase Duca, J. V. y Saving, J. L. (2016). «Income inequality and political polarization: time series evidence over nine decades», *Review of Income and Wealth*, 62(3), 445-466.

5. Fernández, R. y Rogerson, R. (2001). «Sorting and long-run inequality». *The Quarterly Journal of Economics*, 116(4), 1305-1341.

6. Véanse Autor, D., Dorn, D., Hanson, G. y Majlesi, K. (2016). «Importing political polarization? The electoral consequences of rising trade exposure». *National Bureau of Economic Research* n.º w22637. Y Colantone, I. y Stanig, P. (2018). «The trade origins of economic nationalism: Import competition and voting behavior in Western Europe». *American Journal of Political Science*, 62(4), 936-953.

7. Véase Rodrik, D. (2018). «Populism and the Economics of Globalization». *Journal of International Business Policy*, 1-22.

El vector demográfico: generaciones y migraciones

El tercer gran ámbito estructural que antes se mencionaba es el del cambio demográfico. Este es un terreno resbaladizo que se presta a lecturas simplistas, con lo que es importante ser preciso. De entrada, parece lógico pensar que si la población es más diversa que en el pasado en las sociedades occidentales, la expresión política de dichas sociedades podría ser también más heterogénea. Dos de las vías principales a través de las cuales la diversidad de la sociedad se ha materializado en las últimas décadas son la mayor polarización de valores y opiniones entre generaciones (lo que usualmente se conoce como *gap* generacional) y la fragmentación de preferencias que genera el fenómeno de la inmigración. La primera de estas cuestiones, la del *gap* generacional, ya ha sido estudiada anteriormente en las páginas de nuestro *Informe Mensual* (Murillo y Ruiz, 2018) y ante la cuestión de si son los *millennials* más «extremistas» que las generaciones precedentes, se constata que, efectivamente, en los primeros las posiciones extremas de la distribución de preferencias ideológicas están más «pobladas» que en las generaciones anteriores (conocidas como Generación X y *baby boomers*).⁸ Además, las cifras apuntan a que las posiciones de ambos lados del espectro ideológico son más extremas que las generaciones precedentes, pero lo son en prácticamente el mismo grado en izquierda y derecha. En cualquier caso, y para no sobreleer el «extremismo», conviene recordar que los *millennials* de extrema izquierda o extrema derecha son, como sucede en todas las generaciones de las que existen datos, una minoría (algo más del 11% en los *millennials*, sumados ambos extremos).

El segundo factor que ha hecho más diversas las sociedades occidentales es la inmigración. Aquí entramos en un campo trufado de prejuicios y, por tanto, debemos ser especialmente cuidadosos al separar lo que parece verosímil de lo que realmente sabemos a partir de la evidencia empírica. De entrada, hay que recordar que tener una proporción de inmigrantes significativa no implica, por sí mismo, una fragmentación política elevada. La experiencia histórica más exitosa de integración de poblaciones diversas en una comunidad de valores relativamente homogénea es la estadounidense, capaz de sumar diversidad sin dejar de conseguir lo que Francis Fukuyama denomina una identidad, es decir, el disponer de un conjunto de valores compartidos que te convierten en miembro de una comunidad (el famoso *melting pot* norteamericano).

No obstante, incluso en EE. UU., en las últimas décadas, parece haberse dado algún cambio de calado, ya que la percepción pública sobre la inmigración se ha fragmentado, tesitura que complicará seguir llegando a ese crisol común que caracterizaba al país. Así, según datos del Pew Research Center, en 1994, cuando a los votantes demócratas y republicanos se les preguntaba si la inmigración era una carga en términos de empleos perdidos y gastos sociales (así es la pregunta en la encuesta), la cuestión suscitaba prácticamente el mismo porcentaje de respuestas afirmativas en ambos grupos (con solo 2 puntos de distancia entre ambos). En cambio, en 2014, la proporción de encuestados republicanos que consideraban la inmigración problemática era 19 puntos mayor que la de los demócratas.⁹ En Europa puede estar sucediendo algo parecido, aunque con tintes propios. Según datos del propio Pew Research Center de 2018, se comprueba que, en una muestra significativa de países europeos, la opinión negativa sobre la inmigración es mayor en las colas de la distribución ideológica de derecha que en las del centro o de izquierda.¹⁰ Así, cuando se calcula la diferencia de encuestados de derecha y de izquierda que consideran que la inmigración «es una carga», los primeros superan en 23 puntos a los segundos. Parece, por tanto, que la cuestión de la inmigración es un factor importante en la forma en la que se está manifestando la polarización en el seno de los dos principales partidos estadounidenses y también en el espectro ideológico europeo.

¿Agotan estos tres factores (cambio tecnológico, globalización y demografía) todas las posibilidades explicativas? En aras de la exhaustividad, tenemos que recordar que existe un debate muy rico sobre el peso relativo de otros tipos de factores, los que se denominan culturales. En esencia, la idea de fondo es que los cambios seculares en las sociedades occidentales, como la terciarización, han comportado un doble efecto, el que se podría denominar de inseguridad económica (*de facto*, ya implícita en los factores antes mencionados en el presente artículo) y el que se presenta como aumento de la diversidad, los cuales, combinados con un aumento en décadas anteriores hacia valores posmaterialistas y socialmente progresistas, han generado lo que autores como Pippa Norris y Ronald Inglehart denominan un repliegue cultural (*cultural backlash*) de los segmentos más conservadores en materia social de los países occidentales, lo que ha contribuido a un aumento de las posiciones ideológicamente más polarizadas. Aunque la tesis está siendo sujeta a un profundo debate académico, y dista de ser comúnmente aceptada, sí que es sugerente por lo que tiene de complementar los determinantes estrictamente económicos de la polarización con otros más cercanos a los valores y otros atributos *soft*. En ejercicios similares en estas mismas páginas, se ha llegado a conclusiones semejantes: el aumento de la polarización se puede vincular, en cierta medida, con factores culturales y, por tanto, no se puede circunscribir exclusivamente a determinantes económicos.

Y a pesar de todo... el futuro no está escrito

Momento de recapitular y de otear el futuro. Si acabásemos aquí el presente artículo, la síntesis podría ser la siguiente: la historia nos dice que la polarización política está presente en muchos cambios políticos sistémicos seculares y que los factores de fondo que en el pasado han alimentado el aumento de la polarización (en particular, cambio tecnológico, globalización y demografía; quizás también los factores culturales) están activos en nuestras sociedades contemporáneas. ¿Y qué conclusión se deriva? ¿Que vamos inevitablemente a un nuevo tiempo de cambio profundo político? Aquí el lector podría estar esperando una respuesta vaga, del tipo, «el futuro, ya se sabe, tan incierto...». Pero, por una vez, y sin que sirva de precedente, se va a apostar por una conclusión sin ambages: no está escrito que ese sea el resultado inevitable. Los factores estructurales marcan una dirección, pero no determinan el destino, especialmente en sociedades que tienen la fortuna de disponer de democracia. Churchill probablemente estaba en lo cierto, la democracia es el peor de los sistemas, con la salvedad de todos los restantes. En el mismo espíritu, las actuales democracias liberales son perfectibles y renovables, es indudable, pero su calidad y, sobre todo, su potencial de mejora deberían permitir que, incluso ante una polarización creciente, se arbitren formas de crear consenso y recuperar el imprescindible relato común que toda sociedad necesita para construir su futuro.

Álex Ruiz

8. Véase el artículo «[Millennials y política: mind the gap!](#)» en el Dossier del IM04/2018.

9. Pew Research Center (2014). «Political Polarization in the American Public».

10. Pew Research Center (2018). «In Western Europe, Populist Parties Tap Anti-Establishment Frustration but Have Little Appeal Across Ideological Divide».

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:

Lo que la contratación esconde

Analizamos la evolución de la contratación indefinida y temporal en el mercado laboral español.



Los principales factores macroeconómicos para el año 2019

Nuestro economista jefe analiza el panorama económico para 2019.



El ciclo del crédito en EE. UU.: ¿cuánto debe preocuparnos?

En una fase madura del ciclo, estudiamos las potenciales vulnerabilidades financieras de EE. UU.



¿Qué será de la política fiscal estadounidense?

Analizamos cómo la política fiscal estadounidense puede condicionar el escenario en los próximos trimestres.



¿Seguirá cayendo la tasa de ahorro española?

La tasa de ahorro española ha disminuido hasta mínimos históricos. ¿Cuáles son sus perspectivas? ¿Qué colchones tienen los hogares?



La energía del futuro

Analizamos el *mix* energético del futuro y sus ramificaciones económicas, geopolíticas y financieras.



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., 2019

© Banco BPI, 2019

Diseño y producción: www.cegeglobal.com

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

