¿Un fantasma del pasado? El deterioro de la balanza por cuenta corriente española

- **Entre 2016 y el 1T 2019 el superávit de la balanza por cuenta corriente ha disminuido del 2,3% al 0,7% del PIB.**
- **Tras clasificar los componentes de la balanza por cuenta corriente en no-*core* y *core*, nuestro análisis muestra que una parte muy significativa del deterioro se debe a factores *core* (relacionados con los bienes no energéticos y los servicios no turísticos).**
- **No se pueden desligar estas dinámicas del hecho de que el contexto global se ha vuelto menos favorable, especialmente por el repunte de la incertidumbre a nivel global y ante la desaceleración del crecimiento de la eurozona.**

Entre finales de 2016 y cierre del 1T 2019 **el superávit de la balanza por cuenta corriente de la economía española ha disminuido del 2,3% al 0,7% del PIB** (cifras acumuladas de 12 meses). Aunque se mantiene un saldo superavitario, la tendencia es claramente bajista y hace que nos preguntemos: ¿qué hay detrás de este deterioro y hasta cuándo puede continuar?

Los componentes del saldo por cuenta corriente

Para afrontar estas preguntas, dividiremos el saldo por cuenta corriente en tres tipos de componentes:

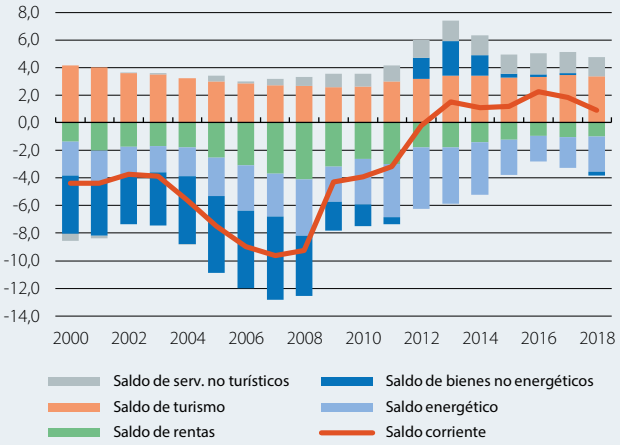
No-core. Son aquellos especialmente influidos por precios externos y sobre los que hay poco margen de actuación a corto plazo. **Incluimos en esta categoría la balanza de rentas** (cuyo déficit está muy influido por el nivel de los tipos de interés y, en concreto, por el coste del servicio de la deuda externa española, cuyo saldo vivo equivale al 167% del PIB en 2018) **y la balanza de bienes energéticos** (tradicionalmente deficitaria y muy dependiente de la evolución del precio del petróleo).[1]

Core. Son aquellos más ligados a los equilibrios internos de la propia economía española y sobre los que existe una mayor capacidad de actuación, aunque también están sujetos a la inevitable influencia de la demanda global. **Incluimos en este grupo las balanzas de bienes no energéticos** (una partida típicamente equilibrada o con ligero superávit) **y de servicios excluyendo el turismo** (tradicionalmente superavitaria).

Turismo. El superávit de la balanza turística (3,4% del PIB en el promedio de los últimos cinco años) es una de las constantes que apuntala la cuenta corriente de la economía española. Esta balanza **está influida por aspectos lejos de nuestro control** (como la agitación política en destinos rivales) **y aspectos que impactan la competitividad del sector y que se pueden gestionar internamente**. Dadas las dificultades en discernir qué fracción del superávit responde a elementos no-*core* y *core*, trataremos la balanza turística como una categoría independiente y la excluiremos del análisis. De todos modos, ello no afecta sustancialmente a los resultados, pues **el efecto de la balanza turística sobre los cambios del saldo de la cuenta corriente ha sido limitado en los últimos años**: el buen comportamiento de las exportaciones (turistas extranjeros que llegan a España) se ha visto compensado por el auge de las importaciones turísticas (residentes españoles que viajan al extranjero).

España: composición del saldo por cuenta corriente

(% del PIB)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España y el Ministerio de Economía, Industria y Competitividad.*

Las últimas décadas de la cuenta corriente española: 1995-2016

En la historia reciente de la cuenta corriente española destacan tres grandes fases (excluyendo el periodo de ajuste entre 2008 y 2012):

Finales de 1995 – finales de 2007. Se produjo un **deterioro anual promedio de 0,7 p. p. del PIB**, que se explica por un **mal desempeño de los componentes no-*core* y el aumento de las importaciones *core*** (ante las que no fue suficiente la relativa buena marcha exportadora). En

1. El precio del petróleo explica el 75% de las fluctuaciones del saldo energético entre enero de 2003 y marzo de 2019. Asimismo, el nivel de los tipos de interés explica el 59% de la variabilidad del saldo de rentas entre enero de 2010 (pasadas las fuertes oscilaciones de la Gran Recesión) y marzo de 2019 (para estimar esta cifra, utilizamos como referencia el tipo de interés soberano alemán a 10 años).

concreto, los factores no-*core* restaron –0,5 p. p., de los que 0,3 p. p. se deben a la balanza de rentas y 0,2 p. p. al encarecimiento del petróleo.

Finales de 2012 – finales de 2016. Tras el hiato de la Gran Recesión, y el consiguiente ajuste de la demanda interna con el que se alcanzó el equilibrio del saldo corriente (–0,3% en diciembre de 2012), llegó la recuperación económica y una **mejora sostenida del saldo por cuenta corriente**, que llegó al +2,3% a finales de 2016. Esta mejora anual promedio de 0,7 p. p. fue posible **gracias a unos factores no-*core* que se tornaron muy favorables** y aportaron 0,9 p. p. anuales promedio, gracias a la contribución del abaratamiento del petróleo (0,7 p. p.) y de la compresión de los tipos de interés (0,2 p. p.). **Respecto a los factores *core*, el periodo en su conjunto se caracterizó por una salud exportadora** (contribución de 0,5 p. p. de PIB anuales promedio) **que compensó una gran parte de la recuperación de las importaciones *core*** (0,8 p. p.), arrastradas por la recuperación de la demanda interna. Por su parte, en la balanza turística, los cambios en exportaciones e importaciones se compensaron.

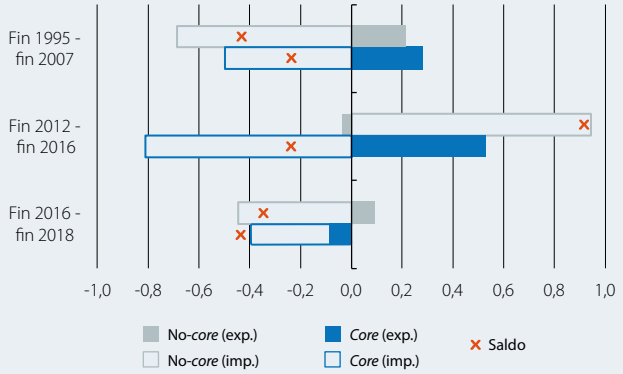
¿Qué ha pasado desde 2016?

A cierre del 1T 2019, **el superávit por cuenta corriente se había deteriorado hasta el 0,7%** (–0,8 p. p. anuales promedio), **fruto tanto de un deterioro de los componentes no-*core*** (–0,4 p. p. anuales promedio frente a los +0,9 p. p. en 2013-2016), especialmente por el encarecimiento del petróleo, **como de los *core*** (–0,5 p. p. frente a –0,3 p. p. en 2013-2016). Además, la mayor aportación negativa de los componentes *core* no se debe al tirón importador de la demanda interna (las importaciones *core* han restado menos de lo que lo hicieron entre 2013 y 2016), sino a la ralentización de las exportaciones *core*. Y es que, **a diferencia de lo que había sido la norma desde 1995, las exportaciones *core* están creciendo ligeramente por debajo del PIB** (y su contribución anual promedio a las variaciones del saldo por cuenta corriente se ha reducido en 0,6 p. p. respecto al periodo 2012-2016). Sin embargo, ello se debe, sobre todo, a la desaceleración de la demanda global y, especialmente, al menor crecimiento que exhiben los países a los que exportan las empresas españolas (véase el tercer gráfico). Asimismo, cabe destacar que los indicadores de competitividad de la economía española siguen exhibiendo una muy buena evolución. Los costes laborales unitarios respecto a los de nuestros socios europeos, por ejemplo, se mantienen cerca de los niveles más bajos de los últimos 20 años.

Al distinguir por sectores económicos, el crecimiento más moderado de las exportaciones *core* se centra en el automóvil, la alimentación y las manufacturas de consumo (su contribución ha disminuido en –0,5 p. p., –0,1 p. p. y –0,1 p. p., respectivamente), así como en los servicios no turísticos (–0,1 p. p.), que incluyen ingeniería y consultoría y propiedad intelectual. Respecto al periodo 2012-2016, el desempeño exportador de los componentes *core* solo mejora en semimanufacturas y otros bienes (0,1 p. p. y 0,2 p. p., respectivamente).

España: cambio en la contribución al saldo corriente por componentes *

Variación anual promedio (p. p. del PIB)



Nota: ** Componentes* core*: bienes no energéticos, servicios no turísticos. Componentes no-*core*: bienes energéticos y rentas. Suma acumulada de 12 meses.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España y el Ministerio de Economía, Industria y Competitividad.*

España: exportaciones y PIB de sus socios comerciales

Variación interanual (%) *Variación interanual (%)*

Nota: ** Media ponderada del PIB de los principales socios comerciales de España.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Capital Economics.*

No se puede desligar este deterioro de la cuenta corriente del hecho de que el **contexto global en el que opera la economía española se ha vuelto menos favorable** en los últimos trimestres, especialmente por el repunte de las incertidumbres geopolíticas y ante la desaceleración del crecimiento de la eurozona. En este sentido, **hay que destacar en positivo que la economía española ha conseguido mantener el superávit exterior** y que, a pesar de que este se haya moderado, se está lejos de reeditar los déficits anteriores a la Gran Recesión. No obstante, el análisis realizado en este artículo apunta a que una parte destacable del deterioro de la cuenta corriente se debe a componentes *core* y en sectores de alto valor añadido, por lo que habrá que seguir con atención la evolución de estos componentes en los próximos trimestres y el impacto sobre ellos que pueda tener la desaceleración global.

Jordi Singla