

## Un fantasma del passat? El deteriorament de la balança per compte corrent espanyola

- Entre el 2016 i el 1T 2019, el superàvit de la balança per compte corrent ha disminuït del 2,3% al 0,7% del PIB.
- Després de classificar els components de la balança per compte corrent en *no-core* i *core*, la nostra anàlisi mostra que una part molt significativa del deteriorament és deguda a factors *core* (relacionats amb els béns no energètics i amb els serveis no turístics).
- No es poden desvincular aquestes dinàmiques del fet que el context global s'ha tornat menys favorable, en especial pel repunt de la incertesa a nivell global i per la desacceleració del creixement de la zona de l'euro.

Entre el final del 2016 i el tancament del 1T 2019, el superàvit de la balança per compte corrent de l'economia espanyola ha disminuït del 2,3% al 0,7% del PIB (xifres acumulades de 12 mesos). Malgrat que es manté un saldo superavitari, la tendència és clarament baixista i fa que ens preguntem: què explica aquest deteriorament i fins quan pot continuar?

### Els components del saldo per compte corrent

Per afrontar aquestes preguntes, dividirem el saldo per compte corrent en tres tipus de components:

**No-core.** Són els components especialment influïts pels preus externs i sobre els quals hi ha poc marge d'actuació a curt termini. **Incloem en aquesta categoria la balança de rendes** (el dèficit de la qual està molt influït pel nivell dels tipus d'interès i, en concret, pel cost del servei del deute extern espanyol, el saldo viu del qual equival al 167% del PIB el 2018) i **la balança de béns energètics** (tradicionalment deficitària i molt dependent de l'evolució del preu del petroli).<sup>1</sup>

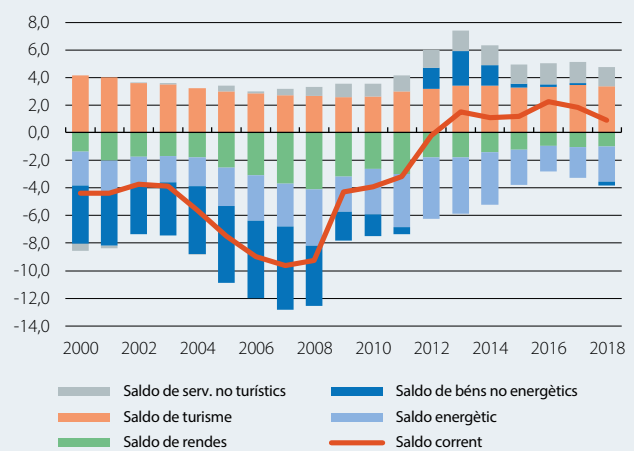
**Core.** Són els components més vinculats als equilibris interns de l'economia espanyola i sobre els quals existeix una major capacitat d'actuació, tot i que també estan subjectes a la influència inevitable de la demanda global. **Incloem en aquest grup les balances de béns no energètics** (una partida típicament equilibrada o amb un lleuger superàvit) i **de serveis sense el turisme** (tradicionalment superavitària).

**Turisme.** El superàvit de la balança turística (el 3,4% del PIB en la mitjana dels cinc últims anys) és una de les constants que apuntala el compte corrent de l'economia espanyola. Aquesta balança està influïda per aspectes allunyats del nostre control (com l'agitació política a les destinacions rivals) i per aspectes que impacten sobre la competitivitat del sector i que es poden gestionar inter-

1. El preu del petroli explica el 75% de les fluctuacions del saldo energètic entre el gener del 2003 i el març del 2019. Així mateix, el nivell dels tipus d'interès explica el 59% de la variabilitat del saldo de rendes entre el gener del 2010 (un cop superades les fortes oscil·lacions de la Gran Recesió) i el març del 2019 (per estimar aquesta xifra, utilitzem com a referència el tipus d'interès sobirà alemany a 10 anys).

### Espanya: composició del saldo per compte corrent

(% del PIB)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Banc d'Espanya i del Ministeri d'Economia, Indústria i Competitivitat.

nament. Ateses les dificultats a l'hora de discernir quina fracció del superàvit respon a elements *no-core* i *core*, tractarem la balança turística com una categoria independent i l'exclourem de l'anàlisi. De tota manera, això no afecta de forma substancial els resultats, perquè l'efecte de la balança turística sobre els canvis del saldo del compte corrent ha estat limitat en els últims anys: el bon comportament de les exportacions (turistes estrangers que arriben a Espanya) ha estat compensat per l'auge de les importacions turístiques (residents espanyols que viatgen a l'estranger).

### Les últimes dècades del compte corrent espanyol: 1995-2016

En la història recent del compte corrent espanyol, destaquen tres grans fases (un cop exclòs el període d'ajust entre el 2008 i el 2012):

**Final del 1995 – final del 2007.** Es va produir un deteriorament anual mitjà de 0,7 p. p. del PIB, que s'explica per un mal funcionament dels components *no-core* i per l'augment de les importacions *core* (davant les quals, no va ser suficient la relativa bona marxa exportadora). En concret, els factors *no-core* van restar -0,5 p. p., dels quals

0,3 p. p. són deguts a la balança de rendes i 0,2 p. p. a l'encariment del petroli.

**Final del 2012 – final del 2016.** Després del parèntesi de la Gran Recessió, i del consegüent ajustament de la demanda interna amb què es va assolir l'equilibri del saldo corrent (el -0,3% al desembre del 2012), va arribar la recuperació econòmica i una millora sostinguda del saldo per compte corrent, que va arribar al +2,3% al final del 2016. Aquesta millora anual mitjana de 0,7 p. p. va ser possible gràcies a uns factors no-core que es van tornar molt favorables i que, de mitjana, van aportar 0,9 p. p. anuals, gràcies a la contribució de l'abaratiment del petroli (0,7 p. p.) i a la compressió dels tipus d'interès (0,2 p. p.). Pel que fa als factors core, el període es va caracteritzar per una salut exportadora (contribució mitjana de 0,5 p. p. de PIB anuals) que va compensar una gran part de la recuperació de les importacions core (0,8 p. p.), arrossegades per la recuperació de la demanda interna. Per la seva banda, en la balança turística, els canvis en exportacions i en importacions es van compensar.

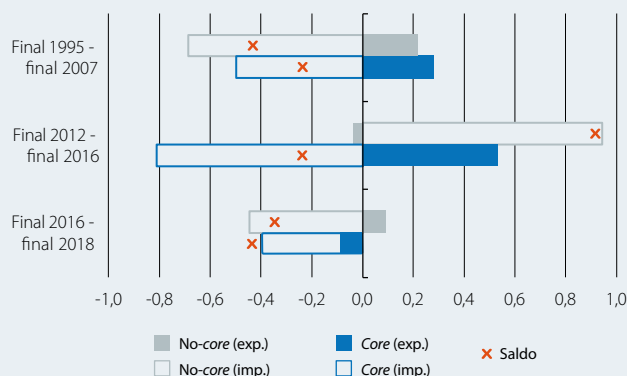
### Què ha passat des del 2016?

Al final del 1T 2019, el superàvit per compte corrent s'havia deteriorat fins al 0,7% (-0,8 p. p. anuals, de mitjana), arran d'un deteriorament tant dels components no-core (-0,4 p. p. anuals, de mitjana, en relació amb els +0,9 p. p. del 2013-2016), en especial per l'encariment del petroli, com dels core (-0,5 p. p. en relació amb els -0,3 p. p. del 2013-2016). A més a més, la major aportació negativa dels components core no és deguda a l'embranchida importadora de la demanda interna (les importacions core han restat menys del que ho van fer entre el 2013 i el 2016), sinó a l'alentiment de les exportacions core. I és que, a diferència del que ha estat la norma des del 1995, les exportacions core creixen lleugerament per sota del PIB (i la seva contribució anual mitjana a les variacions del saldo per compte corrent s'ha reduït en 0,6 p. p. en relació amb el període 2012-2016). Malgrat tot, això és degut, sobretot, a la desacceleració de la demanda global i, en especial, al menor creixement que exhibeixen els països als quals exporten les empreses espanyoles (vegeu el tercer gràfic). Així mateix, cal destacar que els indicadors de competitivitat de l'economia espanyola continuen exhibint una evolució molt positiva. Els costos laborals unitaris en relació amb els dels nostres socis europeus, per exemple, es mantenen a la vora dels nivells més baixos dels 20 últims anys.

Si distingim per sectors econòmics, el creixement més moderat de les exportacions core se centra en l'automòbil, en l'alimentació i en les manufactures de consum (la seva contribució ha disminuït en -0,5 p. p., en -0,1 p. p. i en -0,1 p. p., respectivament), així com en els serveis no turístics (-0,1 p. p.), que inclouen enginyeria i consultoria i propietat intel·lectual. En relació amb el període 2012-2016, el

### Espanya: canvi en la contribució al saldo corrent per components \*

Variació anual mitjana (p. p. del PIB)



**Nota:** \* Components core: béns no energètics, serveis no turístics. Components no-core: béns energètics i rendes. Suma acumulada de 12 mesos.

**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades del Banc d'Espanya i del Ministeri d'Economia, Indústria i Competitivitat.

### Espanya: exportacions i PIB dels socis comercials

Variació interanual (%)

Variació interanual (%)



**Nota:** \* Mitjana ponderada del PIB dels principals socis comercials d'Espanya.

**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de Capital Economics.

funcionament exportador dels components core només millora en semimanufactures i en altres béns (0,1 p. p. i 0,2 p. p., respectivament).

No es pot desvincular aquest deteriorament del compte corrent del fet que el context global en què opera l'economia espanyola s'ha tornat menys favorable en els últims trimestres, en especial pel repunt de les incerteses geopolítiques i per la desacceleració del creixement de la zona de l'euro. En aquest sentit, cal destacar en positiu que l'economia espanyola ha aconseguit mantenir el superàvit exterior i que, malgrat que s'hagi moderat, els dèficits anteriors a la Gran Recessió queden lluny. No obstant això, l'anàlisi realitzada en aquest article apunta al fet que una part destacable del deteriorament del compte corrent és deguda a components core i en sectors d'alt valor afegit, de manera que caldrà seguir amb atenció l'evolució d'aquests components en els propers trimestres i l'impacte que pugui tenir sobre ells la desacceleració global.

Jordi Singla