

¿Seguirá cayendo la tasa de ahorro española?

La economía española lleva cuatro años consecutivos creciendo por encima de la media de la eurozona. Paralelamente, la tasa de ahorro ha disminuido hasta mínimos históricos (véase el primer gráfico).¹ Aunque a primera vista ello podría sugerir un escaso margen de maniobra de los hogares para acomodar sus decisiones de consumo en caso de que el contexto económico empeore, en este artículo veremos que aún es pronto para sacar esta conclusión. Es probable que la tasa de ahorro empiece a recuperarse ligeramente en los próximos trimestres y, además, la situación financiera de los hogares ha mejorado sustancialmente respecto a los años anteriores a la crisis.

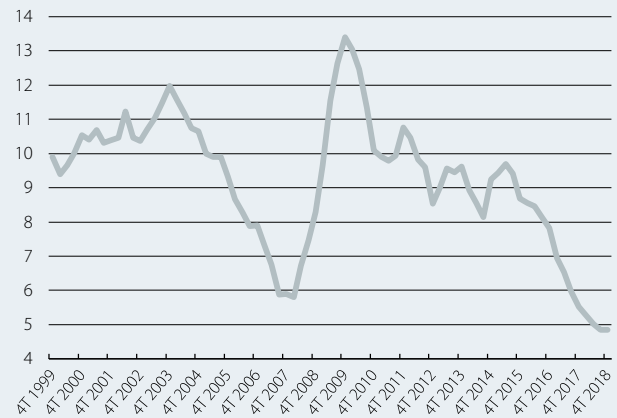
Para analizar la evolución de la tasa de ahorro debemos evaluar las perspectivas de sus dos determinantes: el consumo y la renta bruta disponible (RBD). Dada la estrecha relación entre ambas variables (el consumo se financia, en gran medida, mediante RBD), la pregunta principal es cuál será el diferencial de crecimiento entre ambas. Desde 2015, el consumo ha repuntado con fuerza y ha crecido por encima de la RBD, lo que provoca el deterioro de la tasa de ahorro. Sin embargo, nuestra previsión es que, en los próximos años, este patrón se revierta y el consumo crezca por debajo de la RBD. La razón es el desvanecimiento del efecto del «consumo embalsado»: el fuerte empuje del consumo en los últimos años se explica, en gran parte, por la materialización de planes de consumo que los consumidores habían pospuesto a lo largo de la crisis. Ahora que se han puesto al día, cabe esperar que las familias moderarán su patrón de consumo.

Para poner números a esta narrativa, en el segundo gráfico presentamos la proyección del crecimiento del consumo predicha por un modelo que tiene en cuenta factores como el crecimiento del empleo, de los salarios, de los tipos de interés y del precio de la vivienda.² Tal y como se puede ver, el modelo apunta a una moderación del consumo en 2019 y una reacceleración en 2020. La moderación del crecimiento proyectada para 2019 refleja una normalización tras su fuerte repunte entre 2015 y 2018, debido al ya mencionado efecto del «consumo embalsado», es decir, el modelo prevé un ajuste temporal del crecimiento del consumo para que este se sitúe en línea con sus factores determinantes. A su vez, el repunte proyectado a partir de 2020 refleja la finalización de este proceso de ajuste y el mayor crecimiento previsto de la RBD. En cualquier caso, el modelo prevé que el consumo crezca a ritmos sólidos en todo el horizonte considerado.

1. Definimos la tasa de ahorro como la diferencia entre la renta bruta disponible y el consumo (como fracción de la propia renta bruta disponible).
 2. El modelo captura diferencias en la sensibilidad del consumo frente a variaciones en los factores comentados. Así, según el modelo, el consumo muestra una mayor sensibilidad a cambios en el crecimiento del empleo que en el crecimiento de los salarios, los precios de la vivienda o de los tipos de interés. Para más detalle, véase «El año que viene, ¿cuánto vamos a gastar?» en el IM11/2018.

España: tasa de ahorro

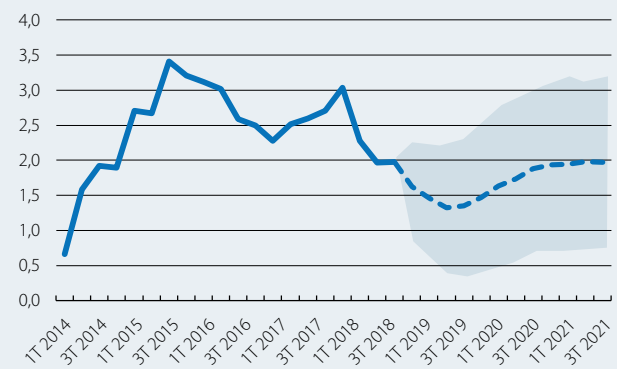
Porcentaje de la renta bruta disponible (%)



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

España: previsión e intervalos de confianza del consumo privado *

Variación interanual (%)

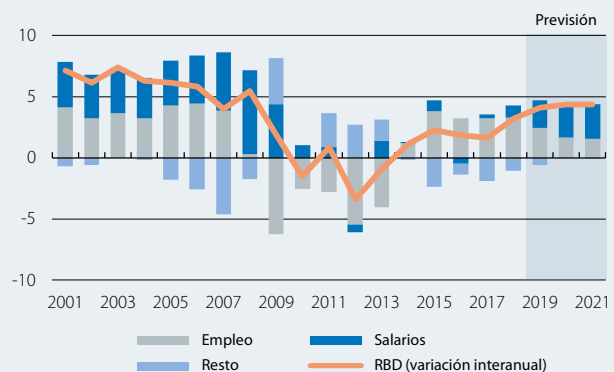


Nota: * Intervalo de confianza al 90%.

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

España: desglose de la renta bruta disponible

Contribución al crecimiento de la renta bruta disponible (p. p.)



Notas: La categoría «Resto» refleja factores como la renta de los autónomos o la evolución de los impuestos y transferencias (los mayores pagos por impuestos explican la contribución negativa de esta categoría).

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

España: proyecciones de la tasa de ahorro

Variación anual (%)

	2018	2019			2020			2021		
		Pesimista	Central	Optimista	Pesimista	Central	Optimista	Pesimista	Central	Optimista
Empleo	2,5	1,9	2,2	2,4	1,3	1,6	1,9	1,2	1,5	1,8
Salarios	1,4	1,3	2,0	2,5	1,5	2,7	3,0	1,8	2,8	3,0
Previsión tasa de ahorro	4,9	4,4	5,1	5,6	4,5	5,8	6,4	4,9	6,4	7,1

Notas: Las proyecciones de la tasa de ahorro se construyen según la evolución proyectada en cada escenario de la RBD y del consumo. Las proyecciones de la RBD se basan en supuestos del crecimiento del empleo y de los salarios (obviamos las rentas no salariales). Por la parte del consumo, tomamos el diferencial de crecimiento previsto por el modelo en los escenarios «Pesimista» y «Optimista» respecto al escenario central del modelo, y aplicamos estos diferenciales de crecimiento sobre el escenario central previsto por CaixaBank Research.

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

En cuanto a la RBD, nuestra previsión es que en los próximos años la renta de los hogares siga recuperándose y crezca en torno al 4% anual entre 2019 y 2021 (véase el tercer gráfico). Esta recuperación, que ya se ha empezado a vislumbrar en los datos disponibles de 2018, vendrá de la mano de la creación del empleo y de la recuperación del crecimiento de los salarios aunque, en la medida en la que la generación de empleo se modere, la contribución de los salarios al aumento de la RBD ganará más peso.³

Escenarios de la tasa de ahorro

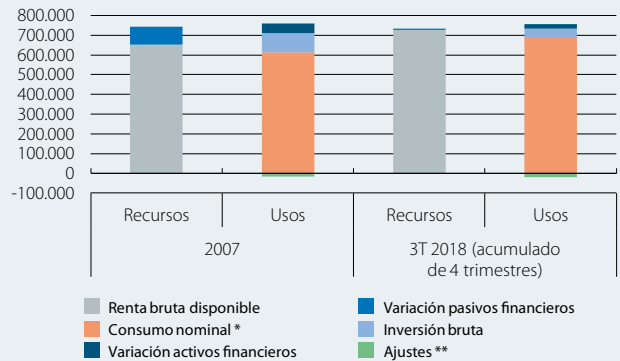
Armados con las perspectivas de crecimiento de los dos determinantes de la tasa de ahorro y con un modelo que nos predice el impacto de los ingresos de los hogares sobre su consumo, podemos analizar la evolución de la tasa de ahorro en tres escenarios: el escenario descrito anteriormente (central), otro que dibuja una evolución del empleo y de los salarios mejor que el anterior (optimista) y un tercero que considera un escenario más moderado (pesimista). Tal y como vemos en la tabla adjunta, cabe esperar que la tasa de ahorro se recupere gradualmente, aunque, si los ingresos crecieran muy por debajo de lo previsto, tal y como dibuja el escenario pesimista, el ahorro aún podría caer ligeramente antes de empezar a recuperarse.

¿Qué riesgos entraña una baja tasa de ahorro?

Para analizar esta pregunta, debemos evaluar la situación financiera de los hogares: sus fuentes de ingresos y el uso que hacen de ellas. Como mostramos en el último gráfico, los hogares presentan un balance financiero más saneado que antes de la crisis económica. Así, si en 2007 un 12% del total de los recursos de los hogares provenía de la adquisición de nueva deuda, en el acumulado de cuatro trimestres hasta el 3T 2018 esta cifra se situó tan solo en el 1%. De hecho, los hogares llevan reduciendo su deuda de forma casi ininterrumpida desde 2011. Esta dinámica ha permitido que la deuda de los hogares como porcentaje de la

España: recursos y usos en los hogares

(Miles de euros)



Notas: * Consumo nominal calculado como la diferencia entre la renta bruta disponible y el ahorro bruto. ** Ajuste entre las cuentas financieras y las no financieras, entre otros. Datos en términos nominales.

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

RBD se situara, en términos acumulados de cuatro trimestres, en el 98,1% en el 3T 2018, muy por debajo del máximo alcanzado en 2010, del 131,4%. Asimismo, por el lado de los usos, vemos que los hogares destinan la mayor parte de sus recursos a consumir, aunque también dedican una parte a acumular activos financieros y financiar planes de inversión (mayoritariamente inversión inmobiliaria). Cabe destacar, sin embargo, que la importancia de la inversión también ha caído de manera pronunciada, del 15% de la RBD en 2007 a cerca de un 6% en el 3T 2018 (acumulado de cuatro trimestres). En definitiva, mientras que en 2007 los hogares ahorraban poco para mantener un elevado consumo y se endeudaban para financiar la inversión inmobiliaria, en la actualidad este patrón se ha truncado y vemos cómo la baja tasa de ahorro no se está trasladando a un mayor endeudamiento.

Oriol Carreras

3. Los últimos datos de la encuesta trimestral del coste laboral publicada por el INE muestran que el coste laboral por hora efectiva creció en 2018 un 1,4%, frente al 0,0% registrado en 2017. Se confirma así la progresiva recuperación de los salarios que prevemos que continúe a lo largo de los próximos años.