

## Continuarà caient la taxa d'estalvi espanyola?

L'economia espanyola acumula quatre anys consecutius creixent per damunt de la mitjana de la zona de l'euro. Paral·lelament, la taxa d'estalvi ha disminuït fins a mínims històrics (vegeu el primer gràfic).<sup>1</sup> Tot i que, a primera vista, això podria suggerir un escàs marge de maniobra de les llars per acomodar les seves decisions de consum si el context econòmic empitjora, en aquest article, veurem que encara és aviat per arribar a aquesta conclusió. És probable que la taxa d'estalvi es comenci a recuperar lleugerament en els propers trimestres, i, a més a més, la situació financera de les llars ha millorat de forma substancial en relació amb els anys anteriors a la crisi.

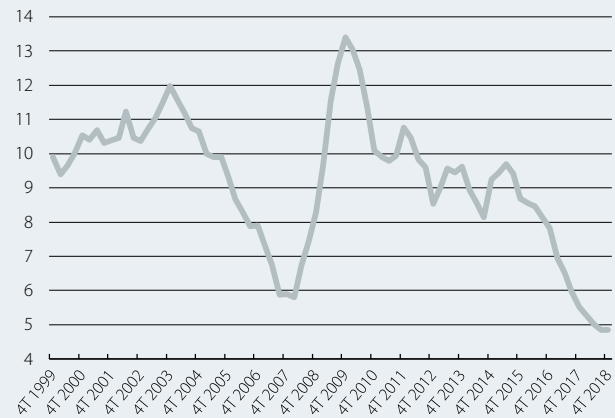
Per analitzar l'evolució de la taxa d'estalvi hem d'avaluar les perspectives dels seus dos determinants: el consum i la renda bruta disponible (RBD). Atesa l'estreta relació entre les dues variables (el consum es finança, en gran part, mitjançant RBD), la pregunta principal és quin serà el diferencial de creixement entre les dues. Des del 2015, el consum ha repuntat amb força i ha crescut per damunt de l'RBD, la qual cosa provoca el deteriorament de la taxa d'estalvi. No obstant això, la nostra previsió és que, en els propers anys, aquest patró es revertirà i el consum creixerà per sota de l'RBD. La raó és l'esvaïment de l'efecte del «consum embassat»: la forta embranzida del consum en els últims anys s'explica, en gran part, per la materialització de plans de consum que els consumidors havien ajornat al llarg de la crisi. Ara que s'han posat al dia, cal esperar que les famílies moderin el patró de consum.

Per posar números a aquesta narrativa, al segon gràfic presentem la projecció del creixement del consum predita per un model que té en compte factors com el creixement de l'ocupació, dels salaris, dels tipus d'interès i del preu de l'habitatge.<sup>2</sup> Tal com es pot veure, el model apunta a una moderació del consum el 2019 i a una reacceleració el 2020. La moderació del creixement projectada per al 2019 reflecteix una normalització després del fort repunt entre el 2015 i el 2018, a causa del ja esmentat efecte del «consum embassat», és a dir, el model preveu un ajust temporal del creixement del consum perquè se situï en línia amb els seus factors determinants. Al seu torn, el repunt projectat a partir del 2020 reflecteix la finalització d'aquest procés d'ajust i el major creixement previst de l'RBD. En qualsevol cas, el model preveu que el consum creixi a ritmes sòlids en tot l'horitzó considerat.

1. Definim la taxa d'estalvi com la diferència entre la renda bruta disponible i el consum (com a fracció de la renda bruta disponible).  
 2. El model captura diferències en la sensibilitat del consum enfront de variacions en els factors comentats. Així, segons el model, el consum mostra una major sensibilitat a canvis en el creixement de l'ocupació que en el creixement dels salaris, els preus de l'habitatge o els tipus d'interès. Per a més detalls, vegeu «L'any vinent, quant gastarem?», en l'IM11/2018.

### Espanya: taxa d'estalvi

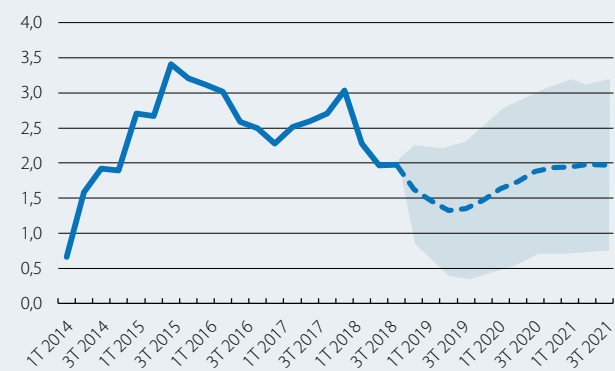
Percentatge de la renda bruta disponible (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.

### Espanya: previsió i intervals de confiança del consum privat \*

Variació interanual (%)

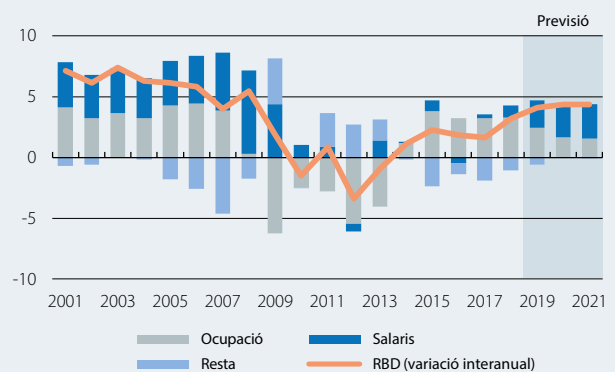


Nota: \* Interval de confiança al 90%.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE i del Banc d'Espanya.

### Espanya: desglossament de la renda bruta disponible

Contribució al creixement de la renda bruta disponible (p. p.)



Notes: La categoria «Resta» reflecteix factors com la renda dels autònoms o l'evolució dels impostos i de les transferències (els majors pagaments per impostos expliquen la contribució negativa d'aquesta categoria).

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.

### Espanya: projeccions de la taxa d'estalvi

Variació anual (%)

	2018	2019			2020			2021		
		Pessimista	Central	Optimista	Pessimista	Central	Optimista	Pessimista	Central	Optimista
Ocupació	2,5	1,9	2,2	2,4	1,3	1,6	1,9	1,2	1,5	1,8
Salaris	1,4	1,3	2,0	2,5	1,5	2,7	3,0	1,8	2,8	3,0
<b>Previsió taxa d'estalvi</b>	<b>4,9</b>	<b>4,4</b>	<b>5,1</b>	<b>5,6</b>	<b>4,5</b>	<b>5,8</b>	<b>6,4</b>	<b>4,9</b>	<b>6,4</b>	<b>7,1</b>

**Notes:** Les previsions de la taxa d'estalvi es construeixen en funció de l'evolució projectada en cada escenari de l'RBD i del consum. Les projeccions de l'RBD es basen en supòsits del creixement de l'ocupació i dels salaris (obviem les rendes no salarials). Per la part del consum, prenem el diferencial de creixement previst pel model en els escenaris «Pessimista» i «Optimista» en relació amb l'escenari central del model i apliquem aquests diferencials de creixement sobre l'escenari central previst per CaixaBank Research.

**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.

Pel que fa a l'RBD, la nostra previsió és que, en els propers anys, la renda de les llars es continuarà recuperant i creixerà al voltant del 4% anual entre el 2019 i el 2021 (vegeu el tercer gràfic). Aquesta recuperació, que ja s'ha començat a entreveure en les dades disponibles del 2018, és propiciada per la creació d'ocupació i per la recuperació del creixement dels salaris, tot i que, a mesura que es moderi la generació d'ocupació, la contribució dels salaris a l'augment de l'RBD guanyarà més pes.<sup>3</sup>

#### Escenaris de la taxa d'estalvi

Armats amb les perspectives de creixement dels dos determinants de la taxa d'estalvi i amb un model que ens prediu l'impacte dels ingressos de les llars sobre el seu consum, podem analitzar l'evolució de la taxa d'estalvi en tres escenaris: l'escenari descrit més amunt (central), un segon que dibuixa una evolució de l'ocupació i dels salaris millor que l'anterior (optimista) i un tercer que considera un escenari més moderat (pessimista). Tal com veiem a la taula adjunta, cal esperar que la taxa d'estalvi es recuperi de forma gradual, malgrat que, si els ingressos creixessin molt per sota del que es preveu, tal com ho dibuixa l'escenari pessimista, l'estalvi encara podria caure lleugerament abans de començar a recuperar-se.

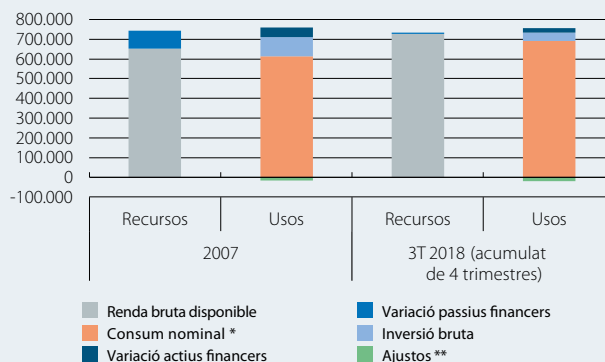
#### Quins riscos comporta una taxa d'estalvi baixa?

Per analitzar aquesta pregunta, hem d'avaluar la situació financera de les llars: les fonts d'ingressos i l'ús que se'n fa. Com es mostra a l'últim gràfic, les llars presenten un balanç financer més sanejat que abans de la crisi econòmica. Així, si el 2007 el 12% del total dels recursos de les llars provenia de l'adquisició de nou deute, en l'acumulat de quatre trimestres fins al 3T 2018, aquesta xifra es va situar només en l'1%. De fet, les llars han reduït el deute de forma gairebé ininterrompuda des del 2011. Aquesta dinàmica ha permès que el deute de les llars com a percentatge de l'RBD se situés, en termes acumulats de quatre trimestres, en el 98,1% en el 3T 2018, molt per sota del màxim

3. Les últimes dades de l'enquesta trimestral del cost laboral publicada per l'INE mostren que el cost laboral per hora efectiva va créixer l'1,4% el 2018, enfront del 0,0% registrat el 2017. Es confirma, així, la recuperació progressiva dels salaris, que preveiem que continuarà al llarg dels propers anys.

### Espanya: recursos i usos a les llars

(Milers d'euros)



**Notes:** \* Consum nominal calculat com la diferència entre la renda bruta disponible i l'estalvi brut. \*\* Ajust entre els comptes financers i els no financers, entre d'altres. Dades en termes nominals.

**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.

assolit el 2010, del 131,4%. Així mateix, pel costat dels usos, veiem que les llars destinen la major part dels recursos a consumir, tot i que també dediquen una part a acumular actius financers i a finançar plans d'inversió (majoritàriament, inversió immobiliària). Cal destacar, però, que la importància de la inversió també ha caigut de manera intensa, del 15% de l'RBD el 2007 a gairebé el 6% en el 3T 2018 (acumulat de quatre trimestres). En definitiva, mentre que, el 2007, les llars estalviaven poc per mantenir un consum elevat i s'endeutaven per finançar la inversió immobiliària, en l'actualitat aquest patró s'ha truncat i veiem que la taxa d'estalvi baixa no es trasllada a un endeutament més elevat.

Oriol Carreras