

# El consumo de los hogares: entre un empleo creciente y un ahorro menguante

*Diana Posada y Daniel Fuentes\**

**El incremento del consumo de los hogares desde el inicio de la recuperación en 2014 ha sido muy significativo; sin embargo, una vez recuperado el nivel de PIB previo a la crisis, el gasto de los hogares se mantiene aún por debajo de su máximo de 2008. Las perspectivas en el corto plazo son favorables y se espera que las familias continúen aumentando su consumo, debido a la persistencia de una cierta demanda embalsada tras la fuerte caída del consumo de bienes duraderos entre 2008 y 2013. Para ello, será necesario que el gasto familiar siga apoyándose en la mejora de la renta y de la confianza. El deterioro de estos determinantes fundamentales podría poner en riesgo la sostenibilidad del avance del consumo de los hogares en el medio plazo.**

La evolución de la situación financiera de los hogares españoles sigue mejorando, permitiendo que continúe la recuperación del consumo privado. Esto se produce en un contexto de afianzamiento de la recuperación económica impulsado por una política monetaria laxa, por la mejora del entorno global y por la evolución del precio del petróleo.

El aumento del consumo en los últimos años se ha sustentado en la mejora de sus determinantes fundamentales. Por una parte, los ingresos de las familias se han ido recuperando en un entorno de intensa creación de empleo. Además, la confianza de los consumidores ha aumentado hasta situarse en máximos con respecto al periodo previo a la crisis. Las familias también se han beneficiado de una recuperación de los precios de

sus activos financieros y, más recientemente, han comenzado a ver una revalorización de sus activos inmobiliarios. Por último, el entorno de bajos tipos de interés ha favorecido el aumento del consumo al desincentivar el ahorro.

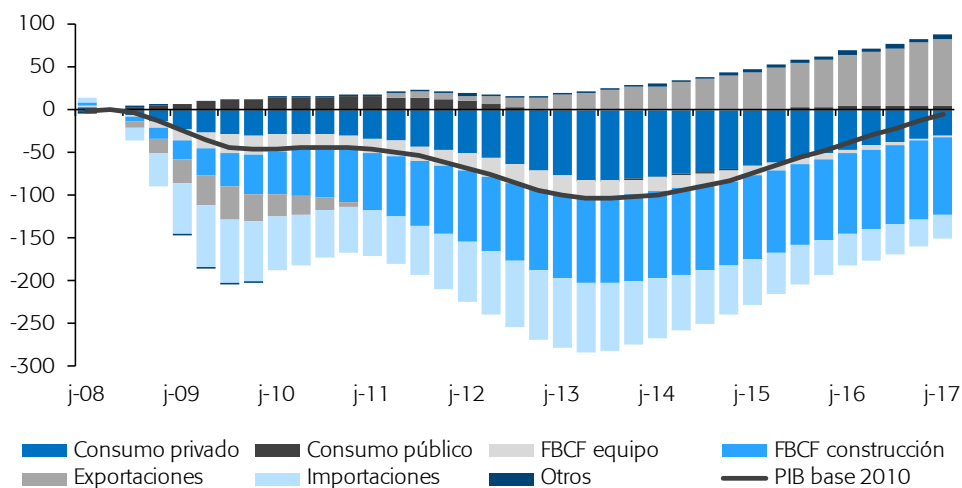
Como consecuencia de todo lo anterior, el consumo privado ha sido uno de los protagonistas indiscutibles de la recuperación económica, explicando cerca del 60% del crecimiento del PIB en los últimos tres años (gráfico 1). A pesar de ello, casi diez años después del comienzo de la crisis y una vez recuperado el nivel de PIB previo a la misma, el consumo de los hogares se sitúa aún cerca de un 5% por debajo del nivel máximo alcanzado en el segundo trimestre de 2008. Esto se explica por los cambios experimentados por la demanda agregada de la economía española, en

\* Afi-Analistas Financieros Internacionales.

Gráfico 1

### Variación del PIB por el lado de la demanda con respecto al máximo precrisis

(Miles de millones de euros)



Fuente: INE y Afi.

cuya composición la demanda interna ha pasado a tener un menor peso relativo.

*El consumo privado ha sido uno de los protagonistas indiscutibles de la recuperación económica, explicando cerca del 60% del crecimiento del PIB en los tres últimos años. Sin embargo, prácticamente restablecido el nivel de PIB previo a la crisis, se sitúa aún unos 30.000 millones por debajo del nivel máximo alcanzado en el segundo trimestre de 2008*

Medido a precios constantes de 2010, el PIB alcanzó los 282.012 millones de euros en el segundo trimestre de 2008, situándose en un máximo histórico anualizado de 1.124.347 millones en el tercer trimestre de ese mismo año. Sin embargo, próximo a recuperar ese mismo nivel en el segundo trimestre de 2017, la aportación del consumo de los hogares a la demanda agregada se encuentra unos 30.000 millones de euros

por debajo del nivel precrisis. Conviene señalar a este respecto que, siendo la remuneración de asalariados la primera fuente de ingresos de los hogares, el número de empleos equivalentes a tiempo completo todavía es unos 2,2 millones inferior al observado en el tercer trimestre de 2008.

### La mejora de la renta de las familias se apoya en la creación de empleo

Uno de los principales determinantes del gasto familiar es la renta del hogar. En este sentido, la mejora de la renta de los hogares continuó en 2016 con un crecimiento del 2,5% frente al 1,9% del año previo<sup>1</sup>. Lo anterior, unido a una tasa de inflación negativa en el conjunto del año del -0,2%, se tradujo en un incremento de la capacidad adquisitiva de los hogares por tercer año consecutivo. Sin embargo, en el inicio de 2017 los registros más elevados de inflación han mermado el avance de la renta bruta disponible (RBD) en términos rea-

<sup>1</sup> Los datos procedentes de las *Cuentas trimestrales no financieras de los sectores institucionales* (INE, 2017b), se presentan como el agregado de los últimos cuatro trimestres para evitar la estacionalidad propia de las series.

les hasta el 1,5% y es posible que esta tendencia continúe en los próximos trimestres.

El extraordinario incremento del empleo sigue siendo fundamental para la recuperación de los ingresos de los hogares. En los últimos tres años, el

---

*Como viene ocurriendo desde el inicio de la recuperación, el crecimiento de la renta de los hogares se apoya principalmente en la intensa creación de empleo. La holgura en el mercado laboral sigue siendo alta; la tasa de infrautilización del trabajo se eleva casi hasta el 29% de la población activa.*

---

número de ocupados de la *Encuesta de Población Activa (EPA)* ha aumentado en casi 1,7 millones, situándose en 18,8 millones al cierre del segundo trimestre de 2017 (el máximo de la serie histórica corresponde a 20,8 millones en el tercer trimestre de 2007); y en los últimos doce meses el empleo ha seguido creciendo a una tasa media superior al 2,5% interanual.

No obstante, a pesar de este notable aumento del empleo, la holgura en el mercado de trabajo sigue siendo considerable. La tasa de paro se ha reducido cerca de 9 puntos porcentuales desde el máximo hasta el 17,2% en la actualidad, aproximándose a su nivel estructural (entre el 14% y el 16% según diferentes estimaciones). Si además se tienen en cuenta otros desajustes del mercado laboral, como los desanimados, los inactivos que desean trabajar y no buscan empleo, así como los ocupados a tiempo parcial de forma involuntaria, la tasa de infrautilización del trabajo<sup>2</sup> se eleva hasta casi el 29% de la población activa.

La holgura en el mercado laboral, junto con otros factores como el pobre crecimiento de la productividad, las bajas expectativas de inflación y ciertos cambios estructurales relacionados con el poder de negociación salarial, estarían detrás de la

débil dinámica de los salarios desde el comienzo de la recuperación. En 2016, el aumento de la remuneración por asalariado en términos reales fue del 0,2%, sin embargo, el incremento de la inflación desde el inicio de 2017 llevaría el crecimiento real de los salarios a niveles negativos (-0,2% en el primer trimestre del año).

En los últimos años el incremento de la ocupación, más que de los salarios, estaría detrás del aumento de la remuneración de los asalariados, cuya aportación a la renta de las familias se mantiene como la principal fuente de ingresos en el hogar (representa cerca del 75% de la RBD). En adelante, el incremento de los salarios debería compensar una cierta desaceleración de la creación de empleo a medida que disminuya la holgura en el mercado de trabajo. Hasta entonces es previsible que la aportación de la remuneración de asalariados al crecimiento de la renta familiar sea decreciente.

Los ingresos procedentes del excedente bruto de explotación (EBE), esto es, las rentas de la actividad empresarial, se mantienen como el segundo componente en importancia, generando cerca del 25% de la RBD de los hogares. La mejora de la actividad económica comenzó a trasladarse a los hogares en 2015 y fue en aumento en 2016 con un crecimiento del 3,7% del EBE frente al 2,2% del año anterior (gráfico 2). No obstante, podría haber tocado techo y, en la medida en que el ritmo de la economía se desacelere hacia una tasa más cercana a su potencial (que se estima entre el 1,5% y 2%), también lo podría hacer la aportación de las rentas empresariales al aumento de la RBD.

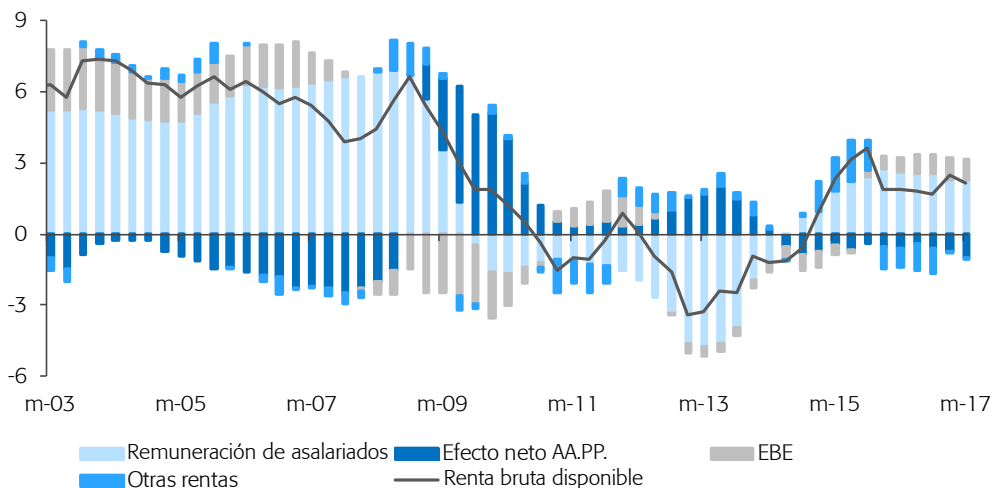
Entre el resto de componentes, el efecto neto de las administraciones públicas sigue drenando el crecimiento de la renta familiar como consecuencia de un mayor aumento de los impuestos y las cotizaciones sociales que de las transferencias recibidas. El pago de impuestos y cotizaciones en términos de la RBD ha ido en aumento en el último año y sigue estando en el 34,4%, por encima de la media histórica. En cuanto a las

<sup>2</sup> Esta metodología de clasificación del desempleo se denomina comúnmente "tasa de infrautilización del trabajo" y es empleada habitualmente por la administración estadounidense.

Gráfico 2

### Renta bruta disponible de los hogares

(Variación interanual y contribuciones, en porcentaje)



Fuente: INE y Afi.

rentas de la propiedad, tanto los ingresos como los pagos por intereses continúan disminuyendo y se sitúan en mínimos históricos (los ingresos por intereses representan el 1,1% de la RBD, unos 7.600 millones de euros, y un 0,9% los pagos, cerca de 6.000 millones). La posible normaliza-

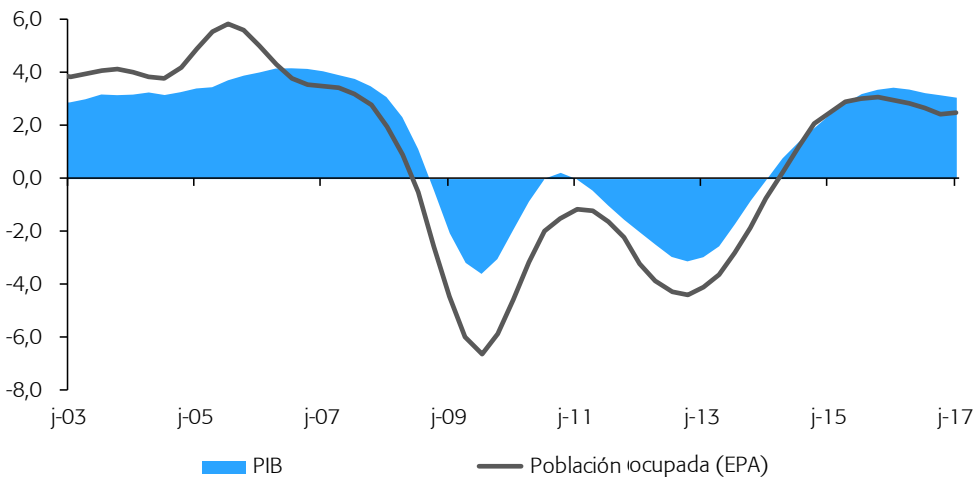
ción de la política monetaria en los próximos años revertiría esta tendencia.

En definitiva, el incremento de la renta de los hogares en los últimos años se ha sustentado, fundamentalmente, en la intensa creación de empleo

Gráfico 3

### PIB y población ocupada

(Variación interanual, media móvil 12 meses)



Fuente: INE y Afi.

y en la mejora de la actividad económica (gráfico 3). Sin embargo, es posible que estos factores comiencen a perder impulso en los próximos trimestres y que, por lo tanto, el crecimiento de los ingresos familiares se modere.

## El incremento de la riqueza de los hogares impulsa el consumo

La riqueza de los hogares (gráfico 4) continúa aumentado (5,8% interanual en el primer trimestre de 2017) hasta alcanzar un 540% del PIB gracias, principalmente, al crecimiento de la riqueza

*Los hogares están viendo un constante aumento del valor de sus activos inmobiliarios desde 2013, lo que está impulsando su inversión inmobiliaria. Pese a todo, la inversión total de los hogares todavía se sitúa en torno al 5% de su renta bruta disponible, la mitad del promedio histórico.*

inmobiliaria (+5% hasta el 421% del PIB). La recuperación de los precios de los inmuebles,

en especial de la vivienda, principal activo de inversión de las familias, estaría detrás de este avance (gráfico 5). En este sentido, el precio de la vivienda libre se incrementó un 2% en 2016, y en el primer trimestre del año continúa avanzando al mismo ritmo. La revalorización de la vivienda llega tras varios años de importantes correcciones en un sector que acusó en gran medida los efectos de la crisis.

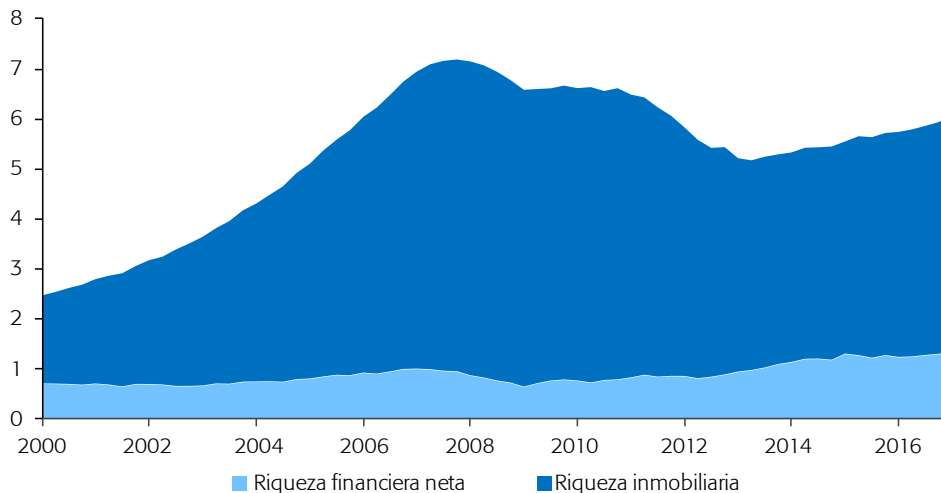
Los hogares están viendo un constante aumento del valor de sus activos inmobiliarios desde 2013 lo que, a su vez, está impulsando la inversión inmobiliaria de las familias. En el primer trimestre del año, la inversión nominal creció casi un 15% (5,5% en 2016) y, como consecuencia, su capacidad de financiación se encuentra el 1,2% del PIB, mínimo desde 2010. Recordemos, para contextualizar este incremento de la inversión, que la tasa de inversión de los hogares todavía se sitúa en torno al 5% de su RBD, aproximadamente la mitad del promedio histórico anterior a la crisis.

Además de la riqueza inmobiliaria, la riqueza financiera neta de las familias también evoluciona de forma favorable. El flujo de inversión neta alcanzó el 2,4% del PIB en el último año hasta el primer trimestre de 2017. Como resul-

Gráfico 4

### Riqueza de las familias

(Billones de euros)

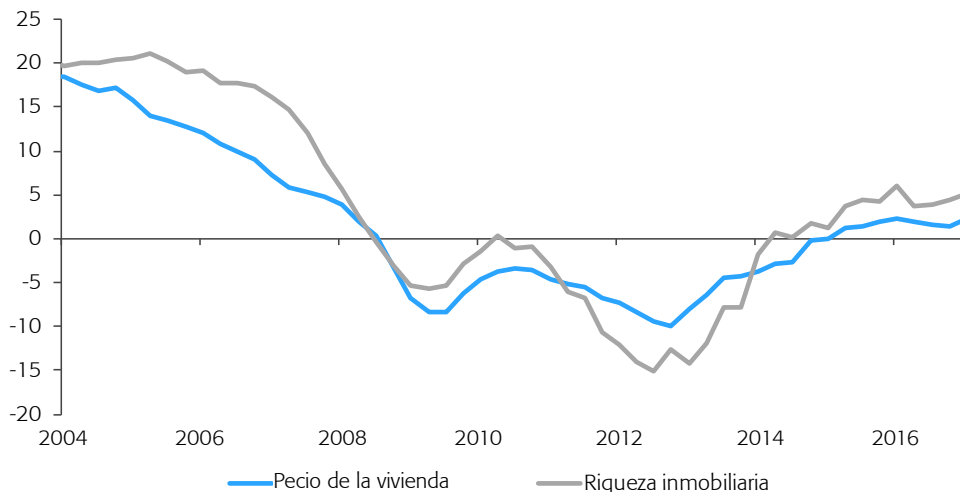


Fuente: Banco de España y Afi.

Gráfico 5

### Riqueza inmobiliaria y precio de la vivienda

(Variación anual en porcentaje)



Fuentes: Banco de España, Ministerio de Fomento y Afi.

tado, el *stock* de activos financieros netos se sitúa en un máximo histórico de 1,3 billones de euros (119% del PIB).

Desde el inicio de la recuperación, las familias han dirigido sus flujos de inversión, principalmente hacia instrumentos de renta variable, en especial fondos de inversión, así como seguros y fondos de pensiones. Además, el entorno de bajos tipos de interés, particularmente para los depósitos bancarios, ha afectado notablemente a los hogares españoles que tradicionalmente han tenido una parte significativa de sus activos financieros en forma de depósitos. Como resultado, se ha observado un efecto sustitución entre los depósitos a plazo y vista.

### El incremento del consumo lleva a mínimos la tasa de ahorro de los hogares

En los últimos años, el aumento del consumo de los hogares ha estado en línea con sus determinantes. Sin embargo, en la actualidad el incremento del consumo casi duplica al de la RBD (el

consumo crece al 2,7% interanual en el promedio de los últimos doce meses, frente al 1,5% de la RBD en términos reales), de manera que los hogares han comenzado a usar sus recursos ahorrados junto con la financiación externa para poder mantener su nivel de gasto. El mayor crecimiento del consumo que de la renta se debería a que aún existe una cierta demanda embalsada que se evidencia en el incremento del consumo de bienes duraderos desde el inicio de la recuperación, tras estar muy castigado a lo largo de la crisis.

*La tasa de ahorro de los hogares se sitúa en el mínimo desde 2006, como resultado de un aumento de la confianza, a la vez que se modera el crecimiento de la renta. Esto supone una vulnerabilidad importante ante eventos como el aumento esperado de la inflación y la normalización de la política monetaria.*

La tendencia a la baja que experimenta la tasa de ahorro desde 2010 se ha acentuado recientemente, poniendo en riesgo la sostenibilidad del avance del consumo de las familias a medio

plazo. A diferencia de años anteriores en los que el incremento de la renta llevaba a un aumento tanto del ahorro como del consumo, en los últimos trimestres el incremento de la renta no está siendo compatible con un repunte del ahorro. Así, la tasa de ahorro de los hogares continuó descendiendo en el primer trimestre del año hasta situarse en el 7% de su RBD (gráfico 6), sensiblemente por debajo del promedio histórico del 9,5% y por debajo del promedio del 12,3% de la eurozona. Entre los grandes países de la región, la tasa de ahorro de los hogares españoles es la más baja, lejos de la de los alemanes (17%) y de los franceses (14%), lo que sitúa a las familias españolas en una situación más vulnerable en el contexto actual de aumento *esperado* de la inflación y normalización de la política monetaria.

Diversos factores estarían detrás de la reducción de la tasa de ahorro, además de la debilidad del crecimiento de la renta de las familias. Por un lado, el incremento de la confianza de los consumidores (que alcanzó un máximo en 2015 y desde entonces ha permanecido en niveles elevados), junto con una menor incertidumbre respecto a las perspectivas actuales y futuras del ciclo económico, habrían llevado a una disminución del

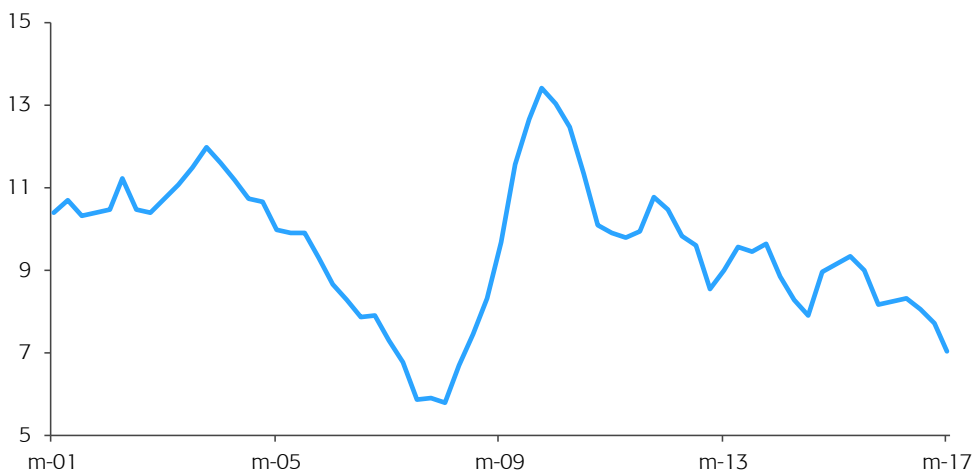
ahorro familiar por motivos de precaución. Esta fue la principal razón del aumento del ahorro de los hogares entre 2009 y 2010, que llevó la tasa de ahorro hasta un máximo del 13%.

Otro factor que estaría desincentivando el ahorro de las familias es el entorno de tipos de interés bajos, que lleva a un aumento de la propensión a consumir de las familias y que, además, ha facilitado el proceso de despalancamiento de los hogares. La deuda de las familias ha disminuido hasta los 713.000 millones de euros en la actualidad, nivel similar al de hace una década y equivalente al 64% del PIB. Este registro es el mínimo desde el segundo trimestre de 2005 y cada vez está más próximo al promedio de la eurozona (59% del PIB). Por lo tanto, las necesidades de despalancamiento de las familias son cada vez menores, como también la necesidad de ahorrar para hacer frente a los pagos de la deuda. Con el proceso de desendeudamiento ya muy avanzado, el bajo coste de endeudarse también ha servido como incentivo para financiar parte del gasto familiar. Así, las nuevas operaciones de crédito al consumo crecieron un 28% en 2016 hasta los 25.355 millones de euros, un volumen que, si bien es históricamente bajo, ha continuado aumentando en

Gráfico 6

### Tasa de ahorro de los hogares

(En porcentaje de la RBD)



Fuente: INE y Afi.

la primera mitad de 2017. La relajación de las condiciones de financiación de los últimos años está permitiendo que parte del consumo se financie y al mismo tiempo prosiga el proceso de despalancamiento de los hogares.

---

*El crecimiento del consumo supera actualmente al de la renta de los hogares. Aunque en el corto plazo puede haber desviaciones en este sentido, en el medio plazo el consumo debería volver a alinearse con los ingresos.*

---

En resumen, dadas las perspectivas económicas favorables, los hogares están aumentando su consumo por encima del crecimiento de su renta, haciendo un mayor uso de su ahorro y recurriendo a la financiación externa. De esta manera consiguen suavizar su patrón de gasto a lo largo del tiempo. Sin embargo, esta situación podría no ser sostenible en el medio plazo y el consumo debería tender a alinearse de nuevo con la evolución de la renta familiar.

## Conclusiones

La situación financiera de las familias continúa mejorando y, como resultado, el crecimiento del consumo de los hogares se mantiene en tasas elevadas cercanas al 2,7% en el último año. El aumento de la renta, apoyado en la intensa creación de empleo (casi 1,7 millones de ocupados más desde el inicio de la recuperación) y en la mejora de la actividad económica, ha resultado un factor determinante para impulsar la demanda de bienes por parte de los hogares, especialmente de bienes como automóviles o electrodomésticos cuyas compras se pospusieron a lo largo de la crisis. Pero no solo la renta ha actuado como

soporte, la riqueza de las familias ha experimentado un notable incremento desde 2013. La riqueza financiera en primer lugar se benefició de una importante revalorización, lo que unido al proceso de despalancamiento que han llevado a cabo las familias en los últimos años, ha permitido que la riqueza financiera neta haya alcanzado un máximo histórico. Más recientemente, el aumento del precio de la vivienda, principal activo de inversión de los hogares, ha impulsado de forma notable el incremento de la riqueza inmobiliaria.

Sin embargo, en la actualidad el crecimiento del consumo supera al de la renta y aunque en el corto plazo puede haber desviaciones en este sentido, en el medio plazo el consumo debería volver a alinearse con el de los ingresos de los hogares. Como consecuencia de esta divergencia, la tasa de ahorro de los hogares se sitúa en el 7%, mínimo desde 2006, lo que supone una vulnerabilidad ante posibles eventos adversos.

En el medio plazo, será necesario que se mantenga la mejora de los determinantes del consumo para garantizar la sostenibilidad del crecimiento, lo que pasa, entre otros factores, por un incremento de los salarios que apoye la renta de las familias, especialmente en la medida en que la holgura en el mercado de trabajo vaya agotándose.

## Referencias

BANCO DE ESPAÑA (2017), *Síntesis de indicadores*.

INE (2017a), *Contabilidad nacional trimestral* (CNTR).

— (2017b), *Cuentas trimestrales no financieras de los sectores institucionales* (CTNFSI).

MINISTERIO DE FOMENTO (2017), *Estadística sobre el precio de la vivienda*.