

## L'any vinent, quant gastarem?

L'economia espanyola entra en una fase més madura del cicle, i, per tant, el seu creixement es modera de forma gradual cap a cotes més sostenibles a llarg termini. En aquest context, ens preguntem sobre el comportament que tindrà el principal motor de l'economia: el consum privat. Tal com veurem, cal esperar que el consum moderi el creixement, tot i que de forma molt gradual, gràcies als sòlids fonaments que el sostenen.

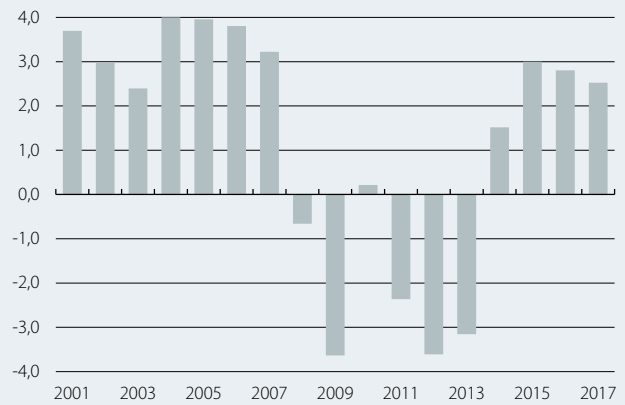
Com ho mostra el primer gràfic, després d'experimentar fortes caigudes entre el 2008 i el 2013, el consum de les llars va repuntar amb força el 2015 arran de la recuperació econòmica, de l'augment de l'ocupació i del consegüent increment de la renda bruta disponible de les famílies i de la seva riquesa, tant financera com immobiliària (vegeu el segon gràfic). No obstant això, la recuperació del consum ha anat més enllà del que suggereix la millora dels ingressos de les famílies, fet que mostrem en el tercer gràfic. La bretxa que s'ha obert entre el consum i els recursos que li donen suport es pot explicar, en part, per l'efecte del «consum embassat»: després de diversos anys d'estrenye's el cinturó i d'ajornar plans de consum per afrontar, primer, una recessió i, després, una incerta recuperació, moltes llars han passat a materialitzar aquests plans gràcies a la major confiança que ofereix el nou entorn econòmic.<sup>1</sup> Malgrat tot, això només ofereix un suport temporal, que, probablement, anirà perdent força. Quines són, per tant, les perspectives de creixement del consum a mitjà termini?

Amb aquest objectiu, analitzem la sensibilitat del consum a l'evolució dels factors que determinen els ingressos de les llars: l'ocupació, els salaris, els tipus d'interès i el preu de l'habitatge (el principal actiu de moltes llars). Els resultats es mostren al quart gràfic.<sup>2</sup> D'una banda, s'evidencia que la reacció del consum a l'augment de l'ocupació és molt superior que en resposta a un increment salarial, si més no a curt termini. Si aquest resultat sembla sorprenent, una possible explicació és que els nostres patrons de consum canvien més quan passem d'estar aturats a trobar feina que com a reacció a les variacions

1. El desacoblament entre consum i renda no ha anat acompanyat d'un augment del deute del sector de les llars, sinó més aviat al contrari: en el 2T 2018, el deute de les llars es va situar en el 60,8% del PIB, més de 20 p. p. per sota de la cota assolida en els pitjors moments de la crisi.
2. Les sensibilitats es calculen en dues etapes. Primer, s'estima la relació a llarg termini entre el consum i els seus determinants: la renda bruta disponible, la riquesa financera neta de les llars i el preu de l'habitatge (totes les variables en logaritmes i deflactades per l'IPC). Després, s'estima una regressió entre el creixement intertrimestral del consum i la variació intertrimestral de l'ocupació, els salaris, el tipus d'interès hipotecari i el residu de l'equació de la primera etapa. Els tres primers factors capturen l'impacte a curt termini d'aquestes variables sobre el consum, mentre que l'últim factor captura la tendència del consum a retornar a la tendència a llarg termini.

### Espanya: consum privat

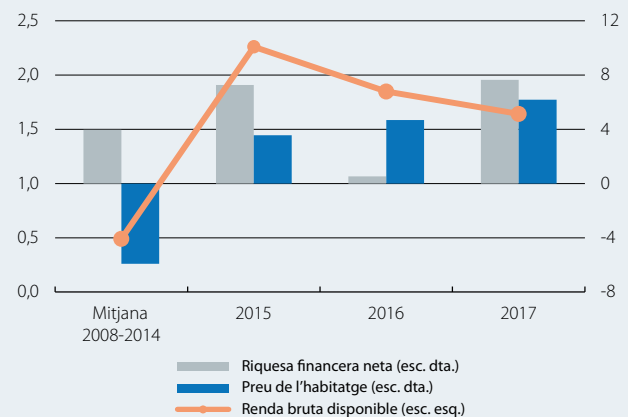
Variació interanual (%)



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

### Espanya: evolució dels recursos de les llars

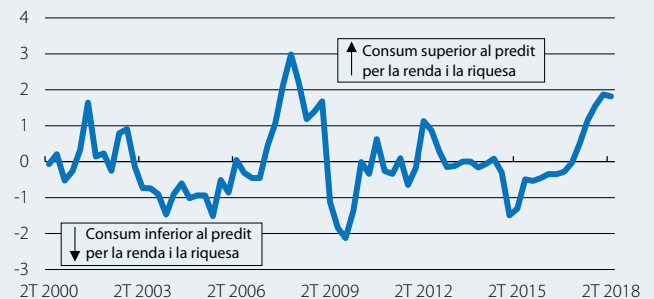
Variació interanual (%)



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

### Espanya: relació entre consum i ingressos i riquesa

Índex estandaritzat \*



Nota: \* Residu d'una regressió del logaritme del consum real amb el logaritme de la renda bruta disponible, la riquesa financera neta de les llars i el preu de l'habitatge. Totes les variables han estat deflactades per l'IPC. Sèrie estandaritzada amb mitjana 0 i desviació estàndard 1.

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

en el sou. D'altra banda, veiem que la resposta del consum s'incrementa al llarg del temps i que les diferències entre l'impacte de l'ocupació i els salaris es redueixen: és a dir, la propensió marginal al consum de les llars augmenta quan els guanys en renda bruta disponible passen a ser més duradors.

Un altre fet rellevant és que l'impacte del creixement dels preus de l'habitatge sobre el consum agregat és molt reduït.<sup>3</sup> Una possible explicació és que l'augment del preu de l'habitatge comporta un augment de la riquesa per a un sector de la societat (els propietaris), però una disminució del poder adquisitiu per a l'altre (els que volen comprar).<sup>4</sup> Finalment, destaquem que l'impacte que es pot esperar d'una pujada moderada de tipus d'interès (de 0,5 p. p.) és relativament baix.

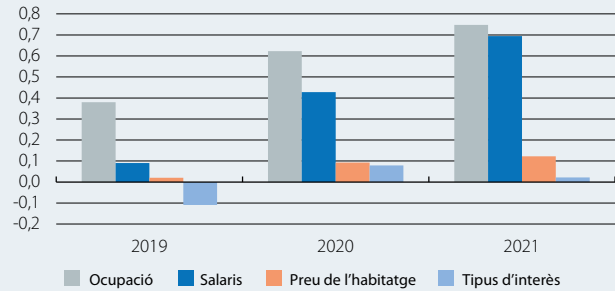
Per realitzar projeccions del consum, cal fer-se una idea de les perspectives sobre l'ocupació, els salaris, els tipus d'interès i el preu de l'habitatge per a l'any vinent. Així, pel que fa a l'ocupació, cal esperar que el seu creixement es moderi a mesura que ho faci l'activitat.<sup>5</sup> No obstant això, s'espera que la demanda interna mantingui unes perspectives favorables i encara subsisteix un elevat grau de folgança al mercat laboral, de manera que preveiem que aquesta moderació serà lleugera i que l'ocupació continuarà creixent lleugerament per damunt del 2% el 2019 (el 2,5% en el 3T 2018). Per la seva banda, els últims indicadors suggereixen que els salaris podrien repuntar lleugerament el 2019 després de diversos anys de moderació. Per exemple, els increments salarials pactats en conveni fins al setembre del 2018 van ser de l'1,7%, mentre que els signats un any abans es van situar en l'1,3%. Pel que fa als tipus d'interès, les perspectives són molt estables: el BCE ja ha indicat que no apujarà el tipus d'interès de referència abans de l'últim tram del 2019 i és poc probable que s'allunyi d'aquesta previsió en absència de grans sorpreses macroeconòmiques. Així mateix, en relació amb el preu de l'habitatge, després de repuntar amb força en els tres últims anys, CaixaBank Research espera que el creixement dels preus es consolidi en cotes elevades, però més moderades que les de l'últim any.

Combinant aquestes perspectives amb els resultats anteriors, presentem tres escenaris per al consum en l'últim quadre: un escenari semblant al descrit més amunt, un altre que dibuixa una evolució una mica més forta de les variables considerades i un tercer que considera un esce-

nari més moderat. Tal com es pot apreciar, en tots els casos el grau d'alentiment seria moderat. Així, preveiem que la demanda interna continuarà oferint un pilar de creixement sòlid en els propers trimestres.

**Espanya: sensibilitat del consum real a diferents variables**

Variació del creixement anual del consum real (p. p.)



**Nota:** Reacció del creixement del consum agregat de les llars a un augment del creixement interanual de l'ocupació i dels salaris de l'1% des del 1T 2019. Per al cas del preu de l'habitatge, l'augment és del 2%. En tots els casos, l'augment és sostingut en tot l'horitzó temporal. El tipus d'interès s'assumeix que puja 0,5 p. p. el 2019 i que es manté estable en aquest nou nivell.  
**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE i del Banc d'Espanya.

**Espanya: projeccions de creixement del consum real \***

Variació interanual (%)

	2018 **	2019		
		Escenari 1	Escenari 2	Escenari 3
Ocupació	2,5	2,5	2,0	1,5
Salaris	0,6	3,0	1,8	0,5
Preu de l'habitatge	6,2	7,0	5,5	4,0
Tipus hipotecari (taxa) ***	1,9	2,4	2,1	1,9
<b>Previsió de creixement del consum</b>	<b>2,7</b>	<b>2,8</b>	<b>2,5</b>	<b>2,3</b>

**Notes:** \* L'impacte sobre el consum es calcula prenent la diferència entre els valors de cada variable en cada escenari amb els valors mitjans del 2018 i multiplicant aquest diferencial per les sensibilitats calculades amb anterioritat. La previsió del consum del 2019 s'obté sumant l'impacte obtingut en cada escenari a la mitjana de creixement del consum en els dos primers trimestres del 2018. \*\* Mitjana de les dades disponibles per als dos primers trimestres de l'any. \*\*\* S'assumeix que el tipus hipotecari reacciona un per un amb el tipus de referència del BCE.  
**Font:** CaixaBank Research.

3. Altres estudis corroboren que la propensió al consum davant un augment de la riquesa a Espanya és limitada. Vegeu, per exemple, Banc d'Espanya (2005), «Efectes de la riquesa immobiliària sobre el consum: resultat a partir de l'Enquesta Financera de les Famílies».

4. Una altra possible explicació seria que a Espanya, a diferència dels EUA, no se sol utilitzar l'habitatge com a garantia per finançar el crèdit al consum.

5. Per a una anàlisi de la relació entre el creixement del PIB i l'ocupació, vegeu el Focus «Una recuperació intensiva en ocupació: factors explicatius», a l'IM07/18.