

## El papel del consumo embalsado en la recuperación de la eurozona en 2021

Los confinamientos y demás medidas para contener la COVID-19 han traído consigo un notable aumento del ahorro de los hogares europeos. El cierre de los comercios no esenciales y muchas actividades de ocio, junto con las restricciones a la movilidad y actividad y un aumento de la incertidumbre, han provocado que la tasa de ahorro en la eurozona alcanzara un máximo cercano al 25% durante el 2T 2020, frente al 13% registrado antes de la pandemia.

Esta cantidad de ahorro «forzado» por la COVID-19 es sustancial y, por lo tanto, tiene el potencial de espolear la recuperación económica cuando el control de la pandemia permita una reactivación más sostenida de la actividad. ¿Gastarán los hogares europeos estos ahorros forzados cuando se relajen las restricciones? ¿A qué velocidad? ¿Cómo impactará esto en el crecimiento económico?

La situación actual no tiene precedentes modernos, pues, habitualmente, las caídas de ingresos que acompañan a las recesiones tienden a pesar sobre el ahorro. Sin embargo, existen algunos ejemplos de ahorro forzado en la historia. En EE. UU., el racionamiento y las restricciones al suministro durante la Segunda Guerra Mundial conllevaron un enorme aumento del ahorro de los hogares americanos, de cerca de un 40% del PIB según algunas estimaciones. Tras la guerra, los hogares americanos redujeron rápidamente sus tasas de ahorro, ofreciendo un empuje adicional a la reactivación económica.<sup>1</sup>

Salvando las distancias históricas, en el caso actual de Europa el ahorro acumulado durante la pandemia también es significativo: de algo más de un 4% del PIB pre-pandemia en el conjunto de 2020. La fuerza con la que este ahorro puede espolear la recuperación dependerá de los factores que causaron la caída del consumo y el incremento del ahorro en primer lugar: las propias restricciones al consumo, la incertidumbre sobre las perspectivas económicas y la evolución de los ingresos de las familias. Con un modelo sencillo,<sup>2</sup> identificamos la contribución de estas tres fuerzas a la variación del consumo de los hogares en el conjunto de 2020.<sup>3,4</sup> Según estas estimaciones, el grueso del consumo perdido en 2020 se debe a las restricciones, tal y como recoge el primer gráfico, aunque el

1. Se estima que, entre 1946 y 1949, gastaron cerca del 20% de los ahorros acumulados. Véase «Annual Report of the Council of Economic Advisors, Economic Report of the President», febrero de 1970 (tabla C-15), disponible en <https://fraser.stlouisfed.org/>.

2. Se trata de un modelo de primeras diferencias estimado mediante mínimos cuadrados ordinarios. Más en detalle, estimamos con datos desde el 1T 1999 hasta el 4T 2019 la siguiente ecuación:

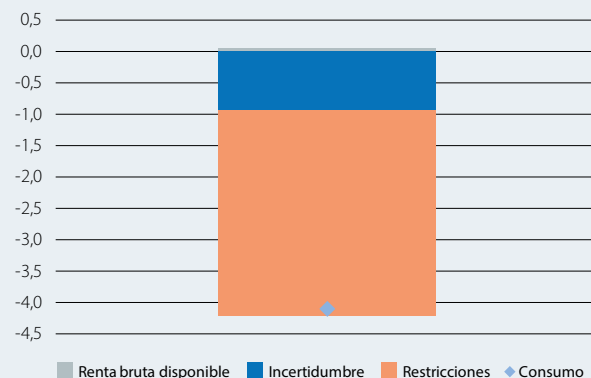
$\Delta \ln C_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta \ln RBD_t + \beta_2 \Delta \text{Incertidumbre}_t + \Delta \varepsilon_t$ , donde  $C$  representa el consumo y  $RBD$  la renta bruta disponible. El  $R^2$  de la regresión es del 42%.

3. Medimos la incertidumbre con la dispersión de previsiones del PIB en el panel de analistas del Survey of Professional Forecasters del BCE. Concretamente, con la desviación estándar de la previsión del crecimiento interanual del PIB a dos trimestres vista.

4. Siguiendo las metodologías del BCE y el Banco de España, la contribución de las restricciones se estima como el residuo del modelo (corregido por su error de previsión histórico). Véase «COVID-19 and the increase in household savings: precautionary or forced?» en el Boletín Económico del BCE 06/2020 y «El ahorro de los hogares durante la pandemia y sus posibles efectos sobre la reactivación futura del consumo» en el Boletín Económico 1/2021 del Banco de España.

### Eurozona: contribución a la caída del consumo de los hogares

Acumulado 1T 2020-4T 2020 (%)



Fuente: Estimaciones propias de CaixaBank Research, a partir del modelo descrito en la nota 2 del Focus.

aumento de la incertidumbre también contribuyó significativamente a la caída del consumo. En cambio, la evolución de la renta bruta disponible frenó parte del descenso del consumo, puesto que, a diferencia de las recesiones tradicionales, en 2020 la renta de los hogares no retrocedió sino que se sostuvo gracias al apoyo fiscal de los países europeos.<sup>5</sup>

Estas contribuciones sugieren que, cuando el control de la pandemia permita levantar las restricciones, se puede deshacer buena parte del ahorro enjaulado. Para tener más pistas sobre a qué velocidad y en qué cantidades, aprovecharemos las relaciones históricas de nuestro modelo de consumo para evaluar el impacto en 2021 de los tres grandes determinantes que acabamos de identificar. En concreto, consideramos un escenario en el que la inmunización de los colectivos de riesgo desencadena un levantamiento de las restricciones y una reactivación económica más sostenida a partir del 2T 2021, con una reducción de la incertidumbre relativamente rápida y un crecimiento gradual de la renta de los hogares.<sup>6</sup> En este escenario, la predicción de nuestro modelo (véase la línea gris en el segundo gráfico) sugeriría un rebote fuerte del gasto de las familias en los próximos trimestres.

No obstante, esta proyección es más bien optimista, puesto que asume que lo que la incertidumbre y las restricciones le quitaron a 2020 en términos de consumo se lo

5. Con datos hasta el 3T 2020, los estudios anteriores encuentran también una composición parecida del ahorro enjaulado durante la pandemia.

6. Más en detalle, en este escenario las restricciones no desaparecen, pero disminuyen a niveles equivalentes a un índice de severidad del confinamiento (Oxford Stringency Index) inferior a los 30 puntos en el segundo semestre. Por su parte, la incertidumbre se reduce a la mitad y queda a medio camino entre los niveles de 2020 y el punto de partida prepandemia. Finalmente, asumimos que la renta bruta disponible (RBD) crece a un ritmo intertrimestral promedio levemente inferior al 1% (es decir, algo por debajo de nuestra previsión para el PIB de la eurozona, puesto que tras quedar aislada del desplome del PIB también cabe esperar una menor traslación del rebote del PIB a la RBD en 2021).

devolverán en la misma intensidad a 2021.<sup>7</sup> O, en otras palabras, que hasta dos tercios del consumo embalsado en 2020 se deshace y se materializa en 2021.<sup>8</sup> Sin embargo, en la práctica existen diversos factores que matizarán el rebote del consumo.

Primero, una parte significativa del ahorro acumulado en 2020 proviene de una variedad de servicios no aplazables en el tiempo. Por ejemplo, cuando las restricciones se relajan y podemos ir a los conciertos de nuestros grupos favoritos, es probable que al principio vayamos a más conciertos de lo que lo hacíamos normalmente en tiempos pre-pandemia, pero se hace difícil pensar que este empuje inicial compense todos los conciertos que nos perdimos durante 2020. En otras palabras: la demanda embalsada se deshace más lentamente cuando el consumo sacrificado ha sido un consumo de servicios.

Segundo, gran parte del ahorro acumulado en 2020 se concentra en las rentas más altas<sup>9</sup> y son precisamente dichas rentas las que tienen una propensión marginal a consumir más baja; es decir, cuando las restricciones se relajan y empezamos a recuperar nuestros hábitos de consumo pre-pandemia, los hogares con mayor poder adquisitivo podrían ser los que menos ahorro deshagan en términos relativos. Asimismo, la experiencia de países como EE. UU. muestra que buena parte de los hogares han destinado parte del ahorro acumulado en 2020 a reducir sus deudas en lugar de a consumir.<sup>10</sup>

Tercero, la pandemia probablemente haga mella en las expectativas. Por un lado, habitualmente las recesiones hacen que las familias se vuelvan más aversas al riesgo,<sup>11</sup> de manera que los motivos precautorios siguen pesando sobre el consumo aunque disminuya la incertidumbre. Por otro lado, existe la posibilidad de que ante la importante subida de la deuda pública, resultado de las medidas de apoyo tomadas durante esta crisis, los hogares preventivamente puedan retener parte del ahorro acumulado para afrontar futuras subidas de impuestos.<sup>12</sup>

Todos estos elementos sugieren que la reducción de la incertidumbre y el levantamiento de las restricciones se trasladarán de manera menos intensa sobre el consumo. Podemos incorporar esta menor intensidad a nuestro modelo<sup>13</sup> y obtenemos una proyección más ponderada del

7. En términos técnicos, la proyección asume una simetría de elasticidades entre 2020 y 2021 de las fuerzas de incertidumbre, restricciones y renta sobre el consumo.

8. Para obtener la fracción del consumo embalsado que se deshace, comparamos la proyección del consumo con la que representa la línea naranja (véase el segundo gráfico), que corresponde al crecimiento del consumo que observaríamos si este estuviera empujado exclusivamente por la renta de las familias (es decir, la línea naranja muestra la evolución del consumo en un escenario en el que ni las restricciones ni la incertidumbre levantan su lastre).

9. Así lo muestran los datos en el Reino Unido y Francia, entre otros. Véase «Spending and saving during the COVID-19 crisis: evidence from bank account data», The Institute for Fiscal Studies 2020, o Bounie, D. et al. (2020). «Consumption Dynamics in the COVID Crisis: Real Time Insights from French Transaction Bank Data». Covid Economics 59: 1-39.

10. Véase el Focus «Apoyará el consumo a la recuperación estadounidense en 2021?» en el IM01/2021.

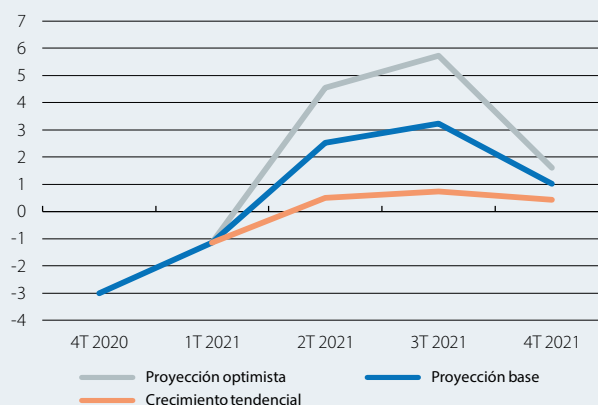
11. Véase Malmendier, U. y Nagel, S. (2011). «Depression babies: Do macroeconomic experiences affect risk taking?». The Quarterly Journal of Economics, 126(1), 373-416.

12. A este fenómeno se le denomina equivalencia ricardiana.

13. En términos técnicos, asumimos que las elasticidades de las variables de incertidumbre y restricciones mencionadas anteriormente se reducen a la mitad.

### Eurozona: consumo de los hogares

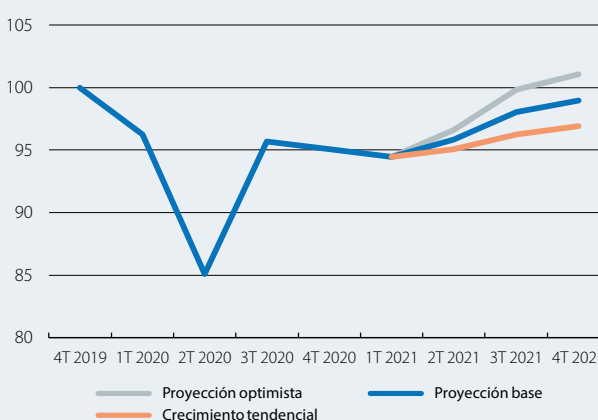
Variación intertrimestral (%)



Fuente: Proyecciones propias de CaixaBank Research, basadas en el modelo descrito en la nota 2 del Focus.

### Eurozona: PIB

Índice (100 = 4T 2019)



Fuente: Proyecciones propias de CaixaBank Research, basadas en el modelo mencionado en la nota 15 del Focus.

consumo en 2021<sup>14</sup> (véase la línea azul del segundo gráfico): se desharía un tercio del ahorro enjaulado en 2020.

Con todo ello, es probable que la demanda embalsada ayude a espolear la reactivación y, aunque posiblemente se deshaga de manera imperfecta, tendrá un impacto significativo sobre el conjunto de la actividad económica (véase el tercer gráfico). De hecho, nuestras estimaciones sugieren que, en el escenario optimista, el desencadenamiento del ahorro enjaulado podría añadir 2,5 p. p. al PIB de la eurozona en 2021 o, en el escenario más ponderado, algo más de 1 p. p. (en ambos casos respecto a un escenario en el que no se deshiciera nada de la demanda embalsada por la pandemia).<sup>15</sup>

Álvaro Leandro y Eduard Llorens i Jimeno

14. La variación anual en 2021 sería del 3,5%, algo más conservadora que la previsión de la Comisión Europea (4,3%) y ligeramente más optimista que la del BCE (3,0%).

15. Trasladamos al PIB las proyecciones para el consumo presentadas anteriormente con el modelo semiestructural de CaixaBank Research para la eurozona. Se trata de un modelo de equilibrio general con ocho ecuaciones estimadas y 20 ecuaciones auxiliares que a corto plazo está determinado por la demanda agregada, mientras que a largo plazo la demanda y oferta agregadas se igualan.