

## El paper del consum embassat en la recuperació de la zona de l'euro el 2021

Els confinaments i les altres mesures per contenir la COVID-19 han comportat un augment notable de l'estalvi de les llars europees. El tancament dels comerços no essencials i de moltes activitats d'oci, juntament amb les restriccions a la mobilitat i a l'activitat i amb un augment de la incertesa, ha provocat que la taxa d'estalvi a la zona de l'euro assolís un màxim proper al 25% durant el 2T 2020, en relació amb el 13% registrat abans de la pandèmia.

Aquesta quantitat d'estalvi «forçat» per la COVID-19 és substancial i, per tant, té el potencial d'esperonar la recuperació econòmica quan el control de la pandèmia permeti una reactivació més sostinguda de l'activitat. Les llars europees gastaran aquests estalvis forçats quan es relaxin les restriccions? A quina velocitat? Com impactarà això en el creixement econòmic?

La situació actual no té precedents moderns, ja que, habitualment, les caigudes d'ingressos que acompanyen les recessions tendeixen a pesar sobre l'estalvi. No obstant això, hi ha alguns exemples d'estalvi forçat en la història. Als EUA, el racionament i les restriccions al subministrament durant la Segona Guerra Mundial van comportar un augment enorme de l'estalvi de les llars nord-americanes, gairebé del 40% del PIB segons algunes estimacions. Després de la guerra, les llars nord-americanes van reduir ràpidament les taxes d'estalvi i van oferir un impuls addicional a la reactivació econòmica.<sup>1</sup>

Salvant les distàncies històriques, en el cas actual d'Europa, l'estalvi acumulat durant la pandèmia també és significatiu: d'una mica més del 4% del PIB pre-pandèmia al conjunt del 2020. La força amb què aquest estalvi pugui esperonar la recuperació dependrà dels factors que van causar la caiguda del consum i l'increment de l'estalvi en primer lloc: les pròpies restriccions al consum, la incertesa sobre les perspectives econòmiques i l'evolució dels ingressos de les famílies. Amb un model senzill,<sup>2</sup> identifiquem la contribució d'aquestes tres forces a la variació del consum de les llars en el conjunt del 2020.<sup>3,4</sup> Segons aquestes estima-

1. S'estima que, entre el 1946 i el 1949, van gastar gairebé el 20% dels estalvis acumulats. Vegeu «Annual Report of the Council of Economic Advisors, Economic Report of the President», febrer del 1970 (taula C-15), disponible a <https://fraser.stlouisfed.org/>.

2. Es tracta d'un model de primeres diferències estimat mitjançant mínims quadrats ordinaris. Més detalladament, estímem la següent equació amb dades des del 1T 1999 fins al 4T 2019:

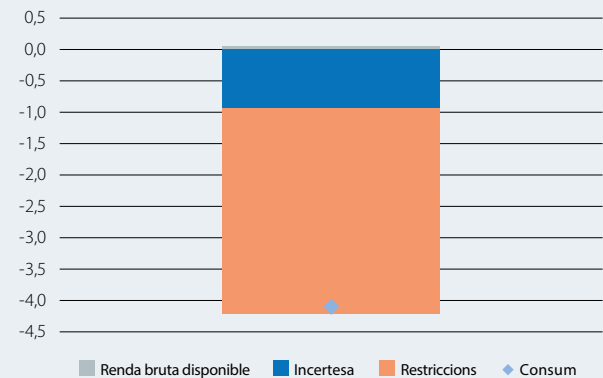
$\Delta \ln C_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta \ln RBD_t + \beta_2 \Delta \ln \text{Incertesa}_t + \Delta \varepsilon_t$ , on  $C$  representa el consum i  $RBD$ , la renda bruta disponible. L' $R^2$  de la regressió és del 42%.

3. Mesurem la incertesa amb la dispersió de previsions del PIB al panell d'analistes del Survey of Professional Forecasters del BCE. En concret, amb la desviació estàndard de la previsió del creixement interanual del PIB a dos trimestres vista.

4. Seguint les metodologies del BCE i del Banc d'Espanya, la contribució de les restriccions s'estima com el residu del model (corregit pel seu error de previsió històric). Vegeu «COVID-19 and the increase in household savings: precautionary or forced?», al Butlletí Econòmic del BCE 06/2020, i «El ahorro de los hogares durante la pandemia y sus posibles efectos sobre la reactivación futura del consumo», al Butlletí Econòmic 1/2021 del Banc d'Espanya.

### Zona de l'euro: contribució a la caiguda del consum de les llars

Acumulat 1T 2020-4T 2020 (%)



Font: Estimacions pròpies de CaixaBank Research, a partir del model descrit a la nota 2 del Focus.

cions, el gros del consum perdut el 2020 va ser degut a les restriccions, tal com ho recull el primer gràfic, tot i que l'augment de la incertesa també va contribuir de manera significativa a la caiguda del consum. En canvi, l'evolució de la renda bruta disponible va frenar una part del descens del consum, ja que, a diferència de les recessions tradicionals, el 2020, la renda de les llars no va recular, sinó que es va sostenir gràcies al suport fiscal dels països europeus.<sup>5</sup>

Aquestes contribucions suggereixen que, quan el control de la pandèmia permeti aixecar les restriccions, es pot desfer una bona part de l'estalvi engabiat. Per tenir més pistes sobre la velocitat a la qual ho farà i en quines quantitats, aprofitarem les relacions històriques del nostre model del consum per avaluar l'impacte el 2021 dels tres grans determinants que acabem d'identificar. En concret, considerem un escenari en què la immunització dels col·lectius de risc desencadena un aixecament de les restriccions i una reactivació econòmica més sostinguda a partir del 2T 2021, amb una reducció de la incertesa relativament ràpida i amb un creixement gradual de la renda de les llars.<sup>6</sup> En aquest escenari, la predicció del nostre model (vegeu la línia grisa al segon gràfic) suggeriria un rebot fort de la despesa de les famílies en els propers trimestres.

No obstant això, aquesta projecció és més aviat optimista, ja que assumeix que el que la incertesa i les restriccions li

5. Amb dades fins al 3T 2020, els estudis anteriors troben també una composició semblant de l'estalvi engabiat durant la pandèmia.

6. Més detalladament, en aquest escenari, les restriccions no desapareixen, però disminueixen a nivells equivalents a un índex de severitat del confinament (Oxford Stringency Index) inferior als 30 punts en el segon semestre. Per la seva banda, la incertesa es redueix a la meitat i queda a mig camí entre els nivells del 2020 i el punt de partida pre-pandèmia. Finalment, assumim que la renda bruta disponible (RBD) creix a un ritme intertrimestral mitjà lleugerament inferior a l'1% (és a dir, una mica per sota de la nostra previsió per al PIB de la zona de l'euro, ja que, després de quedar aïllada de l'enfonsament del PIB, també cal esperar una menor translació del rebot del PIB a l'RBD el 2021).

van restar el 2020 en termes de consum l'hi retornaran en la mateixa intensitat el 2021.<sup>7</sup> O, en altres paraules, que fins a dos terços del consum embassat el 2020 es desfarà i es materialitzarà el 2021.<sup>8</sup> No obstant això, a la pràctica, hi ha diversos factors que matisaran el rebot del consum.

Primer, una part significativa de l'estalvi acumulat el 2020 prové d'una varietat de serveis no ajornables en el temps. Per exemple, quan les restriccions es relaxin i puguem anar als concerts dels nostres grups favorits, és probable que, al principi, anem a concerts més sovint del que ho fèiem normalment en temps pre-pandèmia, però es fa difícil pensar que aquesta embranzida inicial compensi tots els concerts que ens vam perdre durant el 2020. En altres paraules: la demanda embassada es desfà més lentament quan el consum sacrificat ha estat un consum de serveis.

Segon, una gran part de l'estalvi acumulat el 2020 es concentra en les rendes més altes,<sup>9</sup> i són precisament aquestes rendes les que tenen una propensió marginal a consumir més baixa; és a dir, quan les restriccions es relaxin i comencem a recuperar els nostres hàbits de consum pre-pandèmia, les llars amb més poder adquisitiu podrien ser les que, en termes relatius, menys estalvi desfacin. Així mateix, l'experiència de països com els EUA mostra que una bona part de les llars, en lloc de consumir, han destinat una part de l'estalvi acumulat el 2020 a reduir els deutes.<sup>10</sup>

Tercer, és probable que la pandèmia afecti negativament les expectatives. D'una banda, habitualment, les recessions fan que les famílies mostrin més aversió al risc,<sup>11</sup> de manera que, malgrat que disminueixi la incertesa, els motius precautoris continuen pesant sobre el consum. De l'altra, existeix la possibilitat que, davant l'important increment del deute públic, originat per les mesures de suport adoptades durant aquesta crisi, les llars, preventivament, puguin retenir una part de l'estalvi acumulat per afrontar futures pujades d'impostos.<sup>12</sup>

Tots aquests elements suggereixen que la reducció de la incertesa i l'aixecament de les restriccions es traslladaran de manera menys intensa al consum. Podem incorporar aquesta menor intensitat al nostre model<sup>13</sup> i obtenim una

7. En termes tècnics, la projecció assumeix una simetria d'elasticitats entre el 2020 i el 2021 de les forces d'incertesa, restriccions i renda sobre el consum.

8. Per obtenir la fracció del consum embassat que es desfà, comparem la projecció del consum amb la que representa la línia taronja (vegeu el segon gràfic), que correspon al creixement del consum que observariem si estigués empès exclusivament per la renda de les famílies (és a dir, la línia taronja mostra l'evolució del consum en un escenari en què ni les restriccions ni la incertesa alleugen el seu llast).

9. Així ho mostren les dades del Regne Unit i de França, entre d'altres. Vegeu «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. Vegeu el Focus «El consum donarà suport a la recuperació nord-americana el 2021?», a l'IM01/2021.

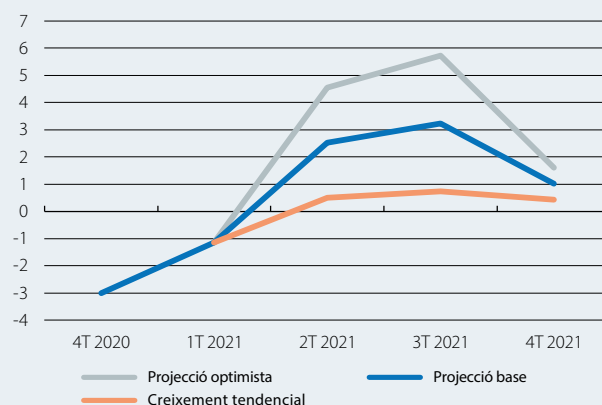
11. Vegeu Malmendier, U. i Nagel, S. (2011), «Depression babies: Do macroeconomic experiences affect risk taking?», The Quarterly Journal of Economics, 126(1), 373-416.

12. Aquest fenomen s'anomena equivalència ricardiana.

13. En termes tècnics, assumim que les elasticitats de les variables d'incertesa i de restriccions esmentades més amunt es redueixen a la meitat.

## Zona de l'euro: consum de les llars

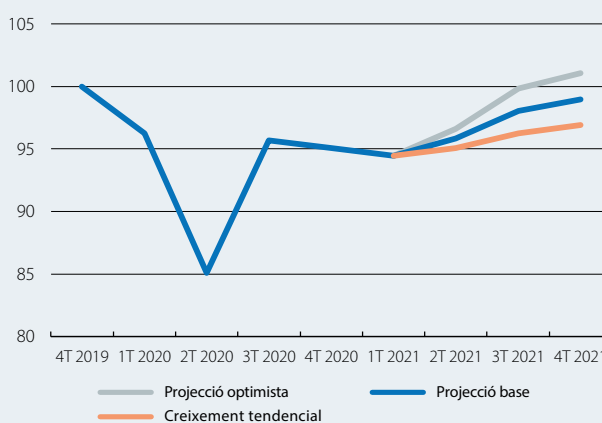
Variació intertrimestral (%)



Font: Projeccions pròpies de CaixaBank Research, basades en el model descrit a la nota 2 del Focus.

## Zona de l'euro: PIB

Índex (100 = 4T 2019)



Font: Projeccions pròpies de CaixaBank Research, basades en el model esmentat a la nota 15 del Focus.

projecció més ponderada del consum el 2021<sup>14</sup> (vegeu la línia blava del segon gràfic): es desferia un terç de l'estalvi engabiat el 2020.

Malgrat tot, és probable que la demanda embassada ajudi a esperonar la reactivació i, tot i que, possiblement, es pugui desfer de manera imperfecta, tindrà un impacte significatiu sobre el conjunt de l'activitat econòmica (vegeu el tercer gràfic). De fet, les nostres estimacions suggereixen que, en l'escenari optimista, l'alliberament de l'estalvi engabiat podria afegir 2,5 p. p. al PIB de la zona de l'euro el 2021 o, en l'escenari més ponderat, una mica més d'1 p. p. (en els dos casos en relació amb un escenari en què no es desfés res de la demanda embassada per la pandèmia).<sup>15</sup>

Álvaro Leandro i Eduard Llorens i Jimeno

14. La variació anual el 2021 seria del 3,5%, una mica més conservadora que la previsió de la Comissió Europea (el 4,3%) i lleugerament més optimista que la del BCE (el 3,0%).

15. Traslladem al PIB les projeccions per al consum presentades més amunt amb el model semiestructural de CaixaBank Research per a la zona de l'euro. Es tracta d'un model d'equilibri general amb vuit equacions estimades i 20 equacions auxiliars que, a curt termini, està determinat per la demanda agregada, mentre que, a llarg termini, la demanda i l'oferta agregades s'igualen.