

## El ahorro y el consumo en tiempos de pandemia: un repaso histórico e internacional

Gracias a la efectividad de las vacunas, la economía se ha reactivado con fuerza y la vida va retomando una cierta normalidad. Pero un suceso del calibre de la COVID-19 puede alterar la naturaleza de la actividad económica de manera persistente. En buena parte, esto dependerá de nuestra confianza, capacidad y voluntad para volver a los patrones de inversión y consumo previos a la crisis.

### Economía de pandemias en perspectiva histórica

La crisis económica de la COVID-19 es un cisne negro, un evento muy infrecuente. Podríamos recurrir a la experiencia histórica para comprenderlo mejor, pero nos veríamos abocados a comparar tiempos, sociedades y economías marcadamente diferentes. Si abriéramos el abanico desde el siglo XIV, con la peste negra, hasta el siglo XX, con la gripe española de 1918-1920, habremos tenido 19 pandemias en Europa y una pincelada bastante inequívoca de su impacto económico: ejercen un lastre persistente y deprimen significativamente los tipos de interés y el crecimiento de la actividad durante más de 10 años, e incluso más de 20 en algunos casos.<sup>1</sup>

Sin embargo, la crisis de la COVID-19 es singular incluso en una comparativa entre pandemias. Históricamente, las pandemias se saldaban con una gran mortalidad y, por lo tanto, generaban escasez de trabajo. Era una escasez relativa, con la contrapartida de una abundancia de capital que pesaba sobre los tipos de interés, aupaba los salarios y reducía la inversión y el crecimiento. La COVID-19 es, claramente, una pandemia distinta: la medicina y las medidas sociales de protección han contenido la mortalidad (que, por la naturaleza del virus, también se estima menor), mientras que las políticas económicas protegían al tejido productivo. En consecuencia, quizás sea más relevante evaluar, por ejemplo, el impacto sobre los tipos de interés con factores como la presión de la deuda pública o los temores de dominancia fiscal (en vez del mecanismo de abundancia relativa de capital que imperaba en pandemias anteriores).<sup>2</sup>

### Cicatrices en el comportamiento

Otra manera de analizar las consecuencias de un evento infrecuente como la COVID-19 es en términos de nuestras creencias personales. En los últimos 15 años, hemos vivido una gran crisis financiera a nivel mundial y una pandemia, dos acontecimientos aparentemente atípicos, que quizás ya no nos lo parezcan tanto. Sin embargo, la materialización de un evento que suponíamos improbable o imposible provoca grandes reajustes en lo que creemos que es posible y probable, especialmente si deja huella en nuestras vidas.

Si cambia nuestra manera de ver el mundo y somos más sensibles al riesgo de eventos muy severos, la COVID-19 podría dejar cicatrices en forma de mayor aversión al riesgo, más ahorro, menos demanda y, en definitiva, menores tasas de interés y de crecimiento. De hecho, hay una amplia evidencia de que las crisis económicas dejan secuelas en las preferencias de consumo, ahorro e inversión. Haber sufrido dificultades, como pérdidas financieras, bajos retornos de inversión o periodos de desempleo, se traduce persistentemente en una mayor aversión al riesgo,<sup>3</sup> un menor consumo<sup>4</sup> y una menor participación en los mercados de valores,<sup>5</sup> entre otros efectos que surgen al comparar personas que, más allá de diferencias en su pasado, hoy tienen una edad, unos ingresos, una riqueza y un estado laboral parecidos. Estas secuelas afectan incluso a economistas sofisticados como los mandatarios de mayor rango de la Fed: se ha documentado que son más *hawkish* cuando han sido testigos de mayores tasas de inflación a lo largo de sus vidas.<sup>6</sup>

### La singularidad económica de la COVID-19

La huella que la COVID-19 deje en nuestras creencias tiene implicaciones relevantes. Por ejemplo, hay economistas que sugieren que la escasez de trabajadores en algunas empresas estadounidenses puede reflejar un cambio de preferencias de los hogares, que desean ahora más tiempo libre y en familia.<sup>7</sup> También será importante para el futuro del ahorro generado durante la crisis. Como indican los dos primeros gráficos, el aumento del ahorro ha sido relativamente duradero y los volúmenes acumulados son importantes. En tanto que es una crisis severa, las cicatrices de la pandemia pueden mantener encadenado al ahorro y pesar

1. Véase Jordà, Ò., Singh, S. R. y Taylor, A. M. (2020). «Longer-run economic consequences of pandemics?». *The Review of Economics and Statistics*, 1-29.

2. Véase el artículo «[La sombra de la dominancia fiscal](#)» en el Dossier del IM04/2021.

3. Véase Andersen, S., Hanspal, T. y Nielsen, K. M. (2019). «Once bitten, twice shy: The power of personal experiences in risk taking». *Journal of Financial Economics*, 132(3), 97-117. Estudian la recomposición de carteras de inversión recibidas en herencia por una muerte repentina. En promedio, los individuos que habían sufrido en primera persona pérdidas por la crisis financiera de 2007-2008 redujeron en 9 p. p. el peso de los activos de riesgo sobre el total de la cartera (respecto al grupo de control, que también recibe una herencia pero no ha sufrido pérdidas en la crisis).

4. Véase Malmendier, U. y Shen, L. S. (2018). «Scarred consumption». *National Bureau of Economic Research*, n.º w24696.

5. Véase Malmendier, U. y Nagel, S. (2011). «Depression babies: do macroeconomic experiences affect risk taking?». *The quarterly journal of economics*, 126(1), 373-416.

6. Es decir, son sostenidamente más favorables a endurecer la política monetaria. Véase Malmendier, U., Nagel, S. y Yan, Z. (2017). «The making of hawks and doves: Inflation experiences on the FOMC». *National Bureau of Economic Research*, n.º w23228.

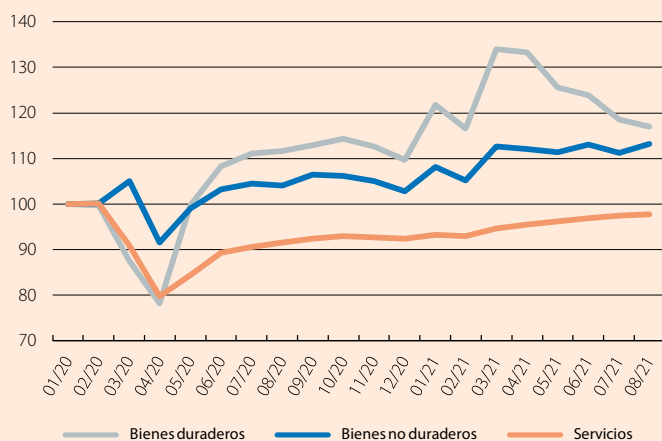
7. Véase Autor, D. (2021). *Good news: there's a labor shortage*. Artículo de opinión en *The New York Times*.

sobre el desempeño de la economía. Pero, una vez más, debemos recordar que la COVID-19 es un evento severo atípico: hemos vivido un colapso histórico de la economía, pero también hemos sido testigos de una reactivación económica rápida y, en algunos mercados financieros, el rebote incluso ha flirtado con la exuberancia. Del mismo modo, muchos trabajadores se vieron forzados a suspender su actividad, pero no quedaron desempleados: muchas relaciones laborales empresa-trabajador se han mantenido gracias a programas como los ERTE, que han facilitado la vuelta al trabajo y han atenuado la incertidumbre sobre las perspectivas laborales. Además, a diferencia de otras crisis, la actual acumulación de ahorro no se debe tanto a razones precautorias como a la imposibilidad de consumir por las propias restricciones a la actividad,<sup>8</sup> de hecho, el grueso se ha almacenado en depósitos bancarios, lo que facilita que se convierta más rápidamente en consumo.<sup>9</sup>

La atipicidad de la crisis queda clara si analizamos la evolución de tres tipos distintos de gasto: en bienes duraderos, bienes no duraderos y servicios. Como muestra el tercer gráfico, la pandemia todavía lastra el consumo de servicios, que es el más penalizado por las restricciones, pero los bienes, tanto duraderos como no duraderos, han rebotado con fuerza y ya superan de manera notable los niveles precrisis,<sup>10</sup> aparentemente inafectados por la incertidumbre y dando una muestra más de la singularidad económica de la COVID-19. Esta singularidad está también aflorando actualmente por el lado de la oferta: las disrupciones en las cadenas globales de suministro, derivadas de cuellos de botella en el transporte mundial y de escasez de algunos componentes (semiconductores, microchips, etc.), en un contexto de gran dinamismo de la demanda pueden atenuar en cierta medida el despegue del consumo en los próximos meses si se agudizan.

**EE. UU.: gasto real**

Índice (100 = enero 2020)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la FRED.

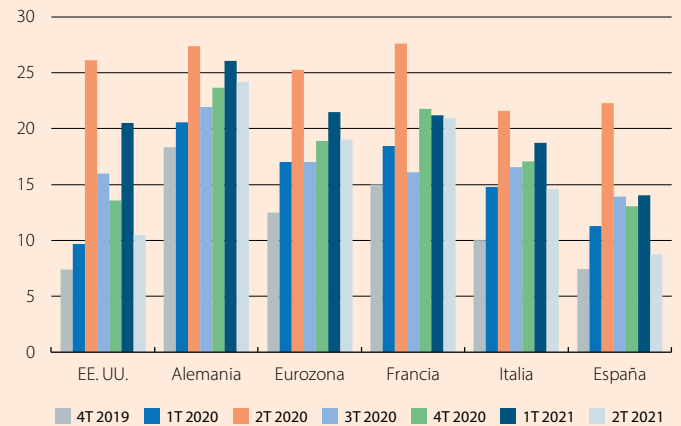
8. Véase el Focus «El papel del consumo embalsado en la recuperación de la eurozona en 2021» en el IM05/2021.

9. Estimamos que el aumento de los depósitos equivale a cerca del 40% del ahorro total acumulado en Alemania, alrededor del 60% en Francia y España y un 50% en Italia. En EE. UU. se acerca al 90%.

10. Esta composición del consumo se observa tanto en EE. UU. (tercer gráfico) como en otros países. Véase el caso de Francia en Bounie, D. et al. (2020). «Consumption dynamics in the covid crisis: real time insights from French transaction bank data». Covid Economics, 59, 1-39.

**Tasa de ahorro de los hogares**

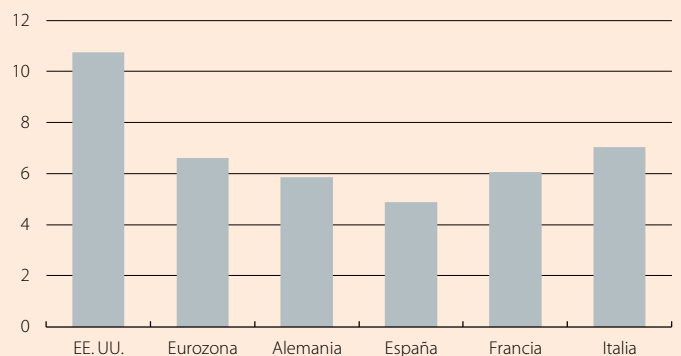
(% de la renta bruta disponible)



Nota: Datos de trimestre estanco, ajustados por efectos de calendario y estacionalidad. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de U.S. BEA y de Eurostat.

**Exceso de ahorro acumulado entre el 1T 2020 y el 2T 2021**

(% del PIB de 2019)



Nota: El exceso de ahorro se estima como la diferencia entre el ahorro observado y el que, dada la evolución de la renta disponible en 2020 y 2021, se habría producido si los hogares hubieran mantenido sus tasas de ahorro prepandemia. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de U.S. BEA y de Eurostat.

Así, aunque si extrapolamos la experiencia de crisis económicas pasadas es tentador apuntar a cicatrices persistentes sobre el ahorro, el consumo y la inversión, la atipicidad de la COVID-19 abre muchos interrogantes, también sobre la validez de las experiencias pasadas. Es inevitable especular sobre sus consecuencias económicas futuras, pero lo realmente necesario es tener buena información sobre la respuesta real de consumidores, ahorradores e inversores. Y esto es lo que le ofrecemos al lector en las siguientes páginas del Dossier: información precisa y detallada, basada en los microdatos internos de CaixaBank, sobre el comportamiento a tiempo real de los consumidores y ahorradores españoles en tiempos de pandemia.

Adrià Morron Salmeron