

## L'estalvi i el consum en temps de pandèmia: un repàs històric i internacional

Gràcies a l'efectivitat de les vacunes, l'economia s'ha reactivat amb força i la vida va reprendre una certa normalitat. Però un esdeveniment del calibre de la COVID-19 pot alterar la naturalesa de l'activitat econòmica de manera persistent. En bona part, això dependrà de la nostra confiança, capacitat i voluntat de tornar als patrons d'inversió i de consum previs a la crisi.

### Economia de pandèmies en perspectiva històrica

La crisi econòmica de la COVID-19 és un cigne negre, un esdeveniment molt infreqüent. Podríem recórrer a l'experiència històrica per comprendre'l millor, però ens veuríem abocats a comparar temps, societats i economies marcadament diferents. Si obrim el ventall des del segle XIV, amb la pesta negra, fins al segle XX, amb la grip espanyola del 1918-1920, haurem tingut 19 pandèmies a Europa i obtindrem una pinzellada força inequívoca del seu impacte econòmic: exerceixen un llast persistent i deprimeixen de forma significativa els tipus d'interès i el creixement de l'activitat durant més de 10 anys i, fins i tot, més de 20 en alguns casos.<sup>1</sup>

No obstant això, la crisi de la COVID-19 és singular, fins i tot, en una comparativa entre pandèmies. Històricament, les pandèmies se saldaven amb una gran mortalitat i, per tant, generaven escassetat de treball. Era una escassetat relativa, amb la contrapartida d'una abundància de capital que pesava sobre els tipus d'interès, ajudava a apujar els salaris i reduïa la inversió i el creixement. La COVID-19 és, clarament, una pandèmia diferent: la medicina i les mesures socials de protecció han contingut la mortalitat (que, per la naturalesa del virus, també s'estima que ha estat menor), mentre que les polítiques econòmiques protegien el teixit productiu. En conseqüència, potser és més rellevant avaluar, per exemple, l'impacte sobre els tipus d'interès amb factors com la pressió del deute públic o els temors de dominància fiscal (en lloc del mecanisme d'abundància relativa de capital imperant en pandèmies anteriors).<sup>2</sup>

### Cicatris en el comportament

Una altra manera d'analitzar les conseqüències d'un esdeveniment infreqüent com la COVID-19 és en termes de les nostres creences personals. En els 15 últims anys, hem viscut una gran crisi financera a nivell mundial i una pandèmia, dos esdeveniments aparentment atípics que, potser, ja no ens ho semblen tant. No obstant això, la materialització d'un esdeveniment que suposàvem que era improbable o impossible provoca grans reajustaments en el que creiem que és possible i probable, en especial si deixa una empremta en les nostres vides.

Si canvia la nostra manera de veure el món i som més sensibles al risc d'esdeveniments molt severos, la COVID-19 podria deixar cicatrius en forma de més aversió al risc, més estalvi, menys demanda i, en definitiva, taxes d'interès i de creixement més baixes. De fet, hi ha una àmplia evidència que les crisis econòmiques deixen seqüeles en les preferències de consum, d'estalvi i d'inversió. Haver patit dificultats, com pèrdues financeres, retorns d'inversió baixos o períodes d'atur, es tradueix de forma persistent en una major aversió al risc,<sup>3</sup> en un menor consum<sup>4</sup> i en una menor participació als mercats de valors,<sup>5</sup> entre altres efectes que sorgeixen en comparar persones que, més enllà de diferències en el passat, avui tenen una edat, uns ingressos, una riquesa i un estat laboral semblants. Aquestes seqüeles afecten, fins i tot, economistes sofisticats com els mandataris de major rang de la Fed: s'ha documentat que són més *hawkish* quan han estat testimonis de taxes d'inflació més elevades al llarg de les seves vides.<sup>6</sup>

### La singularitat econòmica de la COVID-19

La petjada que la COVID-19 deixi en les nostres creences té implicacions rellevants. Per exemple, hi ha economistes que suggereixen que l'escassetat de treballadors en algunes empreses nord-americanes pot reflectir un canvi de preferències de les llars, que desitgen ara més temps lliure i en família.<sup>7</sup> També serà important per al futur de l'estalvi generat durant la crisi. Com ho indiquen els dos primers gràfics, l'augment de l'estalvi ha estat relativament durador i els volums acumulats són importants. Tenint en compte que és una crisi severa, les cicatrius de la pandèmia poden mantenir encadenat l'estalvi i pesar sobre el funcionament de

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

2. Vegeu l'article «L'ombra de la dominància fiscal», al Dossier de l'IM04/2021.

3. Vegeu Andersen, S., Hanspal, T. i Nielsen, K. M. (2019), «Once bitten, twice shy: The power of personal experiences in risk taking», *Journal of Financial Economics*, 132(3), 97-117. Estudien la recomposició de les carteres d'inversió rebudes en herència arran d'una mort sobtada. De mitjana, els individus que havien patit en primera persona pèrdues per la crisi financera del 2007-2008 van reduir en 9 p. p. el pes dels actius de risc sobre el total de la cartera (en relació amb el grup de control, que també rep una herència però no ha patit pèrdues en la crisi).

4. Vegeu Malmendier, U. i Shen, L. S. (2018), «Scarred consumption», *National Bureau of Economic Research*, núm. w24696.

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

6. És a dir, són sostingudament més favorables a endurir la política monetària. Vegeu Malmendier, U., Nagel, S. i Yan, Z. (2017), «The making of hawks and doves: Inflation experiences on the FOMC», *National Bureau of Economic Research*, núm. w23228.

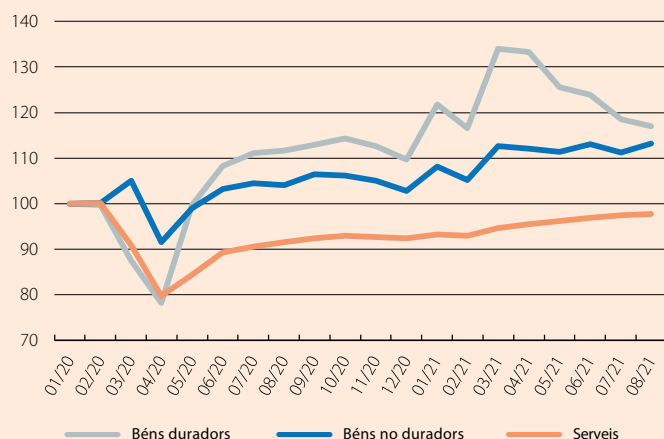
7. Vegeu Autor, D. (2021), «Good news: there's a labor shortage», article d'opinió publicat al *The New York Times*.

l'economia. Però, una vegada més, hem de recordar que la COVID-19 és un esdeveniment sever atípic: hem viscut un col·lapse històric de l'economia, però també hem estat testimonis d'una reactivació econòmica ràpida, i, en alguns mercats financers, el rebot, fins i tot, ha flirtejat amb l'exuberància. De la mateixa manera, molts treballadors es van veure forçats a suspendre la seva activitat, però no van quedar aturats: moltes relacions laborals empresa-treballador s'han mantingut gràcies a programes com els ERTO, que han facilitat el retorn a la feina i han atenuat la incertesa sobre les perspectives laborals. A més a més, a diferència d'altres crisis, l'acumulació d'estalvi actual no és deguda tant a raons precautòries com a la impossibilitat de consumir per les pròpies restriccions a l'activitat;<sup>8</sup> de fet, el gros de l'estalvi s'ha emmagatzemat en dipòsits bancaris, la qual cosa facilita que es converteixi més ràpidament en consum.<sup>9</sup>

L'atipicitat de la crisi queda clara si analitzem l'evolució de tres tipus diferents de despesa: en béns duradors, en béns no duradors i en serveis. Com ho mostra el tercer gràfic, la pandèmia encara llasta el consum de serveis, que és el més penalitzat per les restriccions, però els béns, tant duradors com no duradors, han rebotat amb força i ja superen de manera notable els nivells precisi,<sup>10</sup> aparentment inafectats per la incertesa i evidenciant una vegada més la singularitat econòmica de la COVID-19. En l'actualitat, aquesta singularitat també està aflorent pel costat de l'oferta: les disrupcions en les cadenes globals de subministrament, derivades dels colls d'ampolla en el transport mundial i de l'escassetat d'alguns components (semiconductors, microxips, etc.), en un context de gran dinamisme de la demanda, poden atenuar, en certa manera, l'enlairament del consum en els propers mesos si s'intensifiquen.

### EUA: despesa real

Índex (100 = gener 2020)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la FRED.

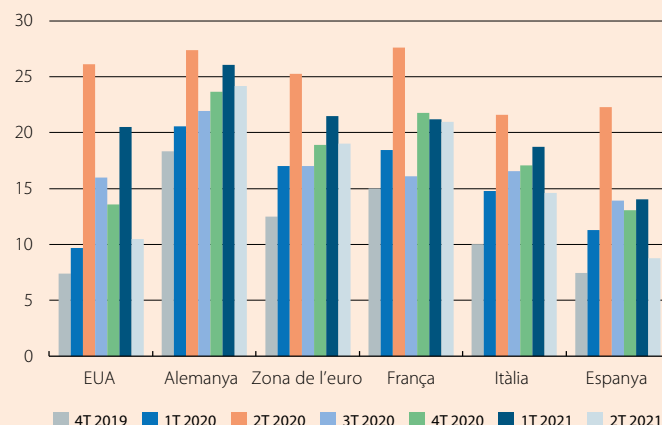
8. Vegeu el Focus «El paper del consum embassat en la recuperació de la zona de l'euro el 2021», a l'IM05/2021.

9. Estimem que l'augment dels dipòsits equival gairebé al 40% de l'estalvi total acumulat a Alemanya, al voltant del 60% a França i a Espanya i al 50% a Itàlia. Als EUA s'acosta al 90%.

10. Aquesta composició del consum s'observa tant als EUA (tercer gràfic) com en altres països. Vegeu el cas de França a Bounie, D. et al. (2020), «Consumption dynamics in the covid crisis: real time insights from French transaction bank data», Covid Economics, 59, 1-39.

### Taxa d'estalvi de les llars

(% de la renda bruta disponible)

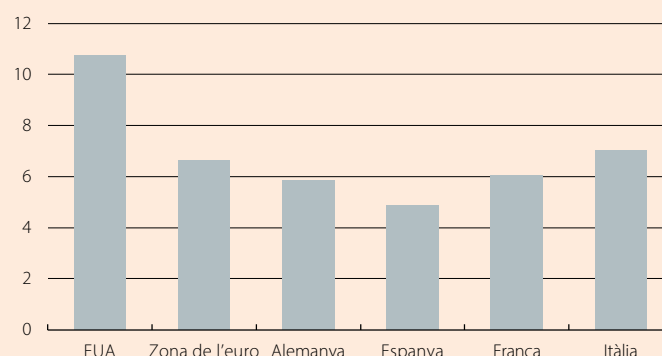


Nota: Dades de trimestre estanc, ajustades per efectes de calendari i d'estacionalitat.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'U.S. BEA i d'Eurostat.

### Excés d'estalvi acumulat entre el 1T 2020 i el 2T 2021

(% del PIB del 2019)



Nota: L'excés d'estalvi s'estima com la diferència entre l'estalvi observat i el que, atesa l'evolució de la renda disponible el 2020 i el 2021, s'hauria produït si les llars haguessin mantingut les taxes d'estalvi pre-pandèmia.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'U.S. BEA i d'Eurostat.

Així, malgrat que, si extrapolem l'experiència de crisis econòmiques passades, és temptador apuntar a cicatrius persistents sobre l'estalvi, sobre el consum i sobre la inversió, l'atipicitat de la COVID-19 obre molts interrogants, també sobre la validesa de les experiències passades. És inevitable especular sobre les seves conseqüències econòmiques futures, però el que és realment necessari és tenir una bona informació sobre la resposta real dels consumidors, dels estalviadors i dels inversors. I això és el que oferim al lector en les següents pàgines del Dossier: informació precisa i detallada, basada en les microdades internes de CaixaBank, sobre el comportament a temps real dels consumidors i dels estalviadors espanyols durant la pandèmia.

Adrià Morron Salmeron