

EUA: com l'estalvi acumulat pot fer costat a l'economia?

La forta caiguda en el consum nord-americà, en especial en els mesos d'elevades restriccions a la mobilitat, juntament amb la solidesa mostrada per la renda dels ciutadans, gràcies a les contundents rondes d'estímul fiscal el 2020 i al començament del 2021, va comportar un augment sense precedents de la taxa d'estalvi de les llars: des de nivells propers al 8% abans de la pandèmia a màxims per damunt del 30% en la primavera del 2020 (vegeu el primer gràfic).

Malgrat que, en l'actualitat, la taxa d'estalvi se situa molt per sota dels nivells pre-pandèmia (el 5,4% al maig), la veritat és que l'estalvi acumulat durant el 2020 i el 2021 pot continuar afavorint el consum en el que queda del 2022 i el 2023. Però de quant estem parlant?

Excés d'estalvi: acumulat?, gastat?

El primer pas consisteix a estimar el que s'ha vingut considerant com «excés d'estalvi». Recordem que l'estalvi és una variable flux i es defineix com la diferència entre la renda bruta disponible de les llars i la seva despesa total (consum privat i pagaments en servei del deute i d'altres transferències). Per estimar l'estalvi acumulat, calculem la diferència entre els nivells de renda disponible i de despesa observats i els que s'haurien assolit en absència de la pandèmia, és a dir, els nivells contrafactuals si s'hagués mantingut el ritme de creixement mitjà observat en els cinc anys previs a la pandèmia (vegeu el segon gràfic).

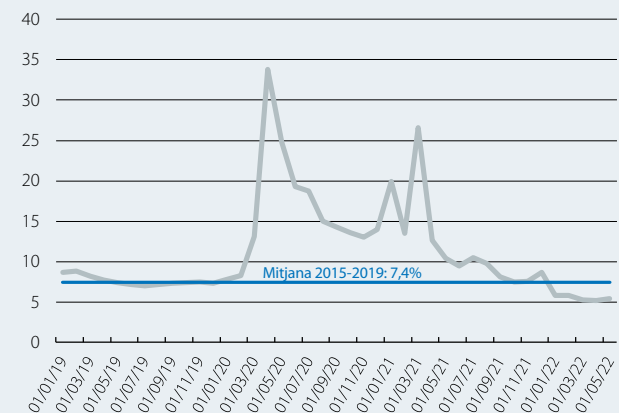
Aquesta quantificació ens mostra que les famílies van acumular, aproximadament, 2,5 bilions de dòlars en excés d'estalvi entre el 1T 2020 i el 3T 2021 (el 12% del PIB). És una quantitat molt important i clarament superior a la d'altres economies avançades, on també es van desplegar importants ajudes públiques (tot i que menys generoses que les nord-americanes) per mitigar els efectes adversos de la pandèmia a les llars. Així, per exemple, al conjunt de la zona de l'euro, s'estima que aquest estalvi es va situar una mica per damunt dels 0,8 bilions d'euros (el 7% del PIB), i, en el cas d'Espanya, estariem parlant d'uns 85.000 milions d'euros (també al voltant del 7% del PIB).¹

Les llars nord-americanes, però, ja han utilitzat una part d'aquest excés d'estalvi per finançar un consum més elevat des de l'inici del 2022, com a resposta a l'augment de la inflació. En concret, segons les nostres estimacions, estariem parlant d'uns 100.000 milions de dòlars, és a dir, poc menys del 5% del que s'havia acumulat prèviament. Si es manté aquesta tendència dels últims mesos, les llars trigarien entre quatre i cinc anys a gastar la totalitat de l'estalvi acumulat en excés, la qual cosa, per al 2022 i el

1. Les xifres poden variar lleugerament en funció de la metodologia utilitzada. Així, per exemple, per al cas espanyol, aquesta xifra oscil·la entre els 70.000 milions d'euros i els 85.000 milions esmentats.

EUA: taxa d'estalvi de les famílies

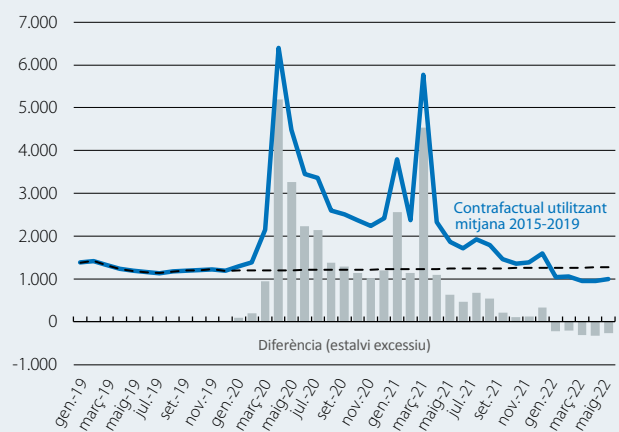
(% de la renda bruta disponible)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Bureau of Economic Analysis.

EUA: nivell d'estalvi de les famílies

(Milers de milions de dòlars) *



Nota: * Xifres mensuals expressades en termes anualitzats.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Bureau of Economic Analysis.

2023, implicaria un total de 500.000 milions anuals (al voltant del 2,4% del PIB).

Quant podrien continuar gastant les llars en els propers trimestres?

No obstant això, la relació entre el consum i l'excés d'estalvi acumulat no és constant ni directament proporcional. Diferents elements influeixen en aquesta relació, de manera que cal analitzar-los per donar resposta a la pregunta de quant suport realment podria significar la bossa d'estalvi acumulat per al consum en els propers trimestres.

El primer element que cal tenir en compte és com les famílies han distribuït aquest estalvi acumulat entre els diversos actius disponibles, ja que els diferents graus de liquiditat dels actius apunten a una capacitat diferent de consum a curt termini. En aquest sentit, malgrat que els fluxos cap

a les accions i els fons d'inversió, així com la contractació de noves hipoteques, es van situar per damunt de les seves respectives mitjanes històriques més recents, la veritat és que el gros de l'excés d'estalvi es va destinar a dipòsits i a efectiu –actius molt líquids– (vegeu el tercer gràfic). Es tracta d'una distribució que hauria d'afavorir una elevada disposició a gastar-lo. Tanmateix, no sembla que això estigui succeint.

Un segon aspecte que cal analitzar és la distribució de l'excés d'estalvi entre les llars en funció del nivell de riquesa, ja que les famílies amb rendes baixes tenen una elevada propensió marginal al consum, i el contrari succeeix amb les llars de rendes elevades.² Així, doncs, arribats a aquest punt, en els dos casos, seria necessari estimar la distribució actual de l'excés d'estalvi i de les propensions marginals al consum en funció de la renda de les llars.

Pel que fa a la distribució, diferents estudis mostren que les llars nord-americanes amb rendes més altes (en el percentil top 20%)³ podrien haver acaparat entre el 40% i el 65% d'aquest excés d'estalvi. De manera que, atesa la seva menor propensió marginal a consumir, comportaria una embranzida menor per al consum que si la distribució hagués estat més proporcional entre totes les llars. Quant a la propensió a consumir, els diferents estudis presenten xifres molt variades. Així, mentre una anàlisi de la Reserva Federal de Boston del 2019 les estimava en [0,218; 0,166; 0,002; 0,002; 0,015], de menor percentil de renda a major, una altra de Penn Wharton, realitzada el 2021, les situava en un rang molt superior, ja que considerava les particularitats que envolten el moment de pandèmia actual: [0,55; 0,40; 0,22; 0,13; 0,12].

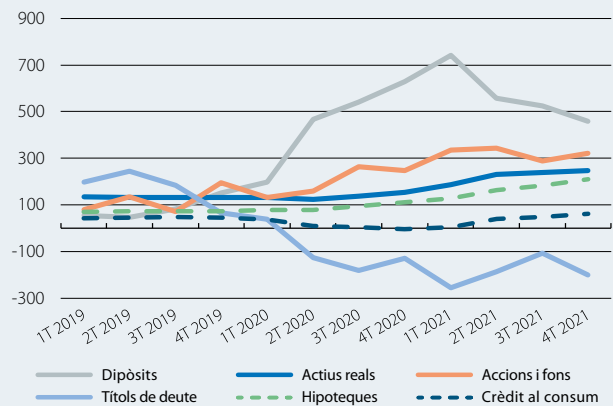
Si considerem aquestes últimes propensions, en estar més alineades amb la situació actual, i amb una distribució de l'estalvi en línia amb l'esmentada més amunt, estimem que les llars podrien arribar a gastar prop de 525.000 milions de dòlars (en termes nominals), és a dir, el 20% del total de l'estalvi acumulat extra. En aquest sentit, i tenint en compte que ja han gastat 100.000 milions, quedarien encara 425.000 milions per als propers trimestres (al voltant de l'1,8% en termes de PIB).

Així i tot, es tracta d'una xifra que, de nou, cal matisar amb un tercer element, la confiança. La disposició de les llars a fer ús dels estalvis acumulats dependrà, també, de les expectatives que tinguin sobre la seva situació econòmica i financera futura. En aquest sentit, i segons una enquesta de la Universitat de Michigan, les perspectives econòmiques dels consumidors es van deteriorar al juny fins a nivells mínims des del 1980, la qual cosa podria apuntar a una major precaució a l'hora d'utilitzar aquest matalàs financer, si més no a curt termini.

2. Això significa que l'increment del consum per cada increment de renda disponible és superior a les llars amb ingressos més baixos.
3. Percentil de 80 a 100.

EUA: entrades netes en actius i passius de les famílies

(Milers de milions de dòlars) *



Notes: * Mitjana mòbil de quatre trimestres. «Dipòsits» inclou efectiu i comptes a la vista i d'estalvis.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Board of Governors of the Federal Reserve System (Flow of Funds).

Escenari de soft(ish)-landing

En balanç, i d'acord amb la nostra anàlisi, l'estalvi embassat podria representar un consum extra al voltant dels 400.000 milions de dòlars (en termes reals) durant el proper any i mig, partint d'un total d'estalvi acumulat del 12% del PIB al llarg de la pandèmia. Juntament amb el bon moment al mercat laboral, aquest factor de suport (que representa al voltant de l'1,5% del PIB) permetrà, segons el nostre parer, que les llars nord-americanes puguin trampejar, en gran part, els efectes negatius de la inflació elevada i del fort tensionament que comporta la ràpida retirada dels estímuls monetaris per part de la Reserva Federal.

Dit això, l'existència d'aquest matalàs d'estalvi no significa que l'economia nord-americana no pugui experimentar un procés de fort alentiment. De fet, és d'esperar que el tensionament de les condicions financeres i la caiguda dels índexs borsaris (el 20% des de l'inici d'enguany) incideixin negativament sobre el consum en els propers trimestres.⁴ No obstant això, el matalàs acumulat, juntament amb la recuperació del mercat laboral i amb una situació financera de les llars robusta, hauria de servir per evitar un refredament profund i durador de l'activitat econòmica.

Clàudia Canals i Antonio Montilla

4. La Reserva Federal estima que l'efecte riquesa de cada dòlar de pèrdua en el patrimoni comporta una disminució de la despesa privada de 3,5 a 5 centaus. Vegeu <https://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2001/200121/200121pap.pdf>