

EL AHORRO DE LOS HOGARES DURANTE LA PANDEMIA Y SUS POSIBLES EFECTOS SOBRE LA REACTIVACIÓN FUTURA DEL CONSUMO

José Antonio Cuenca, Carmen Martínez Carrascal y Ana del Río

Este recuadro fue publicado anticipadamente el 10 de marzo

Un aspecto destacable asociado a la crisis económica provocada por la pandemia de COVID-19 ha sido el extraordinario aumento que ha experimentado la tasa de ahorro de los hogares (véase gráfico 1). En efecto, entre enero y septiembre de 2020 (último dato disponible), tanto en España como en la zona del euro, el ahorro de las familias fue en torno a 3,5 puntos porcentuales (pp) de PIB superior al observado, en promedio, en los tres

primeros trimestres de los últimos cinco años (véase gráfico 2). Una parte significativa de ese exceso de ahorro se ha acumulado en forma de depósitos bancarios (véase gráfico 3).

Esta evolución del ahorro ha sido el reflejo de una caída del consumo de los hogares mucho más acusada que la de las rentas, pues estas últimas han estado sostenidas,

Gráfico 1
TASA DE AHORRO DE LOS HOGARES (a)

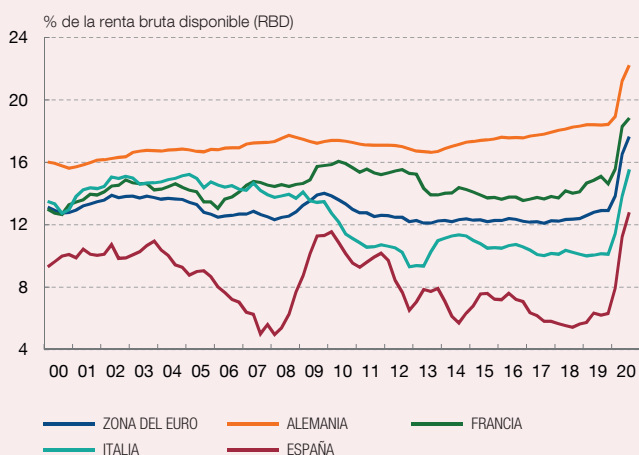


Gráfico 2
EXCESO DE AHORRO EN LOS TRES PRIMEROS TRIMESTRES DE 2020
Diferencia en relación con el ahorro promedio observado en el mismo período de los últimos cinco años

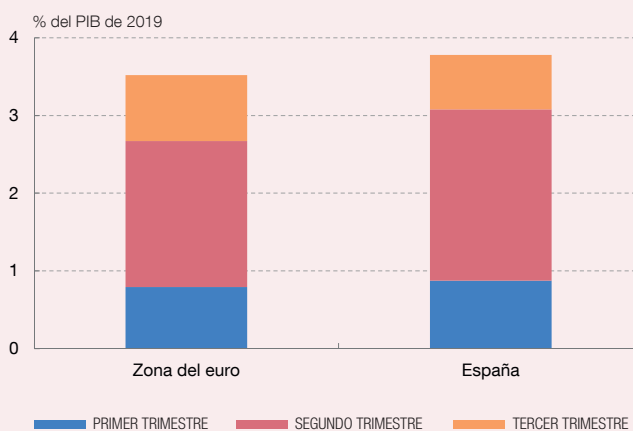


Gráfico 3
DEPÓSITOS BANCARIOS DE LOS HOGARES
Flujos acumulados de doce meses

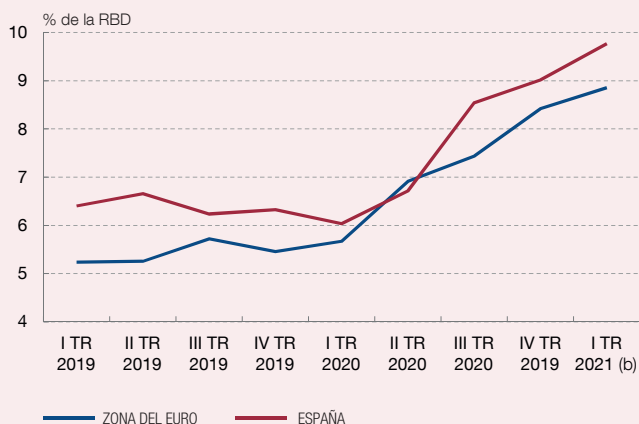
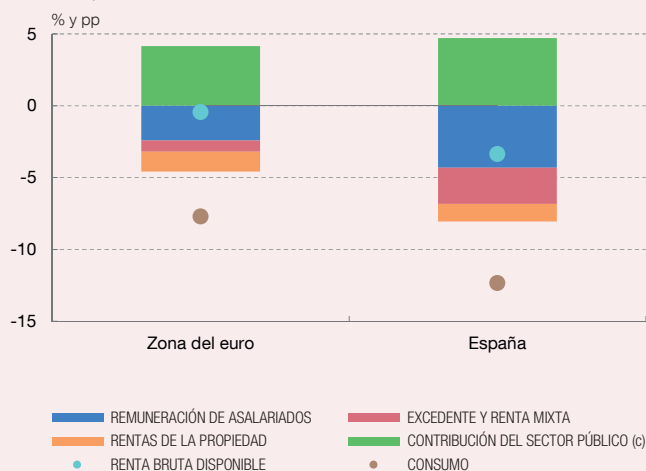


Gráfico 4
LA RENTA Y EL CONSUMO DE LOS HOGARES
Acumulado en los tres primeros trimestres de 2020. Avance interanual y contribuciones. Defactado por IAPC



FUENTES: Eurostat, INE, BCE, Banco de España y cálculos propios.

- a Media móvil de cuatro trimestres. La RBD está ajustada de la variación de derechos de los fondos de pensiones.
- b Los datos correspondientes al primer trimestre de 2021 se refieren al mes de enero.
- c Incorpora la aportación de las prestaciones sociales distintas de las transferencias en especie, las cotizaciones sociales y los impuestos personales.

EL AHORRO DE LOS HOGARES DURANTE LA PANDEMIA Y SUS POSIBLES EFECTOS SOBRE LA REACTIVACIÓN FUTURA DEL CONSUMO (cont.)

en cierta medida, por las ayudas públicas que se han desplegado para mitigar los efectos económicos adversos de la pandemia (véase gráfico 4). A su vez, varios factores han contribuido al histórico retroceso del consumo privado, más allá de la propia disminución de los ingresos de las familias. Así, una parte de la caída del consumo sería consecuencia del deseo de los hogares de incrementar su ahorro por motivo de precaución, ante las actuales circunstancias sanitarias y económicas, de gran incertidumbre¹. En esta coyuntura, la percepción de los hogares sobre su situación financiera futura o acerca de la evolución del desempleo se ha deteriorado de forma notable (véase gráfico 5).

El comportamiento del consumo privado en los últimos trimestres también se habría visto sensiblemente influido por las restricciones que las autoridades han venido imponiendo a la movilidad de las personas y a la realización de determinadas actividades, para contener la expansión de la pandemia. En gran medida, estas restricciones, que sin duda distinguen esta crisis de cualquier otro episodio recesivo reciente, junto al miedo al contagio, han impedido, desde el comienzo de la crisis sanitaria, que las familias alcancen su nivel de consumo deseado. Esto ha generado un importante volumen de ahorro, que podría calificarse como de carácter forzoso². En este sentido, los modelos de consumo empleados por el Banco de España sugieren que la bolsa de ahorro forzoso acumulada hasta el tercer trimestre de 2020 podría situarse próxima al 2,5 % del PIB tanto en la zona del euro como en España (véase gráfico 6)³. El hecho de que el retroceso más pronunciado del consumo se haya observado precisamente en aquellas partidas de gasto asociadas al transporte o que conllevan un mayor grado de interacción social y que, por tanto, se han visto más

afectadas por las restricciones apuntaría también al carácter predominantemente forzoso del aumento del ahorro de los hogares (véase gráfico 7).

En los próximos meses, es de esperar que el avance en el proceso de vacunación permita una relajación gradual de las medidas de contención de la pandemia aún en vigor y contribuya a una disminución progresiva de la incertidumbre sobre la situación sanitaria y económica. Esto permitiría, a su vez, liberar una parte de la bolsa de ahorro privado acumulada, lo que podría imprimir un mayor vigor a la recuperación del consumo. En todo caso, la magnitud de este efecto está sujeta a una elevada incertidumbre, y algunos argumentos sugieren que su impacto podría ser relativamente limitado.

En primer lugar, una parte importante del consumo no satisfecho en los últimos trimestres como consecuencia de las restricciones es atribuible al gasto en servicios, que, por lo general, no es aplazable. En este sentido, cuando los hábitos de consumo se restauren, no es previsible que al gasto habitual en determinados servicios, como la restauración o el ocio, se le añada el no materializado durante la crisis sanitaria.

En segundo lugar, la extraordinaria bolsa de ahorro que se ha acumulado desde el comienzo de la pandemia se concentra principalmente en las rentas más altas, cuya propensión marginal a consumir es menor⁴. Los hogares con las rentas más bajas no solo tienen una menor capacidad de ahorro, sino que el aumento de este durante los últimos trimestres también podría haber sido más limitado o, incluso, en algunos casos, haber sido inexistente, a pesar de que las medidas de apoyo público han contribuido a preservar sus ingresos⁵. En este sentido, cabe señalar, por una parte, que los trabajadores con rentas más

1 Véase, por ejemplo, D. Christelis, D. Georgarakos, T. Jappelli y G. Kenny (2020), *The COVID-19 crisis and consumption: survey evidence from six EU countries*, Documentos de Trabajo n.º 2507, Banco Central Europeo.

2 Véanse la encuesta de Deutsche Bundesbank (2020), «Households' saving behaviour during the pandemic», *Monthly Report*, diciembre, y el análisis para la zona del euro presentado en «COVID-19 and the increase in household savings: precautionary or forced?», *Boletín Económico*, 6/2020, Banco Central Europeo.

3 Esta cuantificación se obtiene, para la UEM, a partir de la ecuación del consumo presentada en A. del Río y J. A. Cuenca (2020), «La renta y el ahorro de los hogares en la zona del euro durante la primera ola de la pandemia», *Boletín Económico*, 4/2020, Banco de España; y, para España, utilizando la ecuación del consumo incluida en el Modelo Trimestral del Banco de España. El ahorro forzoso se calcula a partir del error de previsión de estas ecuaciones, tomando como observados los datos hasta el primer trimestre de 2020. El ahorro forzoso se elevaría en un 1 pp si el cálculo se realiza tomando como último dato observado el cuarto trimestre de 2020. La Comisión Europea, en su informe de previsiones de invierno de 2021, estima un exceso de ahorro del 3 % del PIB en la zona del euro.

4 Véase, por ejemplo, M. Ampudia, R. Cooper, J. Le Blanc y G. Zhu (2020), *MPC Heterogeneity in Europe: Sources and Policy Implications*, NBER Working Paper Series, n.º 25082.

5 Véase, para el Reino Unido, la evidencia que proporcionan A. Davenport, R. Joyce, I. Rasul y T. Waters (2020), *Spending and saving during the COVID-19 crisis: evidence from bank account data*, The Institute for Fiscal Studies.

EL AHORRO DE LOS HOGARES DURANTE LA PANDEMIA Y SUS POSIBLES EFECTOS SOBRE LA REACTIVACIÓN FUTURA DEL CONSUMO (cont.)

Gráfico 5
EXPECTATIVAS DE LOS HOGARES SOBRE LA EVOLUCIÓN DEL DESEMPEJO Y SU SITUACIÓN FINANCIERA
Encuesta de Confianza de la Comisión Europea. Promedio mensual

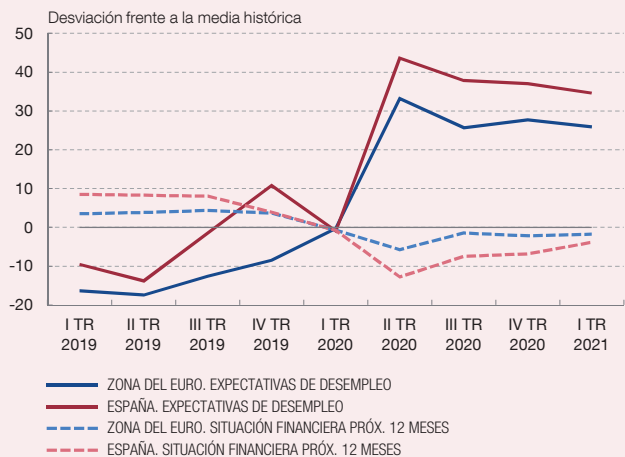


Gráfico 6
DETERMINANTES DEL AUMENTO DEL AHORRO DE LOS HOGARES
Aumento acumulado entre el I TR y el III TR de 2020 sobre mismo período del año 2019 (a)

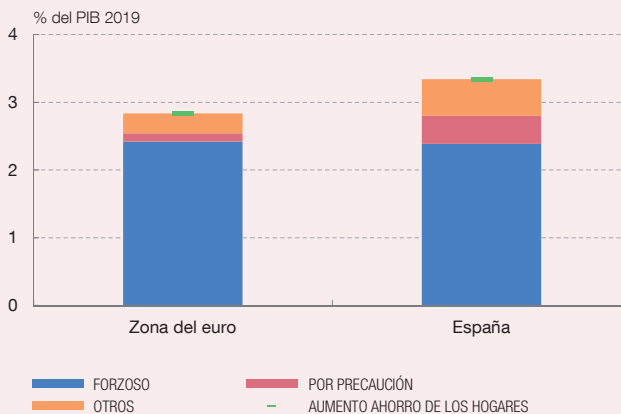


Gráfico 7
PARTIDAS DE GASTO QUE MÁS HAN CAMBIADO EN LA PONDERACIÓN DEL IAPC (UEM) Y EL IPC (ESPAÑA)
Variación del peso entre 2020 y 2021

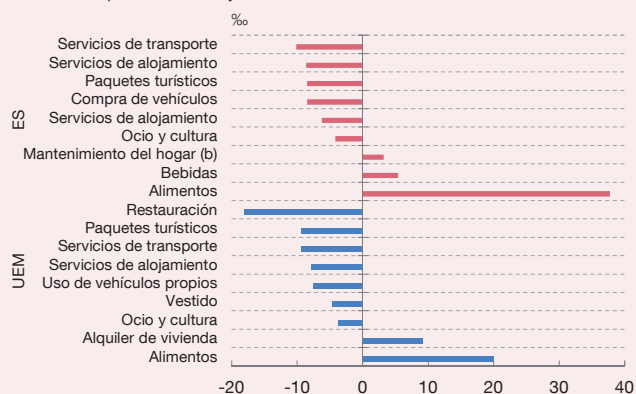
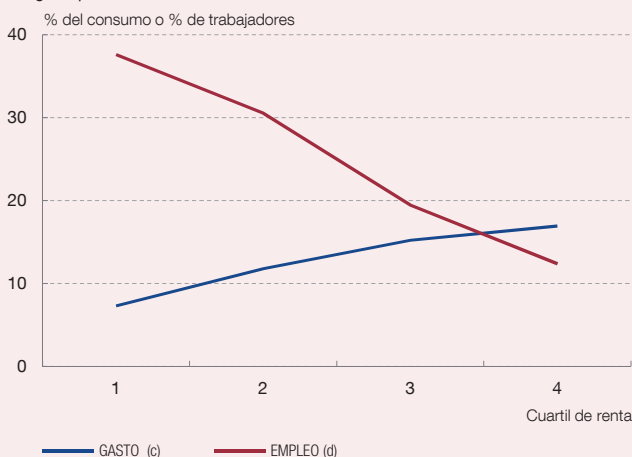


Gráfico 8
PORCENTAJE DEL EMPLEO Y DEL GASTO EN LAS RAMAS DE ACTIVIDAD Y EN LAS PARTIDAS DE GASTO MÁS AFECTADAS POR LA PANDEMIA
Desglose por cuartil de renta



FUENTES: Eurostat, BCE, INE, Banco de España y cálculos propios.

- a La descomposición se obtiene siguiendo la aproximación presentada en Del Río y Cuenca (2020) (para la referencia completa, véase nota 3 del recuadro), utilizando una ecuación del consumo para la UEM y, para España, la ecuación del Modelo Trimestral del Banco de España para este agregado. El ahorro forzoso se calcula a partir del error de previsión de estas ecuaciones, tomando como observados los datos hasta el primer trimestre de 2020. El ahorro forzoso se elevaría en un 1 pp si el cálculo se realiza tomando como último dato observado el cuarto trimestre de 2020.
- b Gasto en bienes y servicios destinados al mantenimiento del hogar.
- c Proporción de gasto en servicios de transporte, servicios recreativos y culturales, paquetes turísticos, y hoteles, cafés y restaurantes, sobre el gasto total. A partir de la Encuesta de Presupuestos Familiares de 2019, utilizando el gasto total como indicador del nivel de ingresos del hogar.
- d Proporción de trabajadores en los sectores más afectados por la pandemia (hostelería, transporte, servicios personales, otros servicios y personal doméstico) que residen en un hogar con ingresos en un cuartil de renta determinado sobre el total de familias en dicho cuartil de renta. Los porcentajes se han calculado con la información de la Encuesta Financiera de las Familias de 2014.

EL AHORRO DE LOS HOGARES DURANTE LA PANDEMIA Y SUS POSIBLES EFECTOS SOBRE LA REACTIVACIÓN FUTURA DEL CONSUMO (cont.)

bajas tienen un peso relativamente más elevado en el empleo de aquellos sectores que, precisamente, se han visto más afectados por la pandemia (véase gráfico 8)⁶. Por otra parte, el gasto que no ha podido efectuarse por el efecto de las medidas de contención (y que se ha ahorrado) —fundamentalmente el vinculado con aquellas partidas que conllevan una mayor movilidad e interacción social— pesa menos en el gasto de los hogares con las rentas más bajas.

Por último, la literatura económica enfatiza también la posibilidad de que los hogares decidan mantener un nivel de ahorro relativamente elevado porque anticipen futuras subidas de impuestos en respuesta al notable incremento de la deuda pública que se ha producido en esta crisis (canal ricardiano). Además, algunos trabajos identifican también posibles secuelas negativas de esta crisis sobre el gasto futuro. En particular, las situaciones extremas que se han producido en los últimos meses podrían modificar estructuralmente el patrón de comportamiento

de los individuos, haciéndolos más propensos a ahorrar en la medida en que pasen a asignar una mayor probabilidad a este tipo de eventos extremos⁷.

En resumen, desde el comienzo de la crisis sanitaria, las restricciones para la contención de la pandemia han impedido que los hogares realicen algunos de sus gastos habituales, lo que ha generado una bolsa de ahorro forzado muy voluminosa, tanto en España como en la UEM. Es de esperar que parte de estos recursos, acumulados esencialmente en forma de depósitos bancarios, puedan imprimir un mayor vigor a la recuperación del consumo cuando la situación epidemiológica lo permita y se reduzca la incertidumbre. No obstante, la distribución del ahorro por niveles de renta y algunos factores, como un posible aumento persistente de los componentes precautorio y ricardiano en el ahorro de los hogares, sugieren que la magnitud de este canal podría verse parcialmente limitada.

6 Para un análisis de la situación financiera de los trabajadores más afectados por la pandemia, véase P. Alvargonzález, M. Pidkuyko y E. Villanueva (2020), «La situación financiera de los trabajadores más afectados por la pandemia: un análisis a partir de la Encuesta Financiera de las Familias», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 3/2020, Banco de España.

7 Véase, por ejemplo, U. Malmendier y L. Sheng Shen (2019), *Scarred Consumption*, International Finance Discussion Papers, n.º 1259, Board of Governors of the Federal Reserve System.