

**PERSPECTIVAS DEL AHORRO DE LOS HOGARES EN LA UNIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA Y EN ESTADOS UNIDOS**

Irma Alonso, Fructuoso Borrallo y Daniel Santabárbara

Este recuadro formará parte del «Informe trimestral de la economía española» del segundo trimestre de 2021

Una característica particular de la crisis sanitaria provocada por el COVID-19 ha sido el aumento sin precedentes que ha registrado la tasa de ahorro de los hogares a nivel global. En los casos de la Unión Económica y Monetaria (UEM) y de Estados Unidos, esta pasó de representar a finales de 2019 un 13% y un 7,5% de la renta bruta disponible de los hogares, respectivamente, a suponer un 20% y un 16% a finales de 2020 (véase gráfico 1). Este aumento no se puede explicar exclusivamente por la evolución de los determinantes habituales del consumo, entre los que destacan la renta, la riqueza, los tipos de interés y el nivel de incertidumbre. En esta ocasión, una parte importante del incremento del ahorro habría sido «forzoso», esto es, debido a que los hogares no pudieron materializar una fracción de su gasto habitual en determinados bienes y servicios a causa de las medidas de contención de la pandemia.

En efecto, de acuerdo con un modelo econométrico que aproxima el comportamiento del consumo de los hogares<sup>1</sup>, el ahorro forzoso en la UEM en 2020 se estima en 4,4 puntos porcentuales (pp) del PIB —lo que explica casi la totalidad del aumento del ahorro en dicho año—, mientras que en Estados Unidos este habría ascendido a 3,3 pp del PIB —lo que representa en torno al 50% del aumento del ahorro en 2020 en dicho país— (véase gráfico 2). El hecho de que la magnitud de este componente del ahorro haya sido mayor en la UEM es coherente con la mayor severidad de las medidas de restricción de la movilidad instauradas en esta región en comparación con las desplegadas en Estados Unidos<sup>2</sup>.

Este análisis también pone de manifiesto la notable contribución al incremento del ahorro de las familias en Estados Unidos del aumento de su renta disponible, que creció un 7% en 2020, apoyada por las significativas transferencias directas a los hogares llevadas a cabo<sup>3</sup>. En cambio, en la eurozona, si bien las medidas de apoyo público contribuyeron a sostener la renta de los hogares, esta se mantuvo aproximadamente estable en el conjunto

del año. Por último, en ambas áreas también se observa un aumento del ahorro por motivo precautorio, debido a la incertidumbre sobre la evolución de la situación sanitaria y económica, que fue más marcado en Estados Unidos, quizás, en parte, vinculado al menor alcance de su sistema de protección social. En particular, según el modelo, este componente del ahorro explicaría 1,1 pp del PIB del aumento del ahorro en este país, frente a los 0,2 pp del PIB que representaría en la UEM.

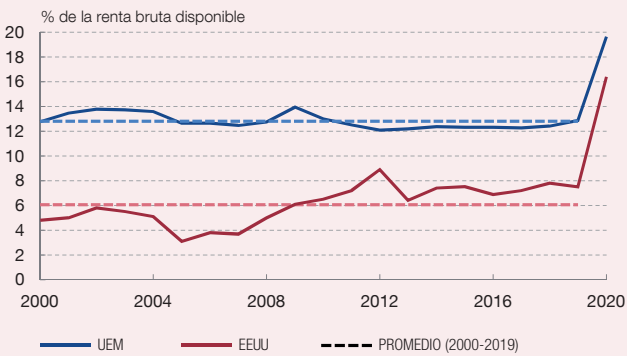
De cara al futuro, es previsible que los avances en la campaña de vacunación y la remisión gradual de la pandemia se vayan reflejando en una retirada progresiva de las medidas de restricción a la movilidad e incidan en la normalización de las pautas de consumo y de ahorro de los hogares hacia niveles más en línea con los previos a la crisis sanitaria, que contribuyan también a reducir el ahorro acumulado. En este sentido, la contención observada durante esta crisis en el consumo de servicios que requieren un mayor nivel de interacción social podría dar lugar a un significativo repunte de su demanda en esta nueva fase, en particular en la relacionada con los viajes, la hostelería y otras actividades de ocio. Por otra parte, en la medida en que la normalización de la actividad y la recuperación económica contribuyan a disipar la incertidumbre de los agentes, también se debería producir una reversión gradual del ahorro precautorio. Asimismo, cabría esperar que la demanda de bienes de consumo duradero, que suele contraerse cuando aumenta la incertidumbre, pueda repuntar en el corto plazo a medida que esta disminuya. En efecto, como se puede apreciar en el gráfico 3, en los últimos meses la demanda de este tipo de bienes se ha recuperado en Estados Unidos, mientras que en la UEM se encuentra en niveles por debajo de los previos a la pandemia, lo que resulta coherente con una reactivación más temprana e intensa de la economía estadounidense.

En este contexto, las encuestas de intención de gasto de los hogares anticipan un desempeño favorable del consumo en los próximos trimestres en ambas áreas

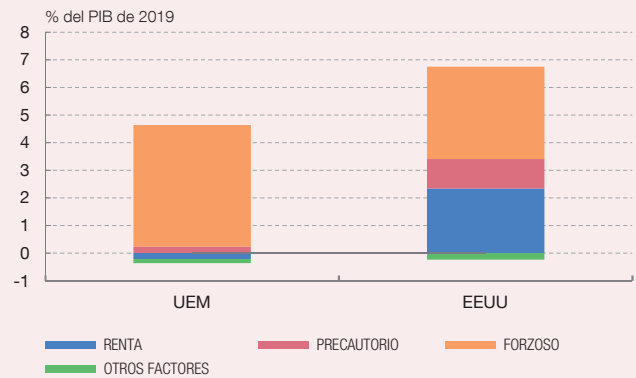
- 1 Modelo de corrección del error para el consumo de los hogares basado A. del Río y J. A. Cuenca (2020), «La renta y el ahorro de los hogares en la zona del euro durante la primera ola de la pandemia», *Boletín Económico*, 1/2021, Banco de España. Las variables explicativas en la ecuación de largo plazo son la renta, la riqueza y el tipo de interés. La incertidumbre es un factor contemporáneo de corto plazo que se aproxima por la confianza del consumidor en la UEM y por los cambios en la tasa de desempleo en Estados Unidos. Véase también J. A. Cuenca, C. Martínez Carrascal y A. del Río (2021), «El ahorro de los hogares durante la pandemia y sus posibles efectos sobre la reactivación futura del consumo», recuadro 4, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/2021, Banco de España.
- 2 Véase M. Diakonova y A. del Río (2021), «Algunos factores explicativos del diferencial de crecimiento entre el área del euro y Estados Unidos desde el comienzo de la pandemia», recuadro 2, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 2/2021, Banco de España.
- 3 Véase L. Cuadro Sáez, F. S. López Vicente, S. Párraga Rodríguez y F. Viani (2020), *Medidas de política fiscal en respuesta a la crisis sanitaria en las principales economías del área del euro, Estados Unidos y Reino Unido*, Documentos Ocasionales, n.º 2019, Banco de España.

**PERSPECTIVAS DEL AHORRO DE LOS HOGARES EN LA UNIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA Y EN ESTADOS UNIDOS (cont.)**

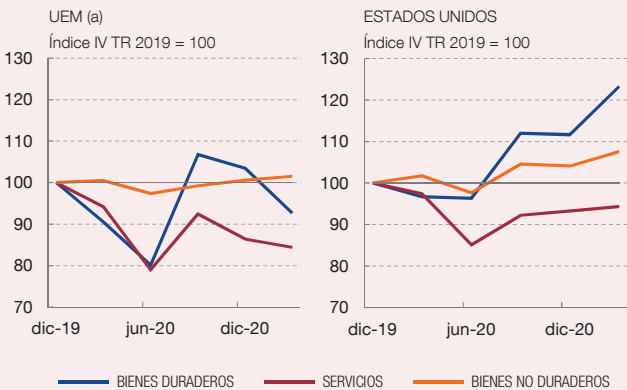
**Gráfico 1**  
TASA DE AHORRO DE LOS HOGARES EN LA UEM Y EN EEUU



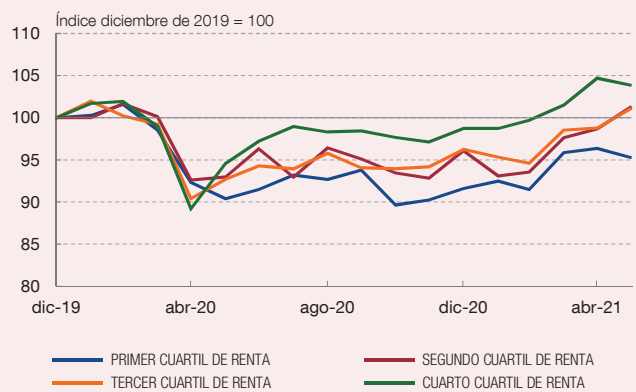
**Gráfico 2**  
DESCOMPOSICIÓN DEL AUMENTO DEL AHORRO DE LOS HOGARES EN 2020



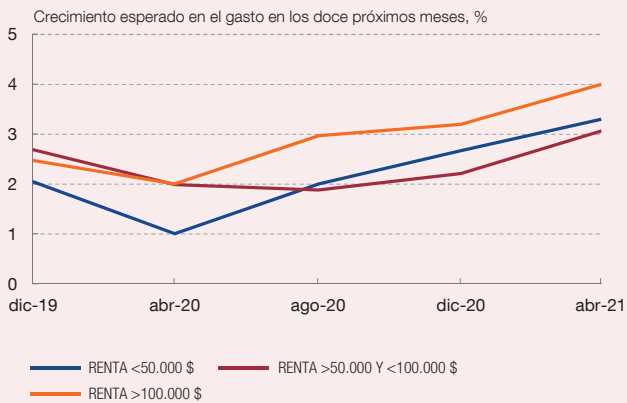
**Gráfico 3**  
CONSUMO DE HOGARES



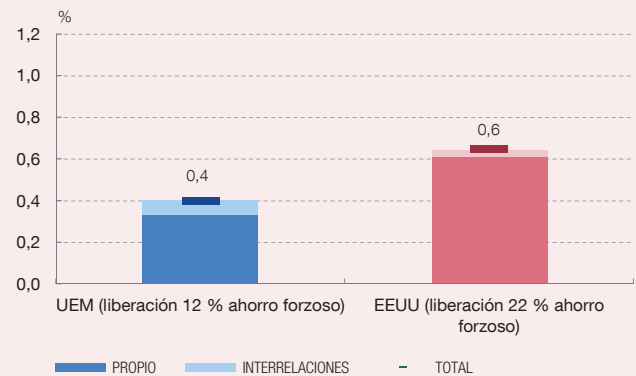
**Gráfico 4**  
PLANES DE GASTO EN LOS DOCE PRÓXIMOS MESES EN LA UEM: ENCUESTA A LOS CONSUMIDORES DE LA COMISIÓN EUROPEA



**Gráfico 5**  
PLANES DE GASTO EN LOS DOCE PRÓXIMOS MESES EN EEUU: ENCUESTA A LOS CONSUMIDORES DE LA FED DE NUEVA YORK



**Gráfico 6**  
SIMULACIÓN DE IMPACTO SOBRE EL PIB DE UN AUMENTO DEL CONSUMO PRIVADO EN UN 1% (b)



**FUENTES:** Bureau of Economic Analysis, Comisión Europea, Eurostat, OCDE, Fed de Nueva York y elaboración propia.

**a** Datos para Alemania, Francia, Italia y Países Bajos.

**b** Simulaciones utilizando el modelo NiGEM. La perturbación del consumo tiene una duración de un año y los resultados se corresponden con los efectos contemporáneos en el PIB. Como supuestos técnicos, la política monetaria se supone exógena, los tipos de cambio nominales se mantienen constantes y las expectativas de los agentes se consideran adaptativas. El agregado de la UEM está compuesto por Alemania, España, Francia e Italia.

(véanse gráficos 4 y 5). Así, en Estados Unidos, la intención de gasto de los hogares para los doce próximos meses ha venido acelerándose desde mediados de abril de 2020, para todos los niveles de renta, y se encuentra, en promedio, 1 pp por encima del nivel previo a la pandemia. Por su parte, en la UEM, los planes para realizar compras de gran valor también muestran un comportamiento positivo, aunque solo se encuentran por encima de los niveles previos a la crisis en los hogares de renta más alta.

En todo caso, la intensidad del proceso de liberación del ahorro acumulado que podría producirse en el corto plazo se encuentra sujeta a una elevada incertidumbre y estaría condicionada por diversos factores. En primer lugar, los hogares que más han ahorrado durante esta crisis han sido aquellos con mayores niveles de renta, que presentan una propensión al consumo más reducida<sup>4</sup>. En segundo lugar, una parte importante del ahorro que se ha acumulado desde el estallido de la pandemia ha venido derivado de no consumir determinados servicios que son de carácter no aplazable —como los relacionados, por ejemplo, con la restauración—, lo que plantea dudas sobre la magnitud de un eventual rebote del consumo de este tipo de servicios. Finalmente, los hogares podrían decidir mantener un nivel de ahorro más elevado del habitual durante un período prolongado: por ejemplo, si perciben un deterioro de sus perspectivas de ingresos por las cicatrices relativamente persistentes que la crisis actual pudiera suponer sobre la actividad económica, o si anticipan futuras subidas impositivas, dado el elevado endeudamiento público actual.

Para proporcionar una idea de los posibles impactos sobre la actividad económica de una eventual normalización de la tasa de ahorro, a continuación se proporcionan distintos escenarios hipotéticos de simulación realizados con un

modelo macroeconómico<sup>5</sup>. En concreto, se simula el impacto de una reducción de la bolsa de ahorro forzoso acumulada en 2020 en Estados Unidos y en la UEM, calibrada de forma que esta suponga, en un año, un aumento del 1 % en el consumo privado en cada una de estas economías<sup>6</sup>. Los resultados del modelo apuntan a que esta liberación de ahorro elevaría, ese mismo año, un 0,4 % el PIB del área del euro y un 0,6 % el de Estados Unidos (véase gráfico 6). El efecto es más acusado en Estados Unidos, debido a que, en esta economía, el consumo tiene un mayor peso en el PIB, los agentes muestran una mayor propensión a consumir y la cesta de consumo de los hogares presenta un menor contenido importado. Hay que destacar que una parte de estos impactos estimados en la actividad proviene de las interrelaciones entre ambas regiones. En concreto, una sexta parte del impulso a la actividad estimado para la UEM —lo que supone un 0,07 % del PIB— se debe a la demanda de productos europeos que genera el aumento del consumo en Estados Unidos.

A modo de ilustración adicional, se estima que, si todo el ahorro acumulado identificado como «forzoso» se tradujera en consumo a lo largo de un año, tanto en el área del euro como en Estados Unidos, el PIB de estas regiones aumentaría un 2,9 % y un 3,1 %, respectivamente, en ese período, en comparación con un escenario alternativo en el que no se liberara nada de este ahorro. El impacto sería similar en ambos casos, dado que el mayor multiplicador del consumo en Estados Unidos —ligado a los factores estructurales descritos anteriormente— se vería compensado por el mayor ahorro forzoso estimado para el área del euro. No obstante, en el caso estadounidense hay que considerar que la eventual reducción de la mayor bolsa de ahorro acumulada por motivo precaución podría añadir un impulso adicional diferencial al avance del producto.

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 En concreto, el modelo NiGEM del National Institute of Economic and Social Research. La documentación del modelo está disponible en <https://nimodel.niesr.ac.uk/>. En las simulaciones presentadas en este recuadro, la política monetaria se supone exógena, los tipos de cambio nominales se mantienen constantes y los agentes muestran expectativas adaptativas.

6 Esta reducción del ahorro acumulado supondría disponer, en un año, de aproximadamente un 12,4 % y un 21,5 % de la bolsa de ahorro forzoso estimada en 2020 para la UEM y para Estados Unidos, respectivamente.