

Observatorio

El ahorro de los hogares españoles en tiempos de pandemia

Juan Ramón García / Camilo Ulloa / Rubén Veiga ¹
20 de mayo de 2021

- **El ahorro de los hogares españoles aumentó en 60.807 millones de euros en 2020 (126,6%) hasta superar el 14,7% de su renta bruta disponible, 6,6 puntos porcentuales por encima de la media de las últimas dos décadas.** España fue el país de la eurozona que registró un mayor incremento de la tasa de ahorro de las familias en la primera mitad de 2020.
- **El repunte del ahorro tuvo lugar en un contexto de reducción de los ingresos de los hogares.** El descenso del consumo privado, que se concentró en los bienes y servicios que se disfrutaban en sociedad y en los asociados a desplazamientos, explicó la evolución del ahorro.
- **De acuerdo con las estimaciones de BBVA Research, la mayor parte del incremento en el ahorro se debe a la imposibilidad de consumir como consecuencia de las restricciones impuestas por la situación epidemiológica y el temor al contagio. Es, por tanto, un ahorro forzado.** La incertidumbre sobre la situación económica, que tiene su origen en el deterioro de las expectativas laborales (componente precautorio), también contribuyó al repunte del ahorro.
- **La absorción del exceso de ahorro acumulado en 2020 impulsará el gasto de los hogares en los próximos trimestres, aunque la incertidumbre es excepcionalmente elevada.** Las simulaciones de BBVA Research sugieren que el consumo privado podría crecer hasta dos puntos porcentuales más en 2021 si todo el incremento del ahorro, almacenado como riqueza, es asimilado por los hogares como un aumento temporal de la renta a lo largo del próximo año.

1. Introducción

El objetivo de este Observatorio es conocer los determinantes del repunte observado en la tasa de ahorro de los hogares en 2020 tras el estallido de la crisis sanitaria. Cuantificar la importancia de cada componente es relevante por sus implicaciones sobre la recuperación pos-COVID-19. Si el crecimiento del ahorro familiar se explica, sobre todo, por la imposibilidad de comprar (ahorro forzado), el tiempo que tardará en retornar a sus niveles de equilibrio es incierto. Los hogares podrían interpretar el sobreaahorro como un incremento inesperado de su renta disponible y, por tanto, gastarlo con más celeridad que si se tratase de un aumento de su riqueza financiera. La inexistencia de precedentes dificulta conocer qué parte de la bolsa de ahorro forzado se va a canalizar a consumo e inversión ni cuándo. La incertidumbre es menor si el crecimiento del ahorro responde a la evolución de sus determinantes tradicionales (renta, riqueza, tipos de interés, etc.) o al deterioro de las expectativas laborales de los consumidores (componente precautorio).

1: Se agradecen los comentarios de Miguel Cardoso, Rafael Doménech, Joana Godinho, Álvaro Ortiz, Virginia Pou y Jorge Sicilia.

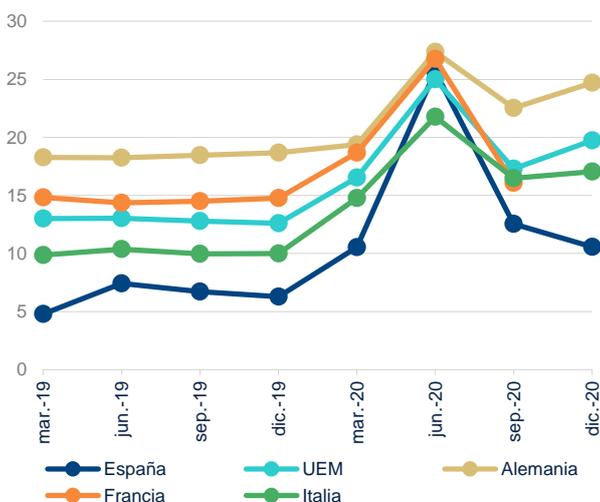
Los resultados indican que la incertidumbre, tanto económica como sanitaria, fue la responsable del crecimiento del ahorro de los hogares el pasado año (60.000 millones de euros), en línea con la reducción en el valor añadido de los sectores más afectados por la pandemia, como los de comercio, transporte y hostelería. El componente precautorio representó una tercera parte del aumento (20.000 millones de euros), y el forzado compensó la contribución negativa de los fundamentos -sobre todo, de la renta- y explicó el resto.

La crisis de la COVID-19 provocó un incremento sin precedentes del ahorro de los hogares en Europa. El porcentaje de la renta disponible que las familias destinaron al ahorro se duplicó en la zona del euro entre el cuarto trimestre de 2019 y el segundo de 2020 hasta el 25%.² Aunque disminuyó durante el segundo semestre del pasado año, todavía alcanzaba el 19,8% en el cuarto trimestre de 2020, siete puntos más que al cierre de 2019 (Gráfico 1).

España fue el país de la eurozona que registró un mayor incremento de la tasa de ahorro de los hogares en la primera mitad de 2020. Alcanzó el 25,7% de la renta disponible entre abril y junio de 2020, 4,3 veces más que la registrada en el cuarto trimestre de 2019 y 6,6 puntos porcentuales por encima de la media de las últimas dos décadas. La corrección desde entonces situó la tasa de ahorro en el 10,6% en el último trimestre del pasado año, 4,3 puntos por encima de la cifra precrisis.

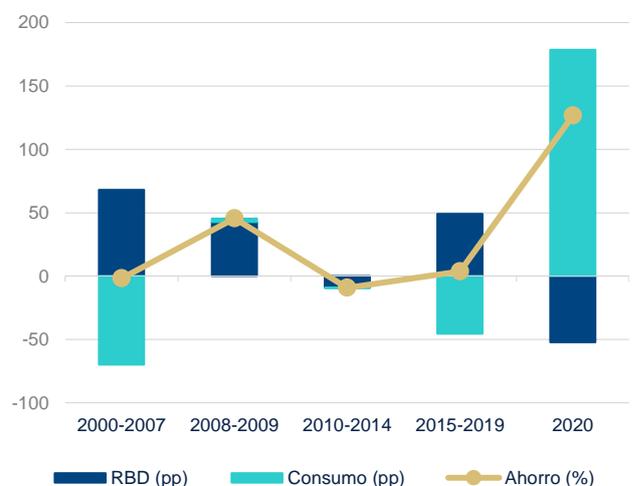
El repunte del ahorro en España tuvo lugar en un contexto de reducción de los ingresos de los hogares. Como ilustra el Gráfico 2, la caída del consumo en 2020 (-12,0%) compensó el descenso de la renta de las familias (-3,3%). Como resultado, la tasa de ahorro de los hogares superó el 14,7% de su renta disponible en el conjunto del año (108.800 millones de euros) y multiplicó por 2,3 la cifra de 2019 (60.800 millones de euros más).

Gráfico 1. **TASA DE AHORRO DE LOS HOGARES EN EUROPA**
(% DE SU RENTA BRUTA DISPONIBLE. CVEC*)



*Serie corregida de variaciones estacionales y de efecto calendario.
Fuente: BBVA Research a partir de Eurostat

Gráfico 2. **ESPAÑA: CONTRIBUCIONES A LA VARIACIÓN INTERANUAL DEL AHORRO BRUTO DE LOS HOGARES**
(% Y PUNTOS PORCENTUALES)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

2: Datos corregidos de estacionalidad y calendario (CVEC).

¿Qué factores pueden explicar el incremento del ahorro de los hogares? En primer lugar, la evolución de algunos de sus fundamentos, como el repunte de los pasivos del sector público. Según la hipótesis de la equivalencia ricardiana, una parte de los consumidores internalizan que el endeudamiento público actual terminará sufragándose con una mayor presión fiscal en el futuro (por lo que sería análogo a un impuesto diferido) y optarán por aumentar su ahorro presente. Al respecto, la deuda pública en España creció en más de 3.800 euros por habitante en 2020 (un 13%).

El segundo de los factores que podrían haber contribuido al avance del ahorro familiar habría sido el incremento de la incertidumbre laboral. La destrucción de empleo ha impulsado el ahorro por motivo de precaución, sobre todo de los individuos aversos al riesgo, a pesar de la puesta en marcha de políticas de protección de rentas, como los expedientes de regulación temporal de empleo (ERTE) y las prestaciones para trabajadores por cuenta propia. Según las estimaciones de BBVA Research, 2020 cerró con 830.000 cotizantes a la seguridad social menos de los que habría en ausencia de la crisis sanitaria y más de un millón de asalariados cubiertos por ERTE o autónomos percibiendo una prestación.

Por último, el ahorro de los consumidores puede haber aumentado por la imposibilidad de gastar como consecuencia de las restricciones impuestas tras el deterioro de la situación epidemiológica o el temor al contagio, lo que representa un aspecto diferenciador de la crisis actual. Tras la declaración del primer estado de alarma el 14 de marzo de 2020, que limitó la libertad de circulación de las personas y la apertura al público de los establecimientos comerciales, el gasto en ciertos bienes y servicios, como los que se consumen en sociedad y los asociados a desplazamientos, ha caído de forma significativa y prolongada, y no ha sido compensado por el crecimiento de la demanda de productos que se adquieren de forma no presencial y se consumen en el hogar o por el cambio en los precios relativos.³ La evidencia preliminar sugiere que el ahorro forzado por el distanciamiento social ha jugado un papel capital en el incremento de la tasa de ahorro de los hogares en las principales economías europeas, incluida España.⁴

Hacia delante, si el exceso de ahorro acumulado en 2020 desciende al mismo ritmo que el observado en anteriores episodios de acumulación de desequilibrios, **la tasa de ahorro debería retornar a su senda de equilibrio con celeridad (entre finales de 2021 y comienzos de 2022). Sin embargo, en esta ocasión, la incertidumbre es excepcionalmente elevada,** tanto por la naturaleza del incremento del ahorro como por su concentración en los grupos de población de mayor edad y nivel de renta. En todo caso, la absorción de la bolsa de ahorro impulsará el gasto de los hogares en los próximos trimestres. **Las simulaciones realizadas sugieren que el consumo privado podría crecer dos puntos porcentuales más en 2021 si todo el aumento del ahorro, almacenado como riqueza, se traslada a renta a lo largo del próximo año.**

El resto del Observatorio se estructura como sigue. La sección 2 repasa los determinantes tradicionales de la tasa de ahorro de los hogares y los factores que explican su desviación respecto a la tendencia de largo plazo. La sección 3 analiza los resultados de las estimaciones y detalla la contribución de cada componente al incremento del ahorro familiar durante la crisis sanitaria. La sección 4 plantea distintos escenarios de evolución a corto y medio plazo del consumo y el ahorro de las familias en función de cuál sea el ritmo al que la tasa de ahorro retorne a su nivel tendencial y qué parte del exceso de ahorro se transforme en renta y se destine a consumo. Por último, la sección 5 resume las conclusiones principales del Observatorio.

3: Tanto la información que aportan las compras con tarjeta de clientes de BBVA o en TPV de BBVA como la modificación en las ponderaciones de los productos en la cesta del IPC evidencian el cambio en los hábitos de consumo de los hogares españoles. Véase, por ejemplo, Ulloa (2021) e INE (2021).

4: A partir de los resultados de una encuesta a hogares en Francia, Alemania, Italia, Países Bajos y España, Hodbod *et al.* (2020) encuentran que el miedo al contagio es la principal razón del descenso del consumo en servicios. Además, los españoles son los que citan esta razón con mayor frecuencia.

2. Determinantes de la tasa de ahorro

El marco teórico de partida para analizar el ahorro de los hogares es la *teoría del ciclo de vida*.⁵ Postula que los agentes tratan de amortiguar las fluctuaciones de sus ingresos con el fin de alcanzar un patrón de consumo suave a lo largo de su vida. Dado que no tienen acceso a mercados que les permitan asegurarse contra toda eventualidad, **los consumidores tratan de ahorrar más cuando su renta es relativamente más elevada**. Asimismo, los **incrementos de la riqueza considerados como permanentes por los hogares** aumentan el respaldo financiero de los hogares y el acceso al crédito, lo que les **permite reducir el ahorro**. Otra implicación de la teoría del ciclo vital es que el ahorro se reduce tras la jubilación, cuando los agentes han acumulado riqueza y sus ingresos disminuyen. **Esto puede provocar que poblaciones más envejecidas exhiban tasas de ahorro más bajas o incluso negativas**. Sin embargo, la evidencia no es concluyente.⁶

Para que los consumidores puedan suavizar su gasto con ingresos que no son constantes a lo largo de su vida, deben transferir recursos intertemporalmente mediante instrumentos tanto de ahorro como de financiación.⁷ Estas decisiones, por tanto, se verán afectadas por los **tipos de interés**, cuyo impacto sobre la la tasa de ahorro agregada de la economía es ambiguo. Así, una subida de los tipos de interés incrementa el coste de oportunidad del consumo presente, lo que incentiva el ahorro (efecto sustitución). Por otro lado, dicha subida deteriora la posición financiera de los deudores y mejora la de los acreedores (efecto renta). En consecuencia, **el signo del impacto de los tipos de interés dependerá del tamaño relativo de los dos efectos y de la posición deudora o acreedora de los hogares**.

El ahorro de los hogares puede interactuar con el endeudamiento de las administraciones públicas. Así, según la **equivalencia ricardiana**, una fracción de los individuos internalizan que los incrementos de deuda pública serán amortizados con impuestos adicionales sobre su renta futura. En previsión, los agentes aumentarán su ahorro.⁸

Con el fin de **estudiar el comportamiento del ahorro durante el año 2020, se ha estimado un modelo de retardos distribuidos para España en el periodo 1999-2019**. El modelo consta de dos ecuaciones que explican la dinámica de la tasa de ahorro a partir de sus fundamentos. Entre estos, se encuentra la renta disponible, la riqueza financiera neta y la inmobiliaria, los tipos de interés, la deuda de las AA. PP. y la tasa de dependencia.⁹ El Anexo recopila los detalles de la especificación y los parámetros estimados del modelo seleccionado.

El Gráfico 3 muestra el ajuste de la regresión en niveles de la tasa de ahorro sobre sus fundamentos. Se aprecia que las diferencias con la tasa observada son reducidas para el periodo de estimación. Estas desviaciones del equilibrio pueden ser parcialmente explicadas por otros factores, como la **incertidumbre sobre los ingresos**. Así, la desconfianza relacionada a la evolución de la renta **lleva a los agentes aversos al riesgo a acumular ahorro por motivo de precaución**¹⁰. Para capturar este efecto, se ha utilizado la diferencia entre la tasa de desempleo,

5: Véase Modigliani y Brumberg (2013). Una revisión de la literatura sobre los determinantes microeconómicos del ahorro se puede encontrar en Browning y Lusardi (1996).

6: Mody, Ohnsorge y Sandri (2012a) muestran que la tasa de ahorro es creciente con la tasa de dependencia para un grupo de países de la OCDE.

7: Una menor oferta de crédito llevaría a los agentes a recurrir en mayor medida al ahorro para evitar encontrarse con restricciones de liquidez en el futuro.

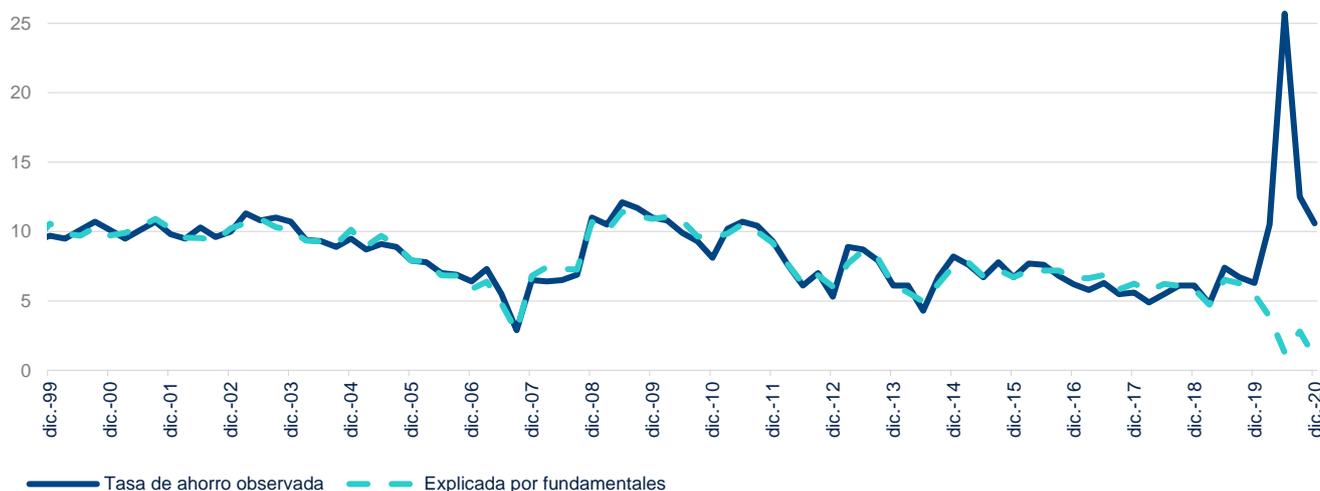
8: En el contexto actual, Bilbiie, Florin, Gauti Eggertsson y Giorgio Primiceri (2021) sostienen que el aumento de ahorro privado no resulta excesivo al compararlo con el endeudamiento público en EEUU. De Castro y Fernández (2013) no encuentra evidencia que apoye la hipótesis de la equivalencia ricardiana para la economía española, aunque sostiene que esto puede cambiar en contextos en los que la sostenibilidad de la deuda pública esté en cuestión.

9: La tasa de dependencia se calcula como el cociente de la población de entre 16 y 64 años y la población mayor de 65.

10: Para una revisión de la literatura sobre ahorro precautorio, véase Lugilde, Bande y Riveiro (2019).

incluidos los asalariados en ERTE, y su nivel de largo plazo.¹¹ Cuanto mayor es esta brecha, los ocupados perciben que la probabilidad de perder el empleo es más elevada.

Gráfico 3. **TASA DE AHORRO DE LOS HOGARES OBSERVADA Y EXPLICADA POR FUNDAMENTOS**
(% DE SU RENTA BRUTA DISPONIBLE. DATOS CVEC)



Fuente: BBVA Research

3. Ahorro durante la pandemia

La variación de la tasa de ahorro predicha por el modelo para 2020 es significativamente menor que la observada, como se aprecia en el Gráfico 4. Esto se debe a que el efecto sobre el consumo de las restricciones sanitarias y del temor al contagio no está capturado por la evolución de los determinantes tradicionales.¹² La diferencia entre la variación de la tasa de ahorro y la proyección del modelo se interpreta como el componente forzado del ahorro. Como ilustra el Gráfico 4, su aportación a las fluctuaciones de la tasa de ahorro es comparativamente elevada en los cuatro trimestres del año, sobre todo durante el confinamiento en el segundo trimestre.¹³

Los motivos precautorios asociados a la incertidumbre laboral contribuyeron al aumento de la tasa de ahorro en los dos primeros trimestres del año. Su aportación, aunque pequeña en relación con el efecto de la renta y del componente forzado, es relevante en perspectiva histórica. Al contrario, la caída de la renta ejerció

11: Como nivel a largo plazo se utiliza la tasa de desempleo no aceleradora de la inflación (NAIRU), que aproxima el nivel de desempleo friccional por debajo del cual la demanda agregada se sitúa por encima de su nivel de equilibrio de largo plazo, la economía se acerca a los límites de utilización de la capacidad productiva y, por tanto, aparecen presiones inflacionarias de demanda tanto en los salarios como en los precios finales al consumo.

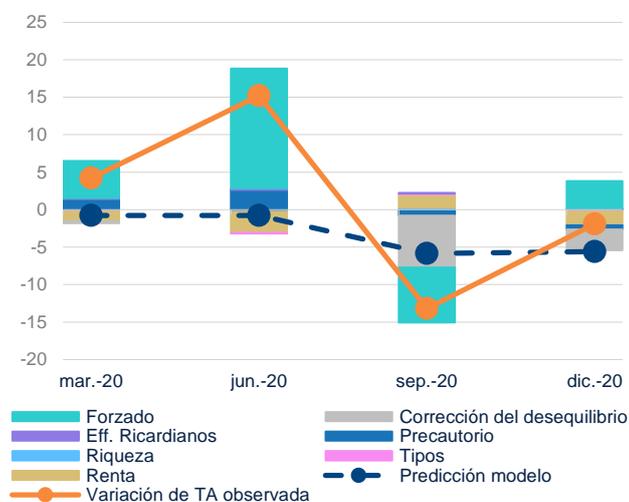
12: Este resultado está en línea con el análisis de la evolución cíclica de la economía española durante 2021, presentada en Boscá *et al.* (2021), que indica que las perturbaciones que han afectado de forma idiosincrática al consumo privado (asociadas a las restricciones para consumir y el efecto del aumento de la incertidumbre sobre el nivel y la composición del gasto) explican buena parte de la aportación negativa de los factores de demanda al crecimiento. Los autores encuentran que dichas perturbaciones del consumo privado se fueron reduciendo desde el segundo trimestre de 2020, para ser casi nulas a finales de año y tornarse positivas en el primer trimestre de 2021.

13: Otros estudios también identifican el componente forzado como principal aportación al ahorro para la eurozona (Dossche y Zlatanos, 2020), Del Río y Cuenca, 2020), para España (Cuenca y Martínez, 2021) y para Francia (Gebauer, Ouvrard y Thubin, 2020).

una presión a la baja sobre el ahorro. Una parte del exceso de ahorro acumulado durante el primer semestre de 2020 comenzó a absorberse en el segundo, lo que se manifiesta en una corrección del desajuste acumulado durante la fase más aguda de la crisis sanitaria. Las variaciones en la riqueza familiar, en los tipos de interés y en el endeudamiento público apenas habrían tenido impacto.

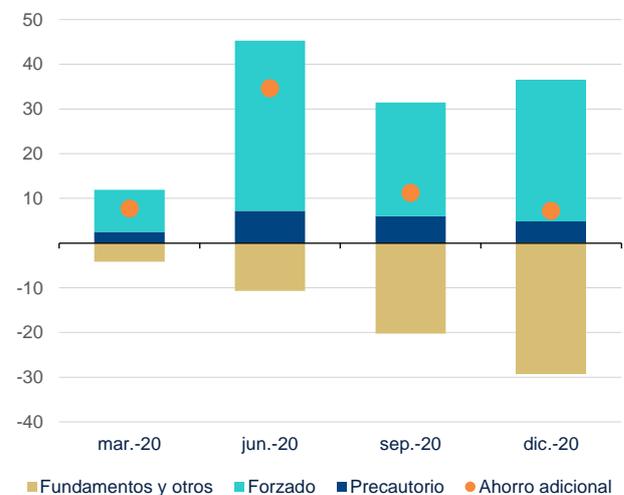
El Gráfico 5 representa el ahorro adicional en cada trimestre respecto al nivel precrisis (último trimestre de 2019). **El ahorro forzado contribuyó en cerca de 40.000 millones de euros a la bolsa de ahorro en el segundo trimestre de 2020**, el periodo con restricciones sanitarias más severas. En el tercero, con la desescalada y la relajación de las restricciones sanitarias, la aportación del componente forzado se redujo hasta los 25.000 millones de euros, mientras que en los últimos meses del año volvió a aumentar como consecuencia del empeoramiento de la situación epidemiológica. Por su parte, la contribución al ahorro del motivo precautorio se mantuvo más estable durante el año.

Gráfico 4. **CONTRIBUCIONES A LA VARIACIÓN TRIMESTRAL TASA DE AHORRO (PP)**



Fuente: BBVA Research

Gráfico 5. **CONTRIBUCIONES AL AHORRO ADICIONAL RESPECTO AL NIVEL PRECRISIS (4T19) (MILES DE MILLONES DE EUROS)**



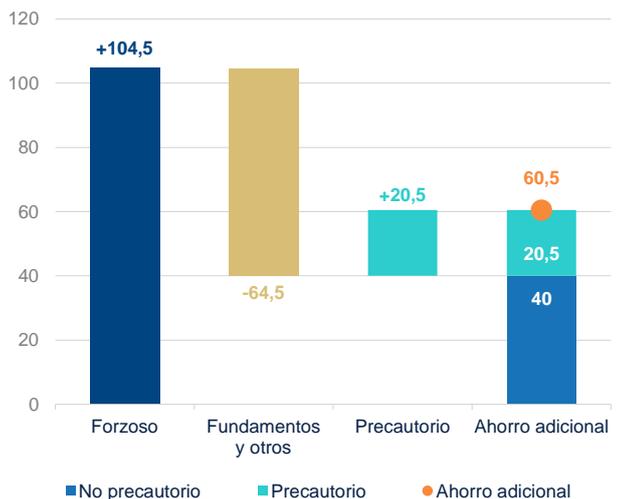
Fuente: BBVA Research

En el acumulado de 2020, se habría creado una bolsa de ahorro adicional de 60.500 millones de euros, de los cuales un tercio se debería a motivos precautorios. El resto (unos 40.000 millones) son el resultado de restar a la contribución del ahorro forzado (105.000 millones) el deterioro de los fundamentos (principalmente, la renta) y la corrección del desequilibrio (Gráfico 6).

Con el fin de poner en perspectiva la contribución del ahorro forzado, se ha comparado esta con la caída del valor añadido bruto (VAB) en los sectores más afectados por las restricciones (comercio, transporte, hostelería, etc.). Como muestra el Gráfico 7, **la magnitud del ahorro forzado y la reducción del VAB en estos sectores son muy similares para los dos primeros trimestres de año, lo que refuerza la idea de que el exceso de ahorro estimado por el modelo se corresponde con el impacto de la incertidumbre sanitaria (restricciones y miedo al contagio).** No obstante, esta relación parece menos directa en la segunda mitad del año. Esto puede

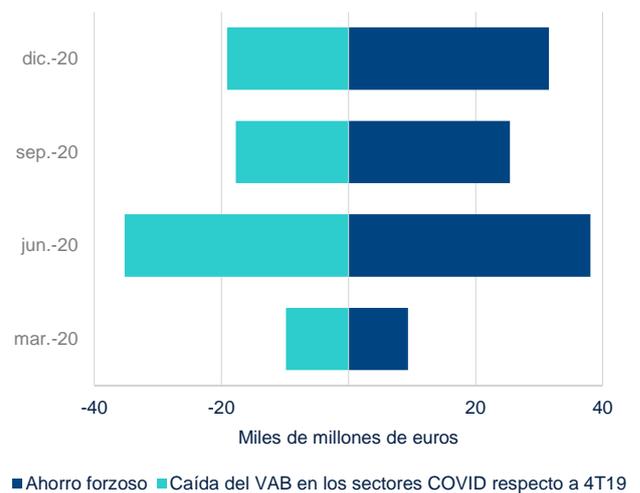
deberse a la menor severidad de las restricciones, a la absorción de una parte de la demanda embalsada durante el primer semestre y a la adaptación de los consumidores y las empresas para convivir con la pandemia.

Gráfico 6. **BOLSA DE AHORRO ADICIONAL RESPECTO AL NIVEL PRECRISIS (4T19)** (MILES DE MILLONES DE EUROS)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 7. **EVOLUCIÓN DEL AHORRO FORZADO Y EL VAB DE LOS SECTORES MÁS AFECTADOS POR EL COVID EN 2020*** (MILES DE MILLONES DE EUROS)



*Comercio, transporte y hostelería Información y comunicaciones, Actividades artísticas, recreativas, reparación de bienes para el hogar y otros servicios.

Fuente: BBVA Research

4. Perspectivas

La acumulación sin precedentes de ahorro por parte de los hogares y su origen forzado plantean varios interrogantes sobre el impacto económico que su absorción puede tener en el corto y medio plazo una vez se deje atrás la emergencia sanitaria.

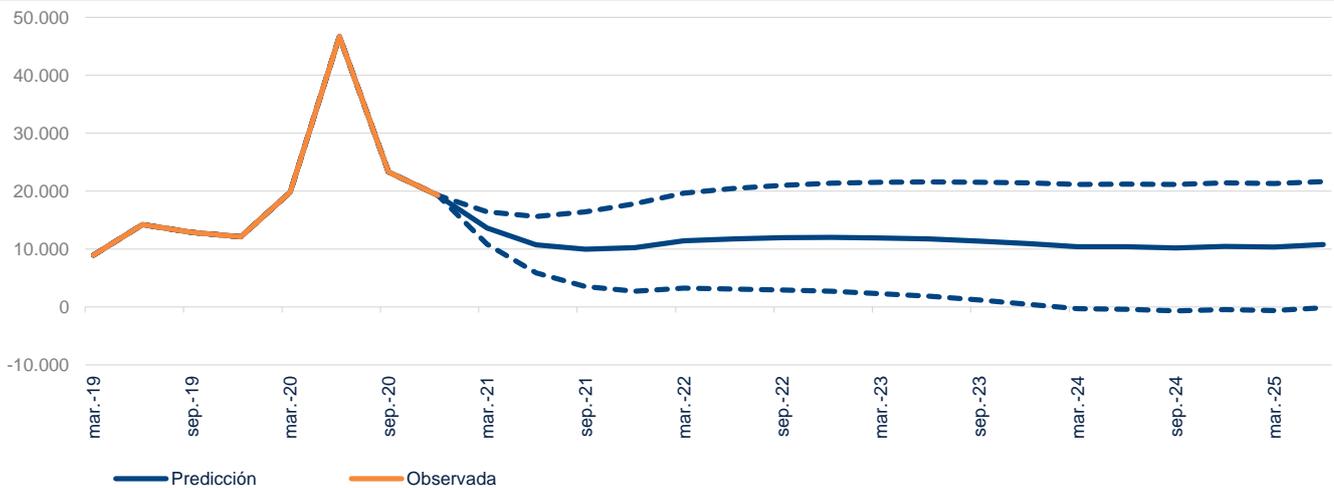
Ahorro

A partir del modelo de tasa de ahorro y usando las previsiones de BBVA Research para las variables explicativas, **el flujo de ahorro de los hogares volvería a finales de 2021 a los niveles previos a la pandemia** (Gráfico 8).

En todo caso, **la incertidumbre respecto al ritmo de caída de la tasa de ahorro es excepcionalmente elevada**. En primer lugar, en este ejercicio se ha asumido que la velocidad a la que el ahorro retornaría a niveles de equilibrio sería la misma que la estimada con datos hasta 2019 (entre tres y cuatro trimestres para corregir la desviación acumulada). Sin embargo, no se pueden descartar cambios estructurales en los determinantes del ahorro o que la naturaleza de los desequilibrios producidos por las restricciones (de los que no hay precedentes históricos) pueda hacer que el exceso de ahorro se corrija a un ritmo diferente. Para capturar esta incertidumbre, se han incluido intervalos de confianza asociados a la estimación del parámetro de corrección del desequilibrio en el Gráfico 8. Aunque en el escenario más plausible cabe esperar un retorno a la normalidad tanto del ahorro como

del consumo, no se pueden descartar escenarios con una tasa de ahorro estructuralmente distinta a la observada en ausencia de la COVID-19.

Gráfico 8. **EVOLUCIÓN ESPERADA DEL AHORRO DE LOS HOGARES*** (MILLONES DE EUROS)



*Predicción usando el modelo de ahorro estimado en el periodo 1999-2019. Las líneas discontinuas representan el intervalo de confianza al 95% de la estimación del parámetro de corrección del desequilibrio.
Fuente: BBVA Research

Adicionalmente, tampoco se puede **descartar la posibilidad de que los consumidores se vean obligados a ahorrar debido a la incertidumbre sanitaria**. De hecho, el primer trimestre de 2021, el consumo privado descendió el 1% trimestral y el VAB de los sectores más afectados por la pandemia, el 2,5%, por lo que es posible que el ahorro forzado haya aumentado (Gráfico 7). La extensión de algunas restricciones sanitarias podría seguir generando este tipo de ahorro en el corto plazo, aunque se espera que su contribución se reduzca a medida que la pandemia remita.

Por último, **los cambios abruptos en los patrones de consumo generados por la pandemia pueden modificar las preferencias de los consumidores**, lo que a su vez puede llevar a una tasa de ahorro de equilibrio diferente a partir de ahora.¹⁴ En todo caso, estos efectos son difíciles de predecir dada la excepcionalidad de esta crisis.

Consumo

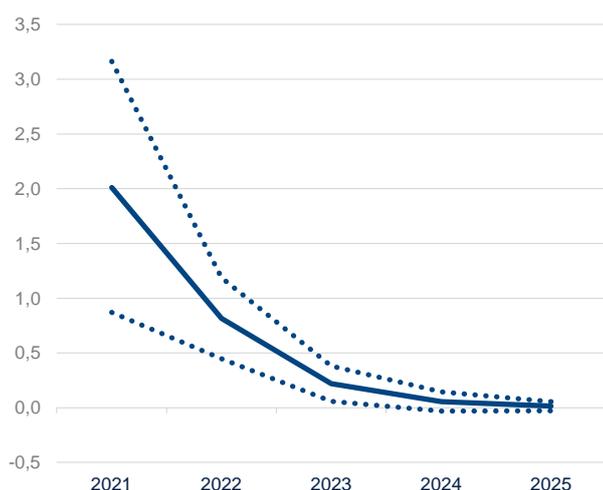
Otra de las incógnitas más relevantes es el impacto que pueda tener la absorción del ahorro acumulado durante la pandemia sobre la recuperación económica, en concreto, sobre el consumo privado. **Con el fin de estimar el impacto potencial del exceso de ahorro sobre el gasto en los próximos meses, se ha realizado un ejercicio utilizando el modelo de consumo de BBVA Research para la economía española.**¹⁵ En las proyecciones actuales (escenario base), el ahorro adicional forma parte de la riqueza financiera de los hogares. Sus repercusiones en el consumo dependen, por tanto, de la elasticidad del gasto a la riqueza, que es reducida en

14: La evidencia empírica ha demostrado que la exposición a eventos macroeconómicos significativos genera cambios permanentes en las preferencias y creencias de los agentes. Por ejemplo, Malmendier y Shen (2019) encuentran que los consumidores que viven crisis con niveles de desempleo altos tienen tasas de ahorro más elevadas de manera persistente, incluso controlando por sus ingresos futuros.

15: Se trata de un modelo de corrección del error que incluye la renta bruta disponible, la riqueza financiera neta, la riqueza inmobiliaria, los tipos de interés y la confianza de los consumidores como variables explicativas.

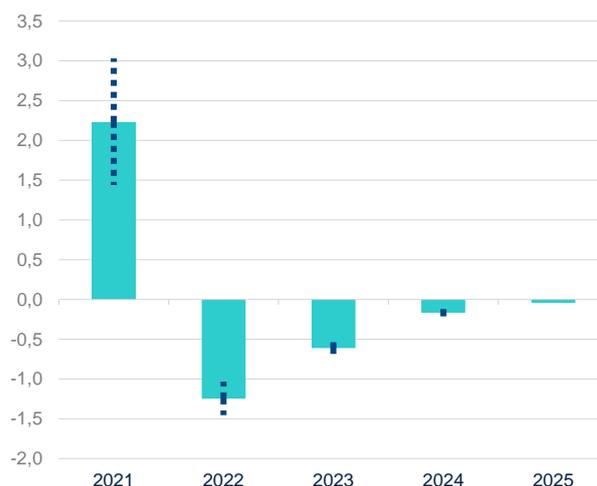
relación con la sensibilidad del consumo a la renta.¹⁶ En cambio, **si la bolsa de ahorro fuera asimilada como renta¹⁷ por parte de los hogares, el consumo podría ser hasta un 2% mayor que en el escenario base en 2021 y algo menos de un 1% en 2022** (Gráfico 9). En términos interanuales, esto se traduce en un crecimiento adicional del consumo de en torno al 2% en 2021 (Gráfico 10).

Gráfico 9. **CONSUMO DE LOS HOGARES ADICIONAL SOBRE EL ESCENARIO BASE SI TODO EL AHORRO ADICIONAL (60.000 M€) ES PERCIBIDO COMO RENTA* (PP)**



*Usando un modelo de corrección de error para el consumo. Las líneas de puntos representan el intervalo de confianza al 95% de la estimación del parámetro de corrección del error.
Fuente: BBVA Research

Gráfico 10. **CRECIMIENTO INTERANUAL ADICIONAL DEL CONSUMO DE LOS HOGARES SOBRE EL ESCENARIO BASE* (PP)**



*Usando un modelo de corrección de error para el consumo. Las barras de error representan el intervalo de confianza al 95% de la estimación del parámetro de corrección del error.
Fuente: BBVA Research

Hay que reiterar que este sería el impacto en el escenario más extremo, en el que la totalidad de la bolsa de ahorro es considerada como renta por parte de los hogares, y por tanto se trataría de una cota superior. **Aunque la incertidumbre sobre la magnitud del efecto sobre el consumo es notable, la composición de la caída del gasto en 2020 y la distribución del ahorro por grupos de población puede dar algunas intuiciones.**

El consumo que más se ha visto reducido durante la crisis sanitaria es el de servicios de ocio, turismo y restauración.¹⁸ Si bien es posible que se produzca un repunte de este tipo de gasto cuando la situación sanitaria lo permita, es improbable que compense la caída de 2020 a corto plazo. Lo más probable es que la recuperación de las compras de servicios que se consumen en sociedad sea gradual. Además, existe el riesgo de que el posible cambio de preferencias de los agentes pueda llevar a una disminución permanente del gasto en estos servicios.

La crisis sanitaria no solo ha menoscabado el consumo de los servicios que se disfrutaban en sociedad, sino también el de bienes duraderos. Los datos de contabilidad nacional indican que las compras de bienes

16: Un incremento de un 1% en la renta disponible aumenta el consumo de los hogares en un 0,2%, mientras que el impacto de un crecimiento de un 1% de la riqueza financiera neta es menor (0,03%).

17: En este ejercicio asumimos que esta renta extra estaría distribuida proporcionalmente a lo largo de 2021.

18: BBVA Research (2021) muestra que el gasto en viajes, alojamiento, transporte, moda, restauración, belleza y ocio cayó a tasas de dos dígitos en 2020. Por el contrario, los productos de primera necesidad, como los de alimentación y salud, y los que se consumen en el hogar, como los de equipamiento TIC y mobiliario, ganaron peso en la cesta de consumo de las familias.

duraderos en 2020 fueron un 14% inferiores a las de 2019, si bien su recuperación en la segunda parte del año fue más intensa que en el resto de productos. En la medida en que la evolución de la situación financiera lo permita, se prevé un repunte en el consumo de bienes duraderos en los próximos meses que compense parcialmente el retroceso observado en 2020.

En relación con la distribución por ingresos del ahorro, **la evidencia disponible¹⁹ indica que las rentas más altas son las que declaran haber incrementado su nivel de ahorro** (Gráfico 11). Esto se debería, por un lado, a que el gasto en los sectores más afectados por las restricciones tiene un mayor peso en los presupuestos de los hogares con más ingresos y, por otro, a que la renta de estos agentes no se ha deteriorado tanto como la de los cuartiles de ingresos inferiores.

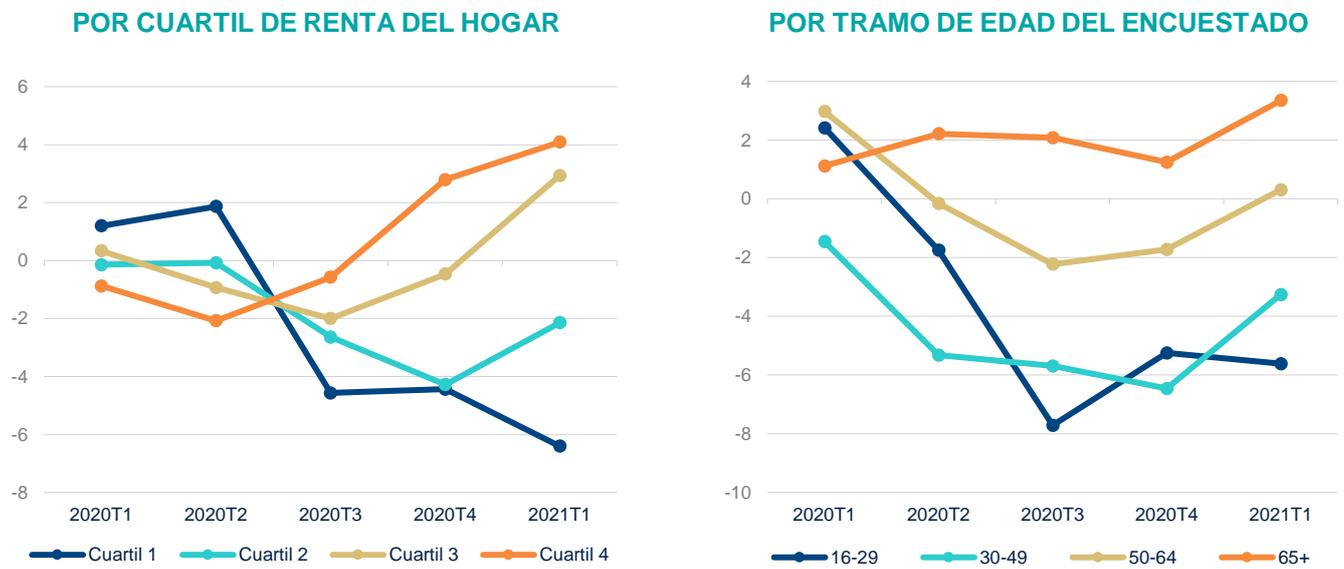
La heterogeneidad por nivel de renta arroja señales mixtas sobre las repercusiones del desahorro en el consumo. Por un lado, la encuesta de Confianza del Consumidor realizada por la Comisión Europea indica que las rentas más altas han mejorado significativamente tanto su optimismo sobre su situación financiera durante el próximo año como su intención de realizar compras importantes. Este resultado debería contribuir a que los hogares acomodados, que son los que más ahorro han acumulado, sean más proclives a aumentar su consumo durante los próximos meses. Sin embargo, la evidencia empírica indica que la propensión marginal a consumir decrece con la renta²⁰, lo que actúa en el sentido contrario.

Por edad, **los mayores han reportado un mayor nivel de ahorro y una situación financiera mejor que la de los más jóvenes durante 2020** (Gráfico 11). Según Ampudia et al. (2020), la propensión marginal a consumir de los hogares españoles crece con la edad, lo que apunta a un mayor traslación del ahorro a gasto privado. Con todo, la edad de los encuestados está correlacionada con la renta, por lo que el efecto neto del desahorro sobre el consumo es ambiguo.

¹⁹ Véase, entre otros, los resultados de las encuestas realizadas por la Comisión Europea European Commission (2021) para la UE o del Banco de Inglaterra Bank of England (2020) y Davenport *et al.* (2020) para Reino Unido.

²⁰ Según Ampudia *et al.* (2020), la propensión marginal al consumo tras un aumento en la riqueza o en los ingresos es decreciente con el nivel de renta.

Gráfico 11. **ENCUESTA DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR: SITUACIÓN FINANCIERA DEL HOGAR***
(BALANCE DE RESPUESTAS, VARIACIÓN EN PP RESPECTO A LA MEDIA DE 2019.
UN VALOR MAYOR QUE 0 INDICA QUE EL HOGAR ESTÁ AHORRANDO MÁS QUE EN 2019)



*Pregunta: ¿Cuál de las siguientes frases es la que mejor describiría la actual situación financiera de su hogar? Respuestas: Estamos ahorrando mucho / Estamos ahorrando un poco / Logramos llegar justo a final de mes con nuestros ingresos / Tenemos que recurrir a nuestros ahorros / Nos estamos endeudando / NS/NC.

Fuente: BBVA Research a partir de Comisión Europea

Inversión

Aunque la actividad se ha visto resentida por la caída del consumo, un mayor ahorro puede incrementar la inversión y, por tanto, impulsar el crecimiento económico a corto y largo plazo. En las economías con sistemas financieros maduros, los excesos de recursos acumulados por parte de los agentes en forma de ahorro son canalizados en forma de financiación hacia proyectos de inversión de los agentes con déficit de recursos, tanto nacionales como extranjeros. Los proyectos de inversión más productivos ofrecen un mejor balance riesgo-rentabilidad y, por tanto, atraen la mayor parte de los recursos. Así, incluso aunque la economía doméstica no ofrezca retornos elevados, la menor incertidumbre sobre los mercados financieros nacionales puede sesgar los flujos de inversión hacia los proyectos en el propio país donde se genera el ahorro. En consecuencia, estos fondos se traducen en una acumulación de capital tanto material como inmaterial que contribuye al crecimiento potencial de la economía.

De hecho, según Boscá *et al.* (2021), **una parte del ahorro forzado de los hogares ya se ha materializado en inversión en maquinaria y bienes de equipo que, junto con el impulso crediticio, han evitado una caída mayor de la inversión durante la crisis.** Del mismo modo, la evolución positiva de las hipotecas parece indicar que parte del ahorro podría haberse dirigido al mercado inmobiliario en un contexto de baja rentabilidad de los activos financieros.²¹

21: La información del Centro de Información Estadística de Notariado (CIEN) muestra que, tras caer el 24% interanual en la primera mitad de 2020, la firma de hipotecas repuntó en el segundo semestre del pasado año (8% interanual) y en el primer trimestre de 2021 (15% respecto al mismo periodo de 2019).

5. Conclusiones

El ahorro de los hogares en España se multiplicó por 2,3 en 2020, a pesar de la caída de un 3,3% de su renta disponible. Las estimaciones muestran que la imposibilidad de consumir como consecuencia de las restricciones impuestas por la situación epidemiológica y el temor al contagio fueron los principales responsables del incremento del ahorro familiar. La limitación de la libertad de circulación de las personas y de la apertura al público de los establecimientos comerciales provocó que el gasto en ciertos bienes y servicios, como los que se consumen en sociedad y los asociados a desplazamientos, disminuyese de forma significativa, prolongada y no fuese compensada por el crecimiento de la demanda de productos que se adquieren de forma no presencial. La incertidumbre asociada al mercado de trabajo explicó el resto.

La absorción del exceso de ahorro acumulado en 2020 impulsará el gasto de los hogares en los próximos trimestres, aunque la incertidumbre es excepcionalmente elevada. Al respecto, las estimaciones de BBVA Research sugieren que el ahorro familiar podría retornar a los niveles prepandemia a finales de 2021 si tanto la respuesta a sus determinantes tradicionales como el ritmo al que se absorben los desequilibrios se mantienen inalteradas. Sin embargo, no se pueden descartar cambios estructurales en sus fundamentos o que la naturaleza del sobreahorro causado por las restricciones (del que no hay precedentes históricos) pueda afectar a su velocidad de absorción.

En el escenario base, el ahorro adicional forma parte de la riqueza financiera de los hogares. Sus repercusiones en el consumo dependen, por tanto, de la elasticidad del gasto a la riqueza, que es reducida en relación con la sensibilidad del consumo a la renta. Si las familias interpretan el exceso de ahorro como renta transitoria, las simulaciones realizadas sugieren que su consumo podría crecer dos puntos porcentuales más en 2021 que en el escenario central. Si por el contrario el ahorro acumulado se mantiene como parte de la riqueza de las familias, el impacto sobre el crecimiento sería menor, aunque su canalización a través de la inversión podría contribuir al crecimiento tanto en el corto como en el largo plazo.

Aunque el impacto definitivo del desahorro sobre el consumo es difícil de anticipar, la composición de la caída del gasto en 2020 y la distribución del ahorro por grupos de población puede arrojar algo de luz. En primer lugar, dado que el deterioro del gasto de los hogares en 2020 fue mayor en servicios -no embalsables por definición- que en bienes, es probable que su consumo recupere el nivel precrisis de forma gradual. Además, existe el riesgo de que las preferencias de los consumidores hayan cambiado, lo que podría tener consecuencias duraderas en el nivel de gasto. En segundo lugar, el incremento del ahorro parece haberse concentrado en los hogares con mayores ingresos, que si bien declaran una intención creciente de realizar compras relevantes durante el próximo año, exhiben una propensión a consumir comparativamente reducida. Este resultado contrasta con el aumento del ahorro en las familias encabezadas por un mayor de 64 años; la evidencia reciente indica que su propensión a gastar crece con la edad.

6. Anexo: Modelo de fundamentos del ahorro

Siguiendo BBVA Research (2013) y Pesaran y Shin (1999), se asume que la tasa de ahorro de los hogares (TA) sigue un proceso autorregresivo de retardos distribuidos (ARDL). En nuestro caso, el modelo consta de dos ecuaciones: una en niveles y otra en primeras diferencias que incluye un término de corrección del desequilibrio. Para estimar este modelo se han usado datos con frecuencia trimestral de la economía española²². La ecuación en niveles es la siguiente:

$$TA = cte + \theta_1 \ln RBDpc + \theta_2 TD + \theta_3 TICP + \theta_4 PR + \theta_6 \ln RIQFpc_{t-1} + \theta_7 \ln RIQIMpc_{t-1} + \theta_8 \ln Deudapc + errLP \quad (1)$$

donde la variables explicativas son el logaritmo natural de la renta bruta disponible per cápita ($\ln RBDpc$), la tasa de dependencia (TD), el tipo de interés oficial del BCE (TICP), la prima de riesgo (PR, diferencia entre el tipo de los bonos a diez años y el tipo de interés oficial del BCE), el logaritmo natural de la riqueza financiera neta per cápita en el periodo anterior ($\ln RIQFpc_{t-1}$), el logaritmo natural de la riqueza inmobiliaria per cápita en el periodo anterior ($\ln RIQIMpc_{t-1}$) y la deuda de las AA. PP. por habitante ($\ln Deudapc$)²³. Además, se incluye una constante en la regresión.

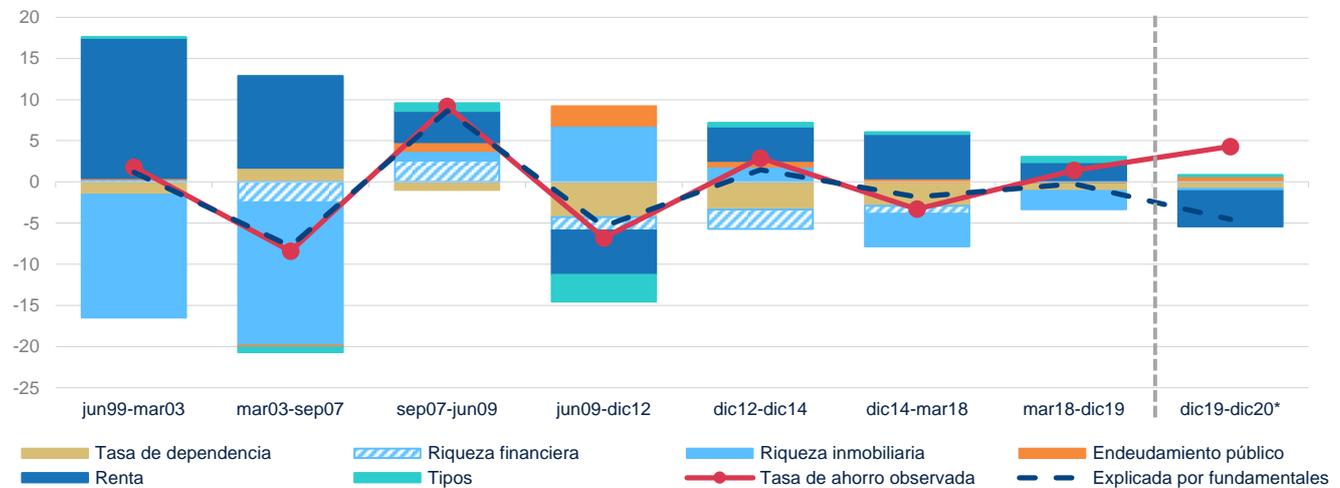
Esta ecuación captura el comportamiento a largo plazo de la tasa de ahorro en función de los fundamentos. Los coeficientes estimados para el periodo de 1999-2019 se muestran en la Cuadro 1. Como era de esperar, la tasa de ahorro es decreciente con la tasa de dependencia y con la riqueza (tanto financiera como inmobiliaria) y creciente con la renta disponible. Respecto a los tipos de interés de corto plazo, los test muestran un cambio estructural en 2012. Así, antes de ese año, la tasa de ahorro decrece con los tipos, lo que sugiere que el efecto negativo sobre los deudores domina al positivo sobre los acreedores (véase la Sección 2); a partir de 2012, el coeficiente es positivo. Todo indica a que este cambio se debe a la introducción de políticas monetarias no convencionales por parte del BCE, que han llevado a los tipos de interés nominales a mínimos históricos. Por último, el coeficiente de la deuda de las administraciones públicas es positivo, pero reducido, lo que sugiere que los efectos ricardianos son limitados.

En el Gráfico 12 se representan las contribuciones de cada variable explicativa a la variación de la tasa de ahorro según la ecuación 1. Para facilitar su interpretación, se ha dividido la muestra en ocho periodos que se corresponden con el ciclo de la tasa de ahorro. Comenzando por el impacto de la renta, se observa que su crecimiento sostenido ha contribuido positivamente al ahorro, excepto durante la Gran Recesión. Por su parte, el incremento de la riqueza inmobiliaria durante la primera mitad de los años 2000 ejerció una presión a la baja sobre la tasa de ahorro. Tras la crisis, el desplome del valor de la vivienda limitó parcialmente la caída de la tasa de ahorro en el periodo de 2009 a 2012. Desde entonces, se ha ido recuperando paulatinamente. El envejecimiento de la población ha contribuido de manera creciente a reducir el ahorro. El efecto de los tipos de interés, como ya se ha comentado, es mixto. Su mayor impacto se puede apreciar tras el inicio de la crisis financiera (septiembre de 2007 a junio de 2009) y con la crisis del euro (junio de 2009 a diciembre de 2012). Por último, los efectos ricardianos del endeudamiento público sobre el ahorro se limitan a una pequeña aportación durante la Gran Recesión.

22: Otros trabajos han analizado los determinantes de la tasa de ahorro para varios países. Véase BBVA Research (2013) o Mody, Ohnsorge y Sandri (2012b).

23: Todas las variables están expresadas en términos nominales. Como alternativa a este modelo, se ha estimado una versión con variables en términos reales que incluye la inflación. Los resultados son similares, aunque el ajuste es peor.

Gráfico 12. **CONTRIBUCIONES A LA VARIACIÓN DE LA TASA DE AHORRO EXPLICADA POR LA ECUACIÓN EN NIVELES (%)**



*Los trimestres de 2020 no entran en la estimación.
Fuente: BBVA Research

Como ilustra el Gráfico 12, la diferencia de la tasa de ahorro explicada por fundamentos (línea negra discontinua) y la observada (línea roja) es reducida para el periodo estimado. Con todo, en un segundo paso, se estima una ecuación en diferencias que incluye como regresores las primeras diferencias de los fundamentos, un término de corrección del desequilibrio de la ecuación en niveles y la primera diferencia de la brecha de desempleo, que aproxima la incertidumbre laboral (Ugap).^{24, 25}

$$\Delta TA = \Phi [errLP]_{t-1} + \delta_1 \Delta \ln RBDpc + \delta_2 \Delta TICP + \delta_3 \Delta PR + \delta_5 \Delta \ln RIQpc + \delta_6 \Delta \ln RIQIMpc + \delta_7 \Delta \ln Deudapc + \delta_8 \Delta Ugap + resid. \quad (2)$$

Los resultados de la estimación se muestran en la columna derecha del Cuadro 1. Las variables explicativas que ya estaban presentes en la relación en niveles entran con el mismo signo, mientras que se encuentra un efecto precautorio (Ugap) significativo. Respecto a la corrección del desequilibrio, se estima que en cada trimestre se absorbe entre un cuarto y un tercio del error de la ecuación en niveles. El residuo de esta ecuación se identifica como ahorro forzado.

24: La brecha de desempleo se calcula como la diferencia entre la tasa de paro, incluidos los asalariados en ERTE, y la tasa de desempleo no aceleradora de la inflación (NAIRU). Se estima a partir de un modelo de componentes inobservables multivariante, en el que se descompone el dato observado en sus componentes tendencial y cíclico, partiendo de las relaciones macroeconómicas de la ley de Okun y la curva Phillips con expectativas aumentadas. El modelo hace uso del filtro de Kalman y se estima por máxima verosimilitud. Véase, por ejemplo, Mestre y Fabiani (2001).

25: En versiones alternativas del modelo, se incluyeron los resultados de la Encuesta de Préstamos Bancarios con el fin de capturar los posibles efectos de la oferta de crédito sobre el ahorro. Asimismo, se experimentó con otras variables que aproximan incertidumbre, como los indicadores de confianza publicados por la Comisión Europea. En ninguno de estos casos los efectos fueron significativos.

Cuadro 1. ESTIMACIÓN DE LOS DETERMINANTES DE LA TASA DE AHORRO DE LOS HOGARES, 1999T1-2019T4

Ecuación en niveles		Ecuación en primeras diferencias	
Tasa de ahorro (%)		Δ Tasa de ahorro (%)	
TD	-2,10***	DLNRBD_PC	0,79***
Tasa de dependencia	(0,27)	Δ (Renta bruta disponible)	(0,04)
LNRRBD_PC	0,73***	DTICP	-0,84***
Renta bruta disponible	(0,07)	Δ (Tipo interes BCE)	(0,22)
PR	-0,61***	DPR	-0,44***
Prima de riesgo	(0,13)	Δ (Prima de riesgo)	(0,16)
TICP_PRE12	-0,88***	DLNRRIQ_PC	-0,02
Tipo interes BCE (antes de dic 2012)	(0,11)	Δ (Riqueza financiera neta)	(0,01)
TICP_POST12	1,85***	DLNRRIQ_IM_PC	-0,10***
Tipo interes BCE (después de 2012)	(0,43)	Δ (Riqueza inmobiliaria)	(0,02)
LNRIQ_PC (t-1)	-0,07***	DLNRRIQ_PC(t-1)	-0,02
Riqueza financiera neta (retardo)	(0,01)	Δ (Riqueza financiera neta)	(0,01)
LNRIQ_IM_PC (t-1)	-0,25***	DLNRRIQ_IM_PC(t-1)	-0,05**
Riqueza inmobiliaria (retardo)	(0,02)	Δ (Riqueza inmobiliaria)	(0,02)
LNDEUDA_PC	0,04***	DLNDEUDA_PC	0,04
Deuda AAPP	(0,01)	Deuda AAPP	(0,03)
		DUGAP	0,33***
		Δ (Gap desempleo)	(0,12)
		LRRSDS(-1)	-0,28***
		Corrección del desequilibrio	(0,08)
		R²	0,869

* p<0,01, ** p<0,05, *** p<0,01.

Errores estándar entre paréntesis.

Las variables de renta, riqueza y deuda están expresadas en logaritmos naturales de euros per cápita, los tipos de interés y prima de riesgo en puntos porcentuales.

Fuente: BBVA Research

Referencias

- Ampudia, Miguel, Russell Cooper, Julia Le Blanc, y Guozhong Zhu. 2020. «MPC Heterogeneity and the Dynamic Response of Consumption to Monetary Policy». NBER Working Paper, 6-. https://www.nber.org/system/files/working_papers/w25082/w25082.pdf.
- Bank of England. 2020. «How has Covid affected household savings?», 1-4. <https://www.bankofengland.co.uk/bank-overground/2020/how-has-covid-affected-household-savings>.
- BBVA Research. 2013. «Evolución de la tasa de ahorro de los hogares en España: el papel de los fundamentos». Situación Consumo: Primer semestre 2013. https://www.bbvarresearch.com/wp-content/uploads/mult/1306_Situacionconsumo_tcm346-391486.pdf.
- . 2021. «Impacto de la COVID-19 sobre el consumo en tiempo real y alta definición en dic-20». <https://www.bbvarresearch.com/publicaciones/espana-impacto-de-la-covid-19-sobre-el-consumo-en-tiempo-real-y-alta-definicion-en-nov-20/>.
- Bilbiie, Florin, Gauti Eggertsson y Giorgio Primiceri. 2021. «US 'excess savings' are not excessive». VoxEU. <https://voxeu.org/article/us-excess-savings-are-not-excessive>.
- Boscá, José E, Rafael Doménech, Javier Ferri, y Camilo Ulloa. 2021. «La situación cíclica de la economía española un año después del inicio de la crisis COVID-19». <https://www.bbvarresearch.com/publicaciones/espana-la-situacion-ciclica-de-la-economia-un-ano-despues-del-inicio-de-la-crisis/>.
- Browning, Martin, y Annamaria Lusardi. 1996. «Household Saving: Micro Theories and Micro Facts». Journal of Economic Literature 34 (4): 1797-1855.
- Castro, Francisco De, y José Luis Fernández. 2013. «Does ricardian equivalence hold? The relationship between public and private saving in spain». Journal of Applied Economics 16 (2): 251-74. [https://doi.org/10.1016/S1514-0326\(13\)60011-2](https://doi.org/10.1016/S1514-0326(13)60011-2).
- Cuenca, José Antonio, y Carmen Martínez. 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, 1-4. <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/21/T1/descargar/Fich/be2101-it-Rec4.pdf>.
- Davenport, Alex, Robert Joyce, Imran Rasul, y Tom Waters. 2020. Spending and saving during the COVID-19 crisis: evidence from bank account data. The Institute for Fiscal Studies. https://ifs.org.uk/uploads/BN308-Spending-and-saving-during-the-COVID-19-crisis-evidence-from-bank-account-data_2.pdf.
- Dossche, Maarten, y Stylianos Zlatanov. 2020. «COVID-19 and the increase in household savings: precautionary or forced?» ECB Economic Bulletin 6, (August 2020): 5. <https://econpapers.repec.org/RePEc:ecb:ecbbox:2020:0006:5>.
- European Commission. 2021. «Will consumers save the EU recovery? Insights from the commission's consumer survey.» Vol. European B. <https://doi.org/10.2765/784302>.

- Gebauer, By Stefan, Jean-françois Ouvrard, y Camille Thubin. 2020. «Uncertainty due to Covid-19 is contributing to French household savings». Banque de France. <https://blocnotesdeleco.banque-france.fr/en/blog-entry/uncertainty-due-covid-19-contributing-french-household-savings>.
- Hodbod, Alexander, Cars Hommes, Stefanie Huber, y Isabelle Salle. 2020. «Is COVID-19 a consumption game changer? Evidence from a large-scale multi-country survey». Covid Economics, n.o 37: 1-26. <https://cepr.org/file/10060/download?token=eOeGMKrX>.
- INE. 2021. «Proceso de actualización de las ponderaciones del IPC para su adaptación al efecto COVID», 1-4. https://www.ine.es/daco/daco42/daco421/nota_tecnica_ponderaciones_2021.pdf.
- Lugilde, Alba, Roberto Bande, y Dolores Riveiro. 2019. «Precautionary Saving: a Review of the Empirical Literature». Journal of Economic Surveys 33 (2): 481-515. <https://doi.org/10.1111/joes.12284>.
- Malmendier, Ulrike, y Leslie Sheng Shen. 2019. «Scarred Consumption». International Finance Discussion Paper 2019 (1259). <https://doi.org/10.17016/ifdp.2019.1259>.
- Mestre, Ricardo, y Silvia Fabiani. 2001. "A System Approach for Measuring the Euro Area NAIRU." ECB Working Paper. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp065.pdf>.
- Modigliani, Franco, y Richard Brumberg. 2013. Utility analysis and the consumption function: An interpretation of cross-section data. Post Keynesian Economics. Vol. 6. <https://doi.org/10.4324/9781315016849>.
- Mody, Ashoka, Franziska Ohnsorge, y Damiano Sandri. 2012. «Precautionary savings in the great recession». IMF Economic Review. <https://doi.org/10.1057/imfer.2012.5>.
- Pesaran, M Hashem, y Yongcheol Shin. 1999. «An Autoregressive Distributed Lag Modelling Approach to Cointegration Analysis». Econometrics and Economic Theory in the 20th Century. <https://doi.org/10.1017/ccol521633230>.
- Río, Ana Del, y José Antonio Cuenca. 2020. «La renta y el ahorro de los hogares en la zona del euro durante la primera ola de la pandemia.» Banco de España. <https://repositorio.bde.es/bitstream/123456789/14450/1/be2004-art43.pdf>.
- Ulloa, Camilo. 2021. «Inflación: percepciones confirmadas por los datos». BBVA Research. <https://www.bbva.com/publicaciones/espana-inflacion-percepciones-confirmadas-por-los-datos/>.

AVISO LEGAL

El presente documento no constituye una "Recomendación de Inversión" según lo definido en el artículo 3.1 (34) y (35) del Reglamento (UE) 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre abuso de mercado ("MAR"). En particular, el presente documento no constituye un "Informe de Inversiones" ni una "Comunicación Publicitaria" a los efectos del artículo 36 del Reglamento Delegado (UE) 2017/565 de la Comisión de 25 de abril de 2016 por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de servicios de inversión ("MiFID II").

Los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos u opiniones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.

INTERESADOS DIRIGIRSE A:

BBVA Research: Calle Azul, 4. Edificio La Vela – 4ª y 5ª planta. 28050 Madrid (España).
Tel.: +34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00 / Fax: +34 91 374 30 25
bbvaresearch@bbva.com www.bbvaresearch.com

