

Covid-19 y consumo de los hogares:  
hechos estilizados a partir de  
datos del Grupo Éxito

*Leonardo Bonilla Mejía*  
*Juan Esteban Carranza-Romero*  
*Mariana Fuentes Vélez*  
*Felipe González Esquivel*  
*Stiven Pérez Pulgarín*  
*Mauricio Villamizar-Villegas*

**Leonardo Bonilla Mejía**

Investigador Banco de la República.  
Correo electrónico: lbonilme@banrep.gov.co

**Juan Esteban Carranza-Romero**

Subgerente de Estudios Económicos del Banco de la República.  
Correo electrónico: jcarraro@banrep.gov.co

**Mariana Fuentes Vélez**

Investigador Grupo Éxito.  
Correo electrónico: mfuentesv@grupo-exito.com

**Felipe González Esquivel**

Investigador Grupo Éxito.  
Correo electrónico: fgonzaleze@grupo-exito.com

**Stiven Pérez Pulgarín**

Investigador Grupo Éxito.  
Correo electrónico: sperez@grupo-exito.com

**Mauricio Villamizar-Villegas**

Codirector Banco de la República.  
Correo electrónico: mvillavi@banrep.gov.co

## Introducción

La crisis sanitaria desatada por el Covid-19, y las cuarentenas adoptadas para controlar el contagio, han tenido efectos importantes sobre la economía de todos los países afectados (Aum, Lee y Shin, 2021; Bartik *et al.*, 2020; Carletti *et al.*, 2020; Goolsbee y Syverson, 2020; Gourinchas *et al.*, 2020; Gupta *et al.*, 2020; Forsythe *et al.*, 2020; Rojas *et al.*, 2020). Colombia no ha sido la excepción; desde el mes de marzo de 2020, mes en el que se pusieron en marcha las restricciones de movilidad en todo el país, se ha registrado una caída sin precedentes en la actividad económica y el empleo. Los mayores efectos se registran en las regiones con mayor incidencia de la enfermedad y los sectores con más restricciones, menor distancia física en el trabajo y menos potencial de teletrabajo. Las mujeres y los trabajadores con menor nivel educativo son aquellos con mayores probabilidades de perder su empleo y pasar a la inactividad (Adams-Prassl *et al.*, 2020; Alfaro, Becerra y Eslava, 2020; Alon *et al.*, 2020; Banco de la República, 2020a, 2020b, 2021; Morales *et al.*, 2021).

El impacto sobre la actividad económica y el empleo va de la mano de reducciones importantes en el consumo de los hogares, que resultan difíciles de medir con la batería de indicadores tradicionalmente utilizados para este fin. Para subsanar esto, en Estados Unidos se han empleado datos del sector privado que permiten medir el efecto de la pandemia sobre el consumo de los hogares (Baker *et al.*, 2020; Chetty *et al.*, 2020). Es fundamental destacar que la crisis desatada por la emergencia sanitaria ha tenido efectos en el consumo muy heterogéneos. Por un lado, las familias de mayores ingresos redujeron drásticamente su consumo al inicio de la pandemia, afectando gravemente el empleo en pequeños negocios de zonas de altos ingresos. Esto llevó a pérdidas

de empleo altamente persistentes en el segmento de baja calificación, que contrasta con una rápida recuperación en los trabajos con salarios más altos.

En este capítulo se presenta un estudio de la evolución del consumo de los hogares en Colombia utilizando datos de las ventas del Grupo Éxito, quien es actualmente el líder en la gran superficie del país, con cobertura nacional y una participación de mercado cercana al 29% en este segmento (*La República*, 2020). Los datos de muy alta frecuencia permiten no solo hacer un seguimiento en tiempo real de la evolución de las ventas, sino además desagregar en detalle por segmento de consumo, región, estrato y medio de pago. Nuestro análisis se enfoca en los primeros siete meses del año 2020, durante los cuales se identifican dos tipos de eventos que han tenido un impacto importante sobre las ventas. El primero es el inicio de la pandemia y la puesta en marcha de las medidas de restricción de movilidad, que tuvo lugar en el mes de marzo. En segundo lugar, están los dos días sin IVA promovidos por el gobierno nacional, que tuvieron lugar el 19 de junio y el 3 de julio.

El capítulo se organiza en seis secciones. En la sección 2 se expone la evolución de las ventas totales de tres grandes segmentos de consumo: mercado, ropa y electrodomésticos y artículos del hogar. En la tercera y cuarta, se estudia la heterogeneidad regional y de ingreso, respectivamente. En la quinta, se sigue la evolución de los medios de pago; y en la sexta, se concluye.

## 1. Ventas totales por categoría

Las ventas totales de la categoría mercado registraron un fuerte aumento en las semanas que precedieron a la puesta en marcha de las medidas de restricción de movilidad. El máximo de ventas en esta categoría se alcanzó en la tercera semana de marzo, cuando iniciaron las restricciones, con crecimientos anuales que superan el 90%. Esto refleja el flujo masivo de clientes que acudieron a los almacenes para aprovisionarse ante el incremento de casos registrados, y la posibilidad de una cuarentena. Desde entonces, las ventas se han mantenido relativamente estables, con la excepción de las semanas que siguieron al primer día sin IVA, en donde las ventas de mercado se redujeron en alrededor del 20% con respecto a la misma semana del año anterior (figura 1).

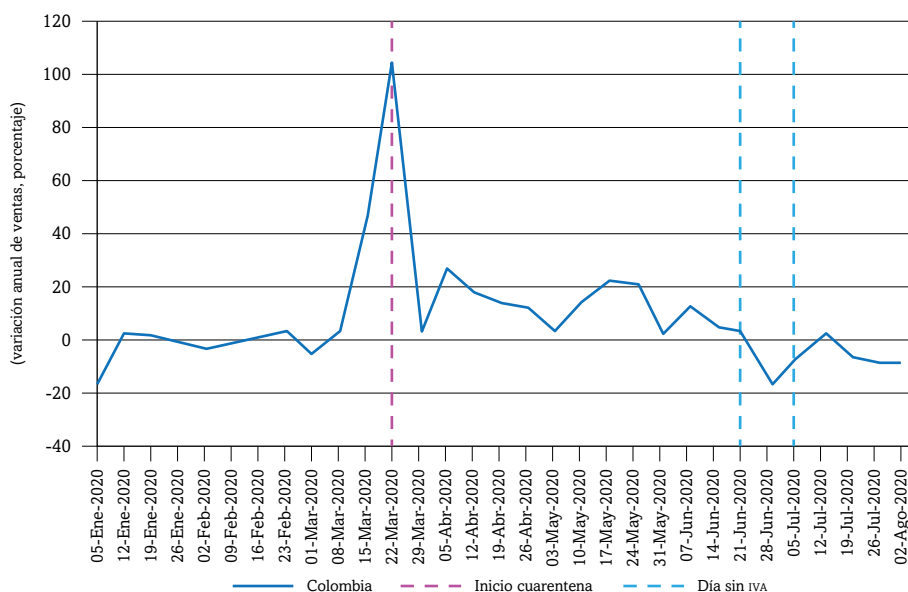


Figura 1. **Ventas totales de mercado**

*Nota:* variación anual de las ventas semanales. Las líneas verticales representan el inicio de la cuarentena y los dos primeros días sin IVA del año.

*Fuente:* cálculos de los autores.

Durante el auge de ventas de la categoría mercado, que tuvo lugar en las semanas que precedieron a las restricciones de movilidad, se vendieron principalmente artículos de la categoría abarrotes, con un crecimiento anual del 250%, destacándose las ventas de productos como atún, granos y arroz. Las ventas de la categoría aseo también registraron tasas de crecimiento significativas, cercanas al 150%, lideradas por productos de limpieza y cuidado personal, como alcohol, detergentes, gel antibacterial y papel higiénico. Algunos productos de aseo como el papel higiénico tuvieron muy buen desempeño en las primeras semanas de la cuarentena y luego tuvieron una desaceleración. En cambio, las ventas de gel antibacterial, detergentes y alcohol se han mantenido durante toda la contingencia. En comparación, las ventas de productos frescos crecieron en menor magnitud, lo cual refleja la preferencia por productos no perecederos en las semanas que precedieron al inicio de la cuarentena (figura 2).

A diferencia de los productos de mercado, en la categoría de ropa se registraron importantes caídas en ventas desde mediados de marzo, alcanzando el

punto más bajo en la última semana de marzo, con una contracción del 80% con respecto a la misma semana del año anterior. Aun cuando las ventas han venido aumentando, con repuntes en los días de la Madre y el Padre y el primer día sin IVA, las variaciones anuales han permanecido en el terreno negativo desde el inicio de la pandemia, con valores que oscilan alrededor del 40% (figura 3). Las mayores caídas se registran en las categorías de ropa exterior, mientras que en ropa interior y deportiva la caída fue considerablemente menor.

En la categoría electrodomésticos y productos del hogar, se registra una caída similar a la de ropa desde mediados de marzo. La contracción más grande, del 60% con respecto a la misma semana del año anterior, se reportó en la última semana de marzo. Desde entonces, la recuperación ha sido similar a la de la categoría ropa, con variaciones anuales cercanas al -40%. En este caso, el principal aumento de ventas se dio durante el primer día sin IVA, en el cual se alcanzó una variación anual de ventas cercana a 0. En comparación, las ventas del segundo día sin IVA fueron modestas (figura 4).

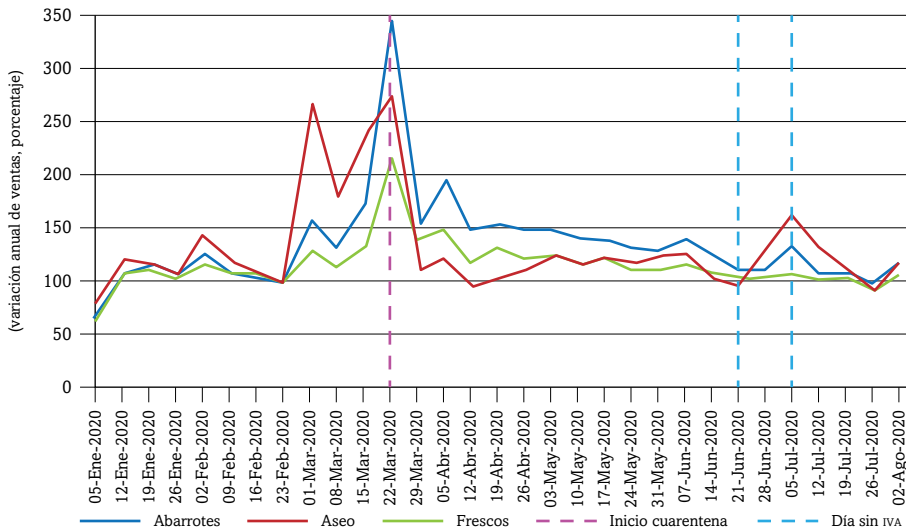


Figura 2. Ventas de mercado por subcategorías

Nota: variación anual de las ventas semanales. Las líneas verticales representan el inicio de la cuarentena y los dos primeros días sin IVA del año.

Fuente: cálculos de los autores.

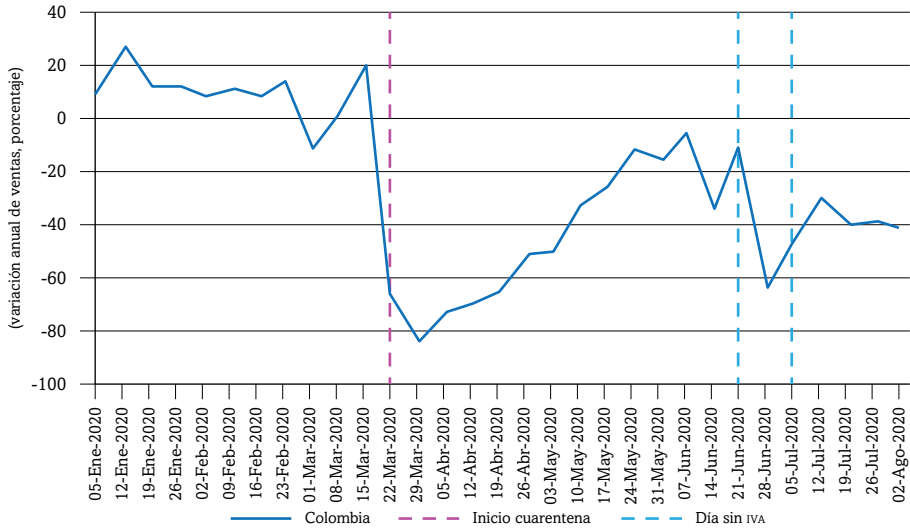


Figura 3. **Ventas totales de ropa**

*Nota:* variación anual de las ventas semanales. Las líneas verticales representan el inicio de la cuarentena y los dos primeros días sin IVA del año.

*Fuente:* cálculos de los autores.

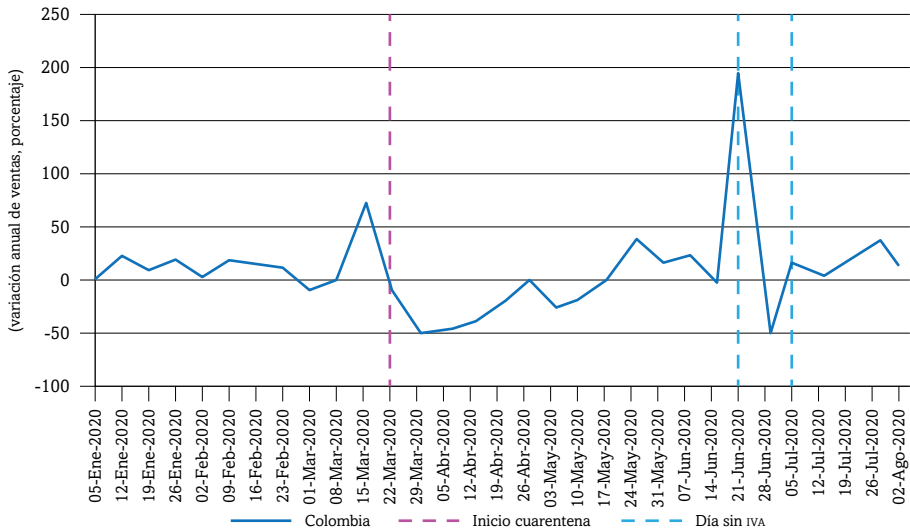


Figura 4. **Ventas totales de electrodomésticos y productos del hogar**

*Nota:* variación anual de las ventas semanales. Las líneas verticales representan el inicio de la cuarentena y los dos primeros días sin IVA del año.

*Fuente:* cálculos de los autores.

## 2. Heterogeneidad regional

Para este análisis se realizó una división por regiones a partir de la distribución de los almacenes en el país, a saber: Atlántico, Antioquia y Eje Cafetero, Centro y Pacífico. Dado que no hay una cobertura total a nivel nacional, se hace una agrupación a partir de las ubicaciones de las dependencias. Los municipios que tienen un pequeño número de almacenes se agregan a la región más cercana. Por ejemplo, Villavicencio, Yopal y Florencia se agregan a la región Centro.

Como se ilustra en la figura 5, la epidemia ha tenido un curso heterogéneo entre estas regiones. En particular, el pico del flujo semanal de muertes por millón de habitantes, que es la medida más robusta de la epidemia, se dio en la región Atlántico entre los meses de junio y julio, alrededor de un mes antes que en las regiones Centro y Pacífico. Por su parte, en la Zona Cafetera el pico de muertes se dio entre octubre y noviembre.

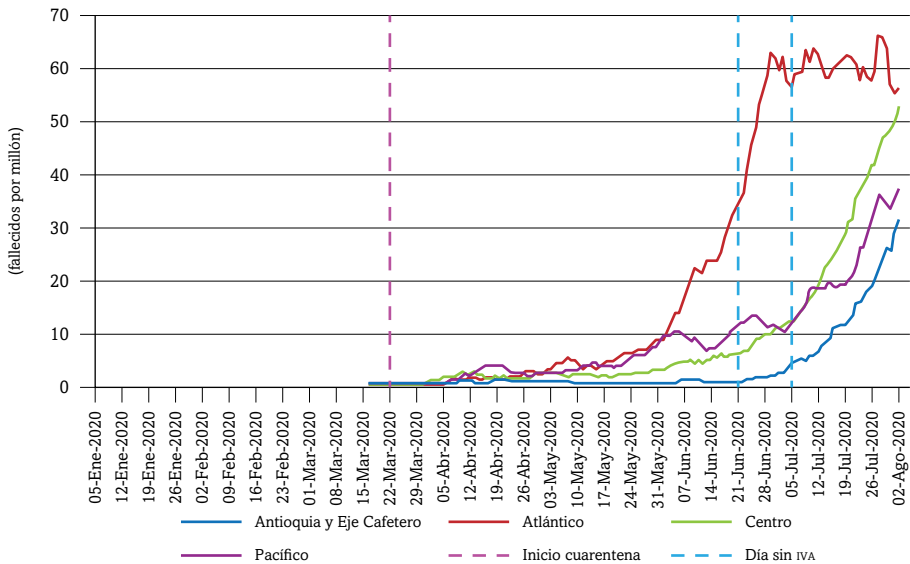


Figura 5. La epidemia en las regiones

Nota: registro semanal de muertes por millón de habitantes.

Fuente: cálculos de los autores con base en el Instituto Nacional de Salud (INS).

En general, las ventas reflejan comportamientos similares a través de las regiones, con diferencias notorias precisamente en la región Atlántico. En todas

las regiones hubo un incremento sustancial de las ventas de mercado al inicio de la cuarentena, debido a los grandes mercados que hicieron las familias para abastecerse durante el período de aislamiento. Sin embargo, este aumento fue menor en Atlántico. A su vez, las ventas de ropa y electrodomésticos se vieron significativamente reducidas durante las semanas previas y posteriores al inicio de la cuarentena, alcanzando el punto más bajo en la última semana de junio. A diferencia de mercado y ropa, la disminución en las ventas de electrodomésticos y productos del hogar fue menos marcada en Atlántico que en el resto del país durante estas semanas.

Observando de forma detallada las ventas de mercado en la figura 6, se evidencia que Antioquia, Eje Cafetero y Pacífico duplicaron sus ventas en la semana 11 respecto a la misma semana de 2019, mientras que en Atlántico crecieron sus ventas solamente en un 50%. Finalizada esta semana y hasta la semana 16, se observa un nivel de ventas más alto respecto al año anterior para

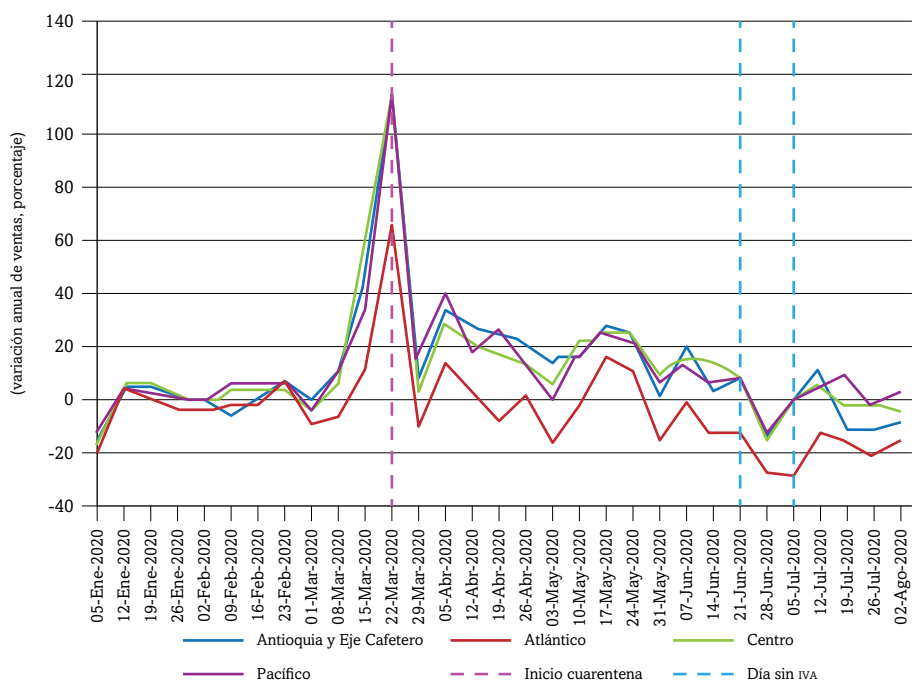


Figura 6. Ventas de mercado por región

Nota: variación anual de las ventas semanales. Las líneas verticales representan el inicio de la cuarentena y los dos primeros días sin IVA del año.

Fuente: cálculos de los autores.

todas las regiones, exceptuando Atlántico; las ventas de esta región comienzan a caer primero en comparación con las demás regiones y permanecen en valores negativos hasta el final del periodo. Posterior al primer día sin IVA, las cuatro regiones alcanzan su punto más bajo y se recuperan luego del segundo día sin IVA, que ocurrió en la semana 26.

En cuanto a las ventas de ropa, en la figura 7 se observa que las primeras regiones en mostrar una caída previa a la cuarentena son Centro y Atlántico (semana 9), siendo la de esta última más pronunciada. Pacífico y Antioquia continúan aumentando sus ventas hasta la semana 10 y luego empiezan a caer hasta que las cuatro regiones alcanzan su punto más bajo con una variación negativa cercana al 80 % en la primera semana de cuarentena (semana 12). A partir de esa semana, se evidencia una recuperación paulatina para todas las regiones, siendo la región Atlántico la más lenta. Después del primer día sin IVA, se vuelve a manifestar una caída en las ventas.

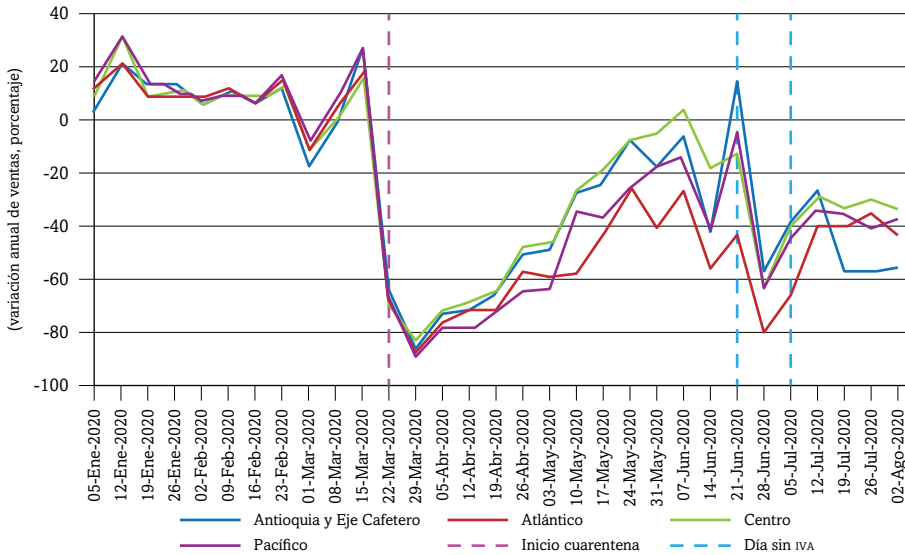


Figura 7. Ventas de ropa por región

*Nota:* variación anual de las ventas semanales. Las líneas verticales representan el inicio de la cuarentena y los dos primeros días sin IVA del año.

*Fuente:* cálculos de los autores.

Finalmente, para las ventas de electrodomésticos se observa en la figura 8 un aumento de un poco más del 20 % en la región Atlántico en las semanas

previas al inicio de la cuarentena. Para la semana 10, las ventas de todas las regiones comienzan a caer. En la semana del inicio de la cuarentena, se reporta que Atlántico fue la región menos afectada por esta caída, y la región Pacífico la más afectada. Este comportamiento se mantiene hasta el primer día sin IVA, donde se evidencia un crecimiento importante en las ventas. Posterior a esta semana, las ventas de todas las regiones caen, siendo mayormente afectadas Pacífico y Atlántico, pero esta última región se recupera de forma rápida.

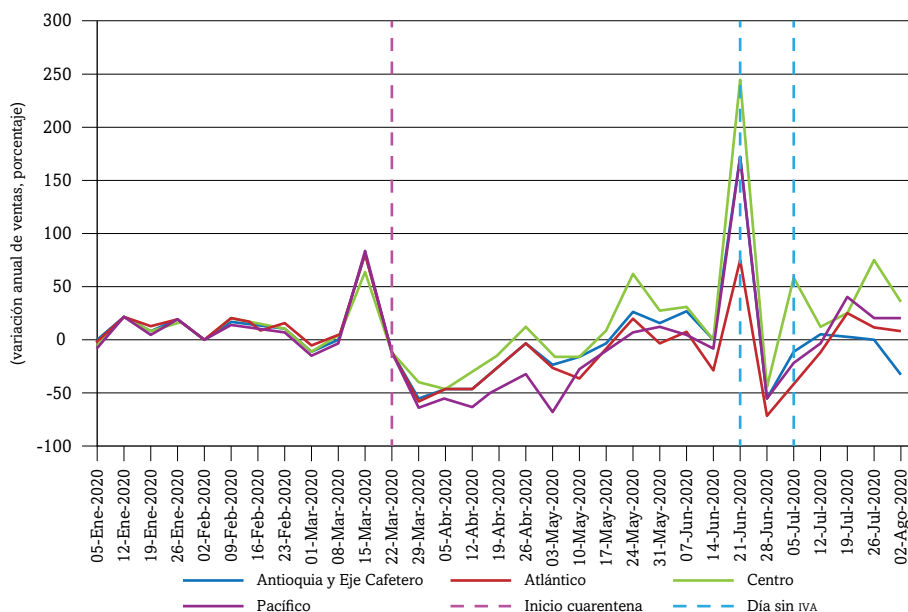


Figura 8. Ventas de electrodomésticos y productos del hogar por región

Nota: variación anual de las ventas semanales. Las líneas verticales representan el inicio de la cuarentena y los dos primeros días sin IVA del año.

Fuente: cálculos de los autores.

### 3. Heterogeneidad por ingreso

Para el análisis por estratos, se recopila información de los niveles socioeconómicos de la población cercana a las dependencias, y se toma el estrato que prevalece. Este ejercicio se efectúa para una muestra de almacenes en diferentes localizaciones. En ese sentido, entonces, no se tiene una clasificación directa ni de los almacenes ni de los clientes por estrato, pero esta agrupación

permite tener un acercamiento sobre las características sociodemográficas de los posibles clientes.

La brecha en la dinámica de las ventas de mercado por estratos comienza a crecer en las semanas que siguen a la primera cuarentena obligatoria. Se puede observar que los estratos 1 y 2 aumentaron inicialmente su consumo respecto al año pasado, sin embargo, empieza a disminuir gradualmente a partir de junio. Por otro lado, en los estratos más altos (5 y 6), no cambiaron los niveles de ventas respecto al año pasado, mientras que en los estratos medios (3 y 4), cuyo consumo representa la mayoría del agregado del país, estos se incrementaron. La diferencia entre estratos sube a partir de la última semana de mayo, un par de semanas después del Día de la Madre (10 de mayo), y se profundiza después del primer día sin IVA.

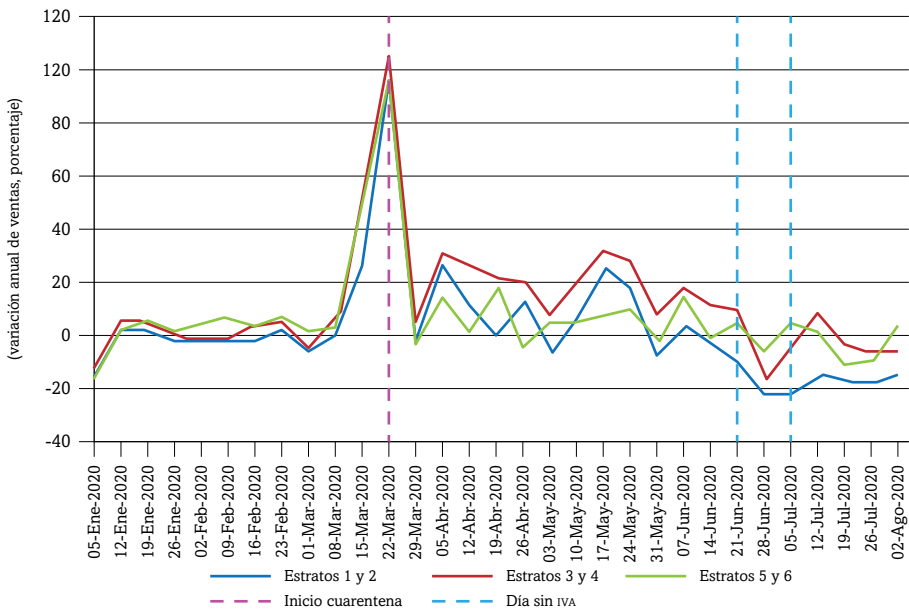


Figura 9. Ventas de mercado por estrato

Nota: variación anual de las ventas semanales. Las líneas verticales representan el inicio de la cuarentena y los dos primeros días sin IVA del año.

Fuente: cálculos de los autores.

Las ventas en la categoría ropa presentaban incrementos respecto al año 2019 en todos los niveles de estrato, especialmente en los más altos. El efecto del choque negativo en la demanda de estos bienes con el inicio de la

cuarentena fue similar para todos los estratos, pero la velocidad de recuperación ha sido mayor en los estratos medios, muy seguidos de los más bajos. Los picos de la recuperación se dieron a final de mayo y comienzo de junio, explicado en parte por la relajación de las medidas de movilidad, temporadas promocionales únicas de 2020 y el primer día sin IVA.

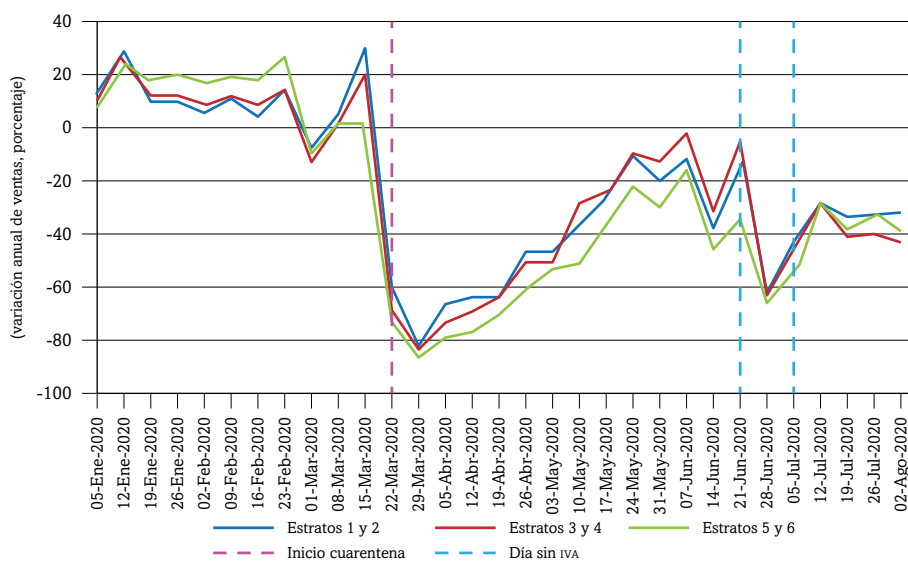


Figura 10. Ventas de ropa por estrato

Nota: variación anual de las ventas semanales. Las líneas verticales representan el inicio de la cuarentena y los dos primeros días sin IVA del año.

Fuente: cálculos de los autores.

Las ventas de electrodomésticos y productos del hogar han sido particularmente volátiles para todos los estratos. La caída en las ventas durante el inicio de la cuarentena fue similar para los estratos del 1 al 4, mientras que en los más altos no fue tan pronunciada. Esto puede ser explicado por la menor importancia que tiene esta categoría en el portafolio de productos ofertado en estos estratos. La dinámica de recuperación fue dispareja, en especial entre los estratos más bajos (1 y 2), que demostraron unas tasas de crecimiento mucho mayores, y los estratos medios (3 y 4). Las diferencias aumentaron con el primer día sin IVA, cuando los estratos 1 y 2 incrementaron significativamente sus compras respecto a los otros estratos y además fueron los únicos que reaccionaron al segundo día sin IVA. Cabe resaltar que el cambio en las

ventas durante la semana del segundo día sin IVA no se muestra muy significativo comparado con el primero, por lo que, a diferencia de este último, en el mismo periodo en 2019 se daba inicio a una temporada promocional en esta semana y, por ende, un pico de compras en dicha categoría.

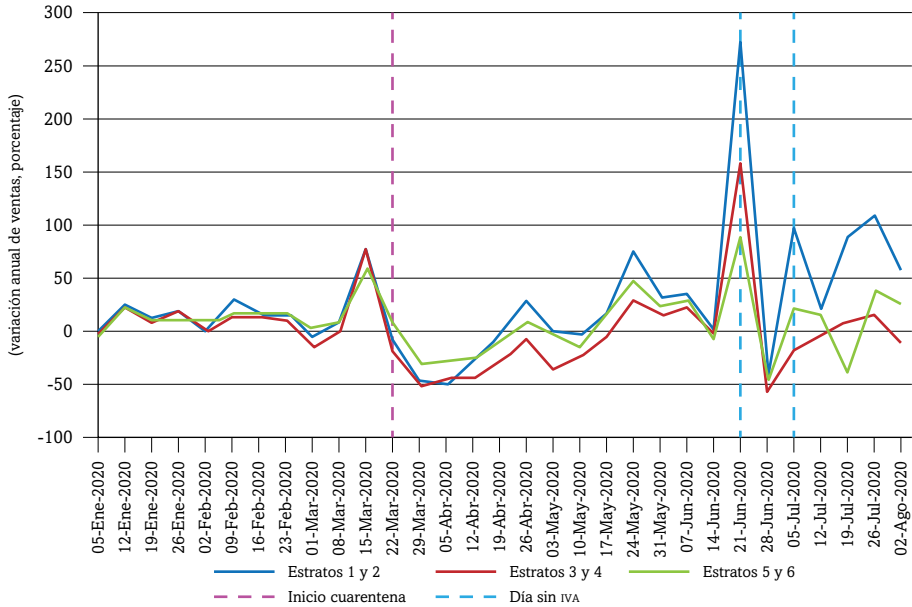


Figura 11. Ventas de electrodomésticos y productos del hogar por estrato

Nota: variación anual de las ventas semanales. Las líneas verticales representan el inicio de la cuarentena y los dos primeros días sin IVA del año.

Fuente: cálculos de los autores.

#### 4. Medios de pago

La última sección analiza los medios de pago, enfocándose en tres grandes grupos: tarjeta de crédito, débito o efectivo. Previo al inicio de la cuarentena, el pago con efectivo mantenía un nivel similar al de 2019, mientras que crecían los pagos con medios electrónicos. La brecha entre las compras con tarjeta débito y efectivo se amplía con la puesta en marcha de la cuarentena, cuando se observa una disminución en las compras con efectivo, que es principalmente compensada por los incrementos de tarjetas débito. Por otro lado, se destacan episodios de uso masivo de tarjetas en las semanas previas a la cuarentena,

explicado en parte por las compras relacionadas con aprovisionamiento y también por la primera temporada promocional del año. De igual manera, se vio un aumento importante en las ventas pagadas con tarjetas de crédito durante la semana del primer día sin IVA. A pesar de que el uso de tarjeta de crédito tuvo estos picos, durante el resto de la cuarentena presentó crecimientos negativos respecto al año anterior.

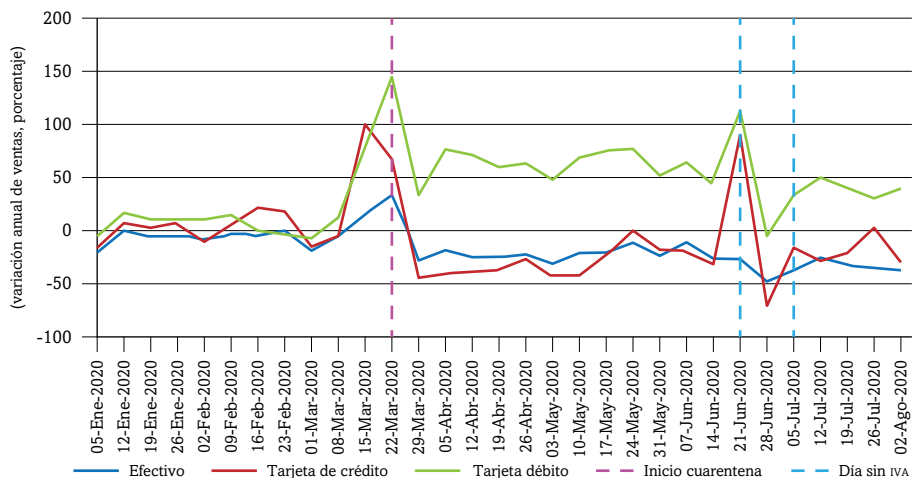
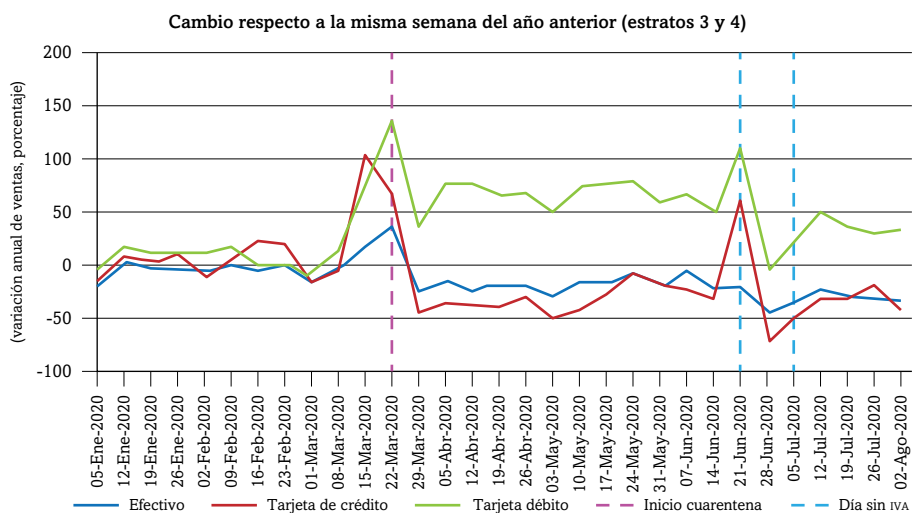
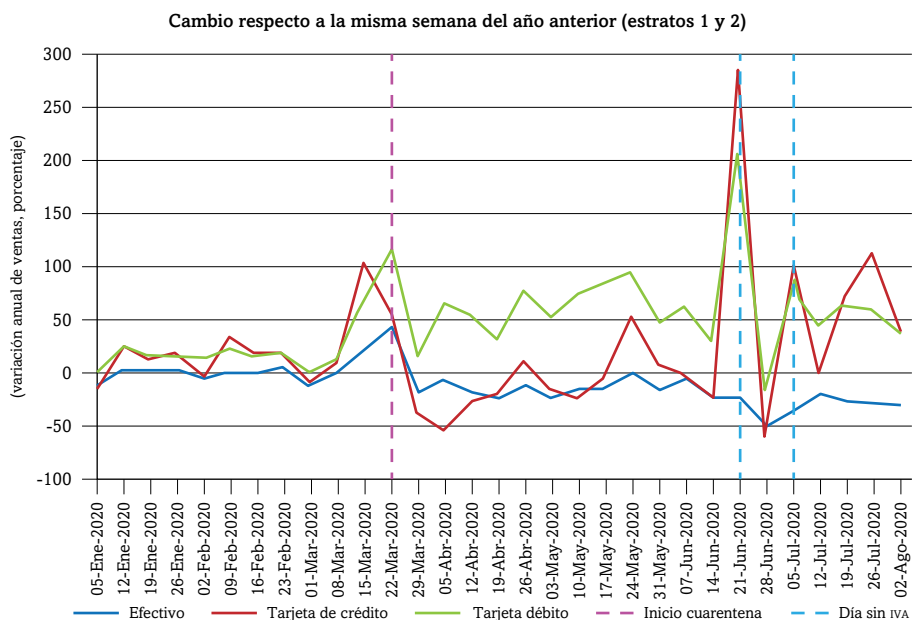


Figura 12. **Ventas totales por medio de pago**

*Nota:* variación anual de las ventas semanales. Las líneas verticales representan el inicio de la cuarentena y los dos primeros días sin IVA del año.

*Fuente:* cálculos de los autores.

En la figura 13 se descomponen las ventas por medio de pago y estrato. Durante el período de cuarentena, se incrementaron los pagos electrónicos en todos los estratos, especialmente los realizados con tarjetas débito. Como se mencionó, las compras realizadas con este medio de pago compensaron en gran medida la caída en las compras en efectivo durante la pandemia. Vale la pena destacar que el uso de tarjetas débito y crédito en los estratos 1 y 2 ha aumentado en un 43% y 12% con respecto al año anterior, reflejando avances importantes en términos de la bancarización en este segmento. También se observa en los estratos más bajos que el crecimiento de las ventas utilizando tarjetas de crédito en la semana del primer día sin IVA fue mucho mayor al de los estratos 3 y 4, al igual que en el segundo día sin IVA y semanas posteriores, donde se mantuvo un incremento respecto al año pasado.



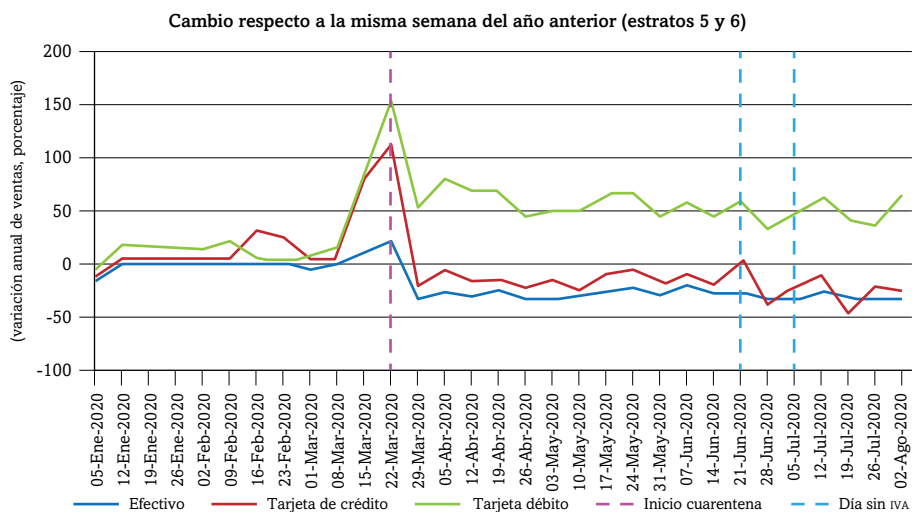


Figura 13. Ventas totales por medio de pago y estrato

*Nota:* variación anual de las ventas semanales. Las líneas verticales representan el inicio de la cuarentena y los dos primeros días sin IVA del año.

*Fuente:* cálculos de los autores.

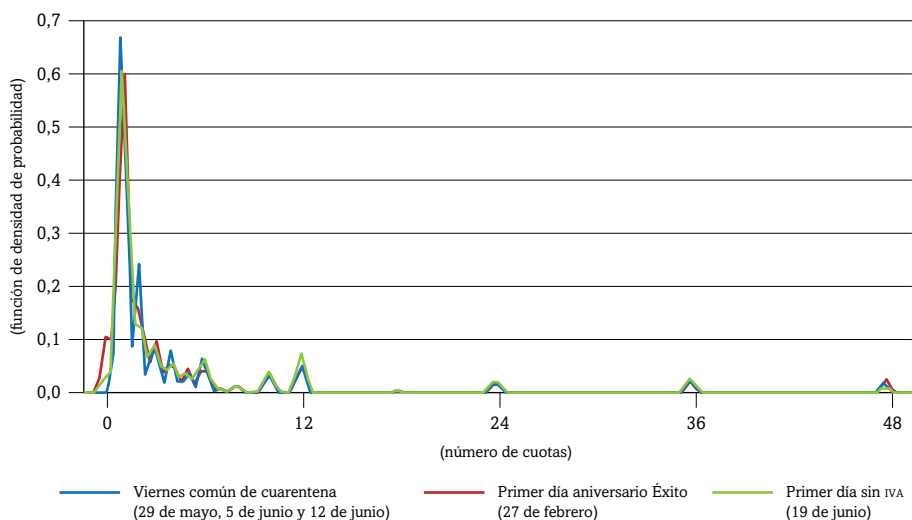


Figura 14. Distribución del número de cuotas de pagos con tarjetas de crédito

*Nota:* función de densidad de probabilidad de las cuotas de amortización de los pagos con tarjeta de crédito de tres tipos de fechas.

*Fuente:* cálculos de los autores.

Finalmente, en la figura 14 se muestran las cuotas de los pagos con tarjeta de crédito. Como puede verse, el aumento en el uso de tarjetas de crédito en temporadas de alto consumo no implicó cambios significativos en los plazos de amortización de los pagos. La mayoría de las compras con este medio de pago siguen difiriéndose a una cuota, durante fechas promocionales, el primer día sin IVA y también en días habituales durante la pandemia.

## Conclusiones

En este capítulo se analizó la evolución del consumo de los hogares utilizando datos de alta frecuencia de las ventas del Grupo Éxito. Por un lado, las ventas totales de los productos de mercado se han mantenido a lo largo del año, con picos de ventas alrededor del inicio de la cuarentena y reducciones en las semanas que siguen al primer día sin IVA. Por otro lado, se observan caídas drásticas en las ventas de ropa, electrodomésticos y productos del hogar a partir de la puesta en marcha de la cuarentena, con repuntes puntuales en ventas durante fechas especiales de descuentos y días sin IVA. En general, se registran mayores caídas en ventas en la región Atlántico, lo que podría reflejar una mayor prevalencia de la enfermedad en el período de estudio y la alta dependencia del sector turístico, que fue uno de los más afectados. Así mismo, se encuentran heterogeneidades por ingreso que crecen a lo largo del tiempo. En particular, se destaca que los estratos 1 y 2 son los que más reducen el consumo de productos de mercado en los últimos meses estudiados, mientras que no hay variaciones anuales considerables en los grupos de ingreso más alto. Por último, se observa una reducción importante en los pagos en efectivo, compensada en gran medida por un aumento marcado de los pagos con tarjetas débito. Esta sustitución se da en todos los estratos, lo cual refleja logros importantes de bancarización. El uso de las tarjetas de crédito igualmente se acrecienta, pero se concentra más en algunas fechas de descuentos y días sin IVA, sin cambios significativos en las cuotas de amortización.

## Referencias

- (10 de agosto de 2020). Las cadenas *discounters* mejoran su posición, pero no llegan al top tres del sector comercio. *La República*. Recuperado de <https://www.larepublica.co/empresas/discounters-mejoran-su-posicion-pero-no-llegan-al-top-tres-del-sector-comercio-3042196>
- Adams-Prassl, A., Boneva, T., Golin, M., & Rauh, C. (2020). Inequality in the impact of the coronavirus shock: evidence from real time surveys. *Journal of Public Economics*, 189, 104245.
- Alfaro, L., Becerra, O., & Eslava, M. (2020). *EMES and Covid-19 shutting down in a world of informal and tiny firms*. NBER Working Paper N° 27360.
- Alon, T., Doepke, M., Olmstead-Rumsey J., & Tertilt, M. (2020). *The impact of Covid-19 on gender equality*. NBER Working Papers N° 26947.
- Aum, S., Lee, S. Y. T., & Shin, Y. (2021). Covid-19 doesn't need lockdowns to destroy jobs: the effect of local outbreaks in Korea. *Labour Economics*, 70, 101993. / NBER Working Paper N° 27264.
- Baker, S. R., Farrokhnia, R. A., Meyer, S., Pagel, M., & Yannelis, C. (2020). *How does household spending respond to an epidemic? Consumption during the 2020 Covid-19 pandemic*. NBER Working Paper N° 26949.
- Banco de la República (2020a). *Deterioro histórico del mercado laboral por la crisis sanitaria: ¿cuánto se debió a las restricciones sectoriales de aislamiento?* Reportes del Mercado Laboral N° 15.
- Banco de la República (2020b). *Recuperación gradual del mercado laboral y efectos de la crisis sanitaria sobre las firmas formales*. Reportes del Mercado Laboral N° 16.
- Banco de la República (2021). *Recuperación de la ocupación y dinámica reciente de la participación laboral*. Reportes del Mercado Laboral N° 17.
- Bartik, A., Bertrand, M., Cullen, Z., Glaeser, E., Luca, M., & Stanton, C. (2020). *How are small businesses adjusting to Covid-19? Early evidence from a survey*. NBER Working Paper N° 26989.
- Carletti, E., Oliviero, T., Pagano, M., Pelizzon, L., & Subrahmanyam, M. G. (2020). The Covid-19 shock and equity shortfall: firm-level evidence from Italy. *The Review of Corporate Finance Studies*, 9(3), 534-568.
- Chetty, R., Friedman, J. N., Hendren, N., & Stepner, M. (2020). *How did Covid-19 and stabilization policies affect spending and employment? A new real-time economic tracker based on private sector data*. NBER Working Paper N° 27431.

- Forsythe, E., Kahn, L. B., Lange, F., & Wiczer, D. (2020). Labor demand in the time of Covid-19: evidence from vacancy postings and UI claims. *Journal of Public Economics*, 189, 104238.
- Goolsbee, A., & Syverson, C. (2021). Fear, lockdown, and diversion: comparing drivers of pandemic economic decline 2020. *Journal of Public Economics*, 193, 104311.
- Gourinchas, P., Kalemli-Özcan, S., Penciakova V., & Sander, N. (2020). *Covid-19 and SME failures*. NBER Working Paper N° 27877.
- Gupta, S., Montenegro, L., Nguyen, T. D., Rojas, F. L., Schmutte, I. M., Simon, K. I., ... Wing, C. (2020). *Effects of social distancing policy on labor market outcomes*. NBER Working Paper N° 27280.
- Morales-Zurita, L. F., Pulido-Pescador, J. D., Flórez, L. A., Hermida, D., Pulido-Mahecha, K. L., ... Bonilla-Mejía, L. (2021). Effects of the Covid-19 pandemic on the Colombian labor market: disentangling the effect of sector-specific mobility restrictions. *Canadian Journal of Economics*, 54.
- Rojas, F. L., Jiang, X., Montenegro, L., Simon, K. I., Weinberg, B. A., & Wing, C. (2020). *Is the cure worse than the problem itself? Immediate labor market effects of Covid-19 case rates and school closures in the U.S.* NBER Working Paper N° 27127.