

# Evolución Reciente de los Agregados Monetarios y Crediticios en Distintas Economías

---

Extracto del Informe Trimestral Abril - Junio 2020, Recuadro 3, pp. 51-55, Agosto 2020

## Introducción

---

La propagación de la pandemia de COVID-19 ha causado profundas afectaciones en diferentes frentes, tanto en el sanitario como en el económico, de modo que la actividad real en distintos países ha experimentado una contracción severa. Ante la emergencia sanitaria y económica, las autoridades han implementado una serie de medidas extraordinarias cuyo objetivo ha sido moderar el impacto de la pandemia sobre los hogares y las empresas de cada país. Al respecto, estas acciones de política económica varían de forma significativa entre los países, en cuanto al tipo de instrumento y tamaño o alcance de los mismos.<sup>1</sup> No obstante lo anterior, las afectaciones e incertidumbre causadas por la pandemia han sido lo suficientemente fuertes como para afectar de manera relativamente homogénea la dirección en la cual se movieron las decisiones de consumo, ahorro e inversión de hogares y empresas. Lo anterior se ha visto reflejado en patrones similares en los flujos financieros del sector privado, medidos en los agregados monetarios y crediticios de cada país.

El presente recuadro revisa la evolución reciente de los agregados monetarios y de financiamiento al sector privado para un grupo de economías avanzadas y emergentes que publican estadística relativamente comparable y oportuna, a saber: Estados Unidos, Japón, Reino Unido y los países de la zona del euro por parte de los países avanzados, y Brasil, Chile, Colombia, Polonia y México por el lado de los emergentes. La comparación indica patrones comunes entre estos países. Primero, los agregados monetarios de todos ellos registran un repunte muy significativo a partir de marzo de 2020. El aumento se observa sobre todo en los agregados que concentran los instrumentos más líquidos, como billetes y monedas en circulación (M0) y depósitos de exigibilidad inmediata (M1-M0). Segundo, el financiamiento bancario a las empresas se incrementó de manera significativa en la mayoría de las economías estudiadas en los primeros meses posteriores al inicio de la propagación de la pandemia. Y tercero, el financiamiento a los hogares muestra una desaceleración muy importante a partir de marzo en los países de la muestra. A continuación se presenta a mayor detalle la evolución de los agregados monetarios y de financiamiento al sector privado de los países estudiados, al tiempo que se enumeran aquellos canales que pueden explicar dicha dinámica.

## Agregados Monetarios

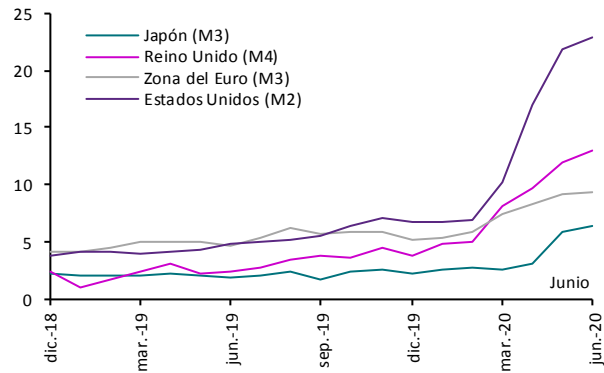
---

Los países seleccionados publican indicadores sobre la cantidad de dinero en sentido amplio que circula en sus economías. Dichas medidas incluyen los instrumentos monetarios más líquidos, tales como billetes y monedas, depósitos de exigibilidad inmediata y otros instrumentos a plazo de alta liquidez. Al respecto, destaca que las medidas de dinero en sentido amplio de los países analizados, con excepción de Chile, han registrado una aceleración notable a partir de marzo de 2020. Ello, pese a la desaceleración en la actividad económica registrada en esos países y a la menor cantidad de transacciones de bienes y servicios que ello implica. Entre las economías avanzadas analizadas, el ritmo de crecimiento anual del dinero en sentido amplio se ha prácticamente duplicado respecto a las tasas observadas en febrero de 2020, destacando el caso de los Estados Unidos, en donde el aumento ha sido incluso mayor (Gráfica 1). En las economías emergentes comparadas, también se ha observado una dinámica similar, aunque de manera relativamente más moderada.

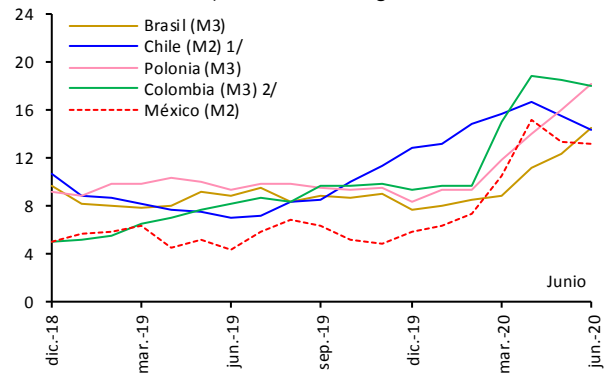
---

<sup>1</sup> Se puede encontrar un resumen de las principales medidas implementadas por distintos países en “Medidas de Distintas Economías para Enfrentar la Pandemia de COVID-19”, en el Informe Trimestral Enero – Marzo, Recuadro 1, pp.13-16, mayo 2020.

**Gráfica 1**  
**Dinero en sentido amplio**  
 Variación nominal anual en por ciento  
 a) Economías avanzadas



b) Economías Emergentes



1/ Se añaden los depósitos en moneda extranjera para aumentar comparabilidad con M2 de México.

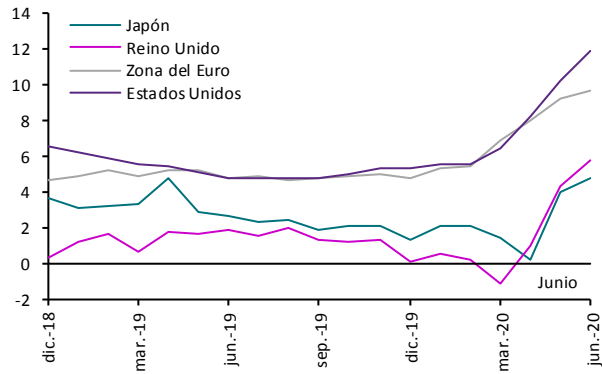
2/ Se restan cuentas corrientes del sector público, depósitos especiales provenientes de servicios de cobranza bancaria y cédulas hipotecarias, para aumentar comparabilidad con M2 de México.

Fuente: Banco de México y otros Bancos Centrales.

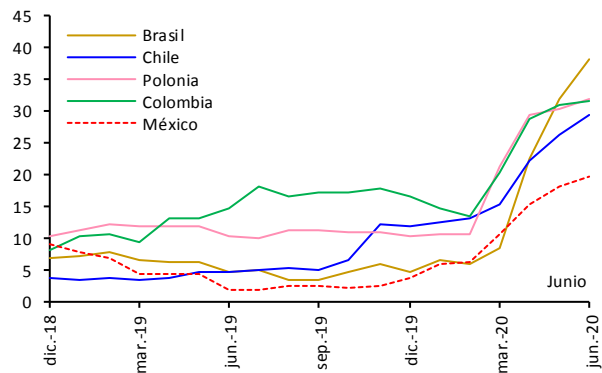
La Gráfica 2 ilustra el aumento substancial en la demanda de instrumentos altamente líquidos. En efecto, el agregado monetario M0 —que refleja la demanda de billetes y monedas en circulación por parte del sector privado— ha mostrado una aceleración muy marcada a partir del cierre del primer trimestre de 2020, tanto en economías avanzadas como emergentes. De hecho, datos oportunos sugieren que la alta demanda de dinero en efectivo continúa siendo elevada en el tercer trimestre del año. La acumulación de efectivo por parte de hogares y empresas ha sido uno de los hechos más característicos de la pandemia, el cual persiste a pesar de la amplia aceptación de medios de pago digitales en los países analizados.<sup>2</sup>

<sup>2</sup> Ashworth y Goodhart (2020) documentan esta misma dinámica, señalando que la acumulación de efectivo por motivos precautorios ha compensado y superado el efecto negativo sobre la demanda de billetes y monedas por el mayor uso de medios de pago electrónicos en las compras en línea durante la alerta sanitaria.

**Gráfica 2**  
**Agregado Monetario M0**  
 Variación nominal anual en por ciento  
 a) Economías Avanzadas



b) Economías Emergentes

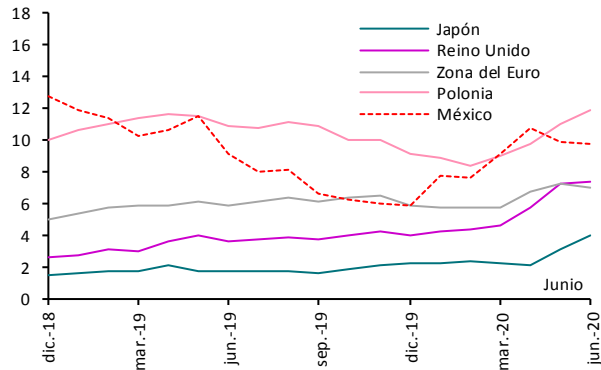


Fuente: Banco de México y otros Bancos Centrales.

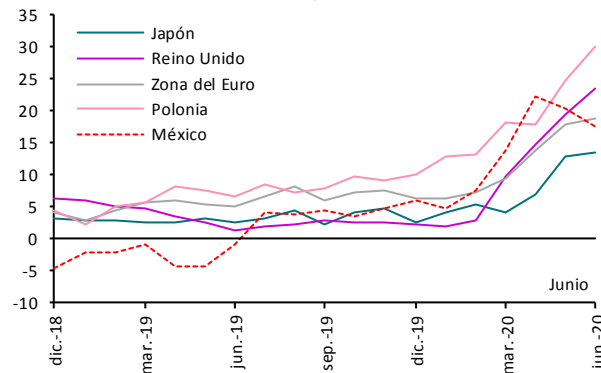
De manera similar, los depósitos de exigibilidad inmediata, que constituyen la captación líquida del sistema bancario, han exhibido un repunte significativo en varias economías, en algunos casos aún mayor al que se registró para el dinero en efectivo. Así, la mayor demanda por activos líquidos no se ha limitado exclusivamente a billetes y monedas. Este es otro hecho característico de la pandemia, ya que no hay evidencia de que la acumulación de efectivo se haya llevado a cabo a través de retiros de cuentas bancarias líquidas.

Por último, al dividir la tenencia de dinero en sentido amplio entre hogares y empresas para los países que publican estos indicadores, se puede apreciar que a partir de marzo de 2020 la tenencia de las empresas ha tenido un repunte substancialmente más importante que la de los hogares (Gráfica 3). Parte de esta mayor liquidez en poder de las empresas tiene como contraparte un incremento significativo en su demanda de crédito a partir de marzo. Dicha dinámica se abordará con mayor detalle en la siguiente sección.

**Gráfica 3**  
**Dinero en sentido amplio por Tenedor<sup>1/</sup>**  
 Variación nominal anual en por ciento  
 a) Hogares



b) Empresas



<sup>1/</sup> Se utilizaron medidas de dinero en sentido amplio por tenedor disponibles en cada país. En particular, para Japón se refiere al M3 excluyendo billetes y monedas en circulación; para Inglaterra se refiere al agregado monetario M4; en el caso de la Zona Euro, se refiere a los depósitos incluidos en M3; para Polonia se refiere a los depósitos incluidos en M2; y, por último, para el caso de México se refiere al agregado monetario M2.

Fuente: Banco de México y otros Bancos Centrales.

En todos los países analizados, la elevada acumulación de dinero en efectivo e instrumentos bancarios líquidos parece responder principalmente a dos factores: por un lado, a motivos precautorios ante la alta incertidumbre que han representado los efectos de la pandemia en los países afectados; y, por el otro, a la imposibilidad de comprar bienes y servicios en los sectores que han sido más fuertemente restringidos por las medidas de contención de la pandemia. Hacia delante, dada la incertidumbre global que ha generado la pandemia, podrían presentarse otros factores que incidan sobre la demanda de dinero.

Por el lado de los hogares, los motivos precautorios han respondido a distintos factores, tales como:

- (i) La adopción del confinamiento para evitar el riesgo de contagio.
- (ii) La posibilidad de perder el empleo o sufrir decrementos en el ingreso.
- (iii) La posibilidad de enfrentar gastos médicos extraordinarios.

Adicionalmente, la demanda de consumo de los hogares también se ha visto afectada por restricciones generadas por las medidas de contención que han limitado servicios de entretenimiento que implican la aglomeración de personas. En general, todo lo anterior se ha traducido en mayores recursos destinados al ahorro en sustitución del consumo. La demanda precautoria de los hogares ha recibido un impulso, a su vez, de ingresos extraordinarios, tales como:

- (i) Transferencias gubernamentales directas y/o exenciones fiscales.
- (ii) El seguro de desempleo o liquidaciones en el caso de perder el empleo.
- (iii) La venta de activos ilíquidos para obtener recursos líquidos.
- (iv) Las remesas, en el caso de algunos países emergentes.

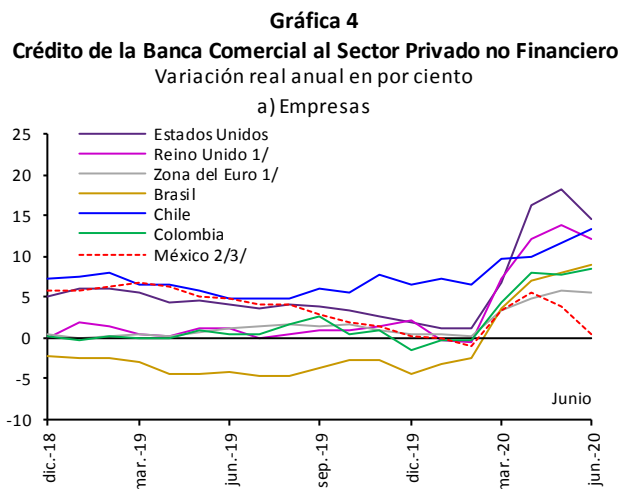
Por su parte, las empresas han experimentado una reducción de sus ingresos ante la menor demanda de los hogares y las restricciones de operación impuestas en diferentes industrias. El menor flujo de ingresos, tanto presente como esperado, así como una mayor incertidumbre para acceder al financiamiento futuro conforme la pandemia siguiera su curso, motivaron a las empresas a acumular recursos para evitar problemas de liquidez que podrían transformarse, de no ser atendidos, en problemas de solvencia. La demanda de liquidez de las empresas se ha alimentado, en mayor o menor medida, dependiendo del país analizado, de:

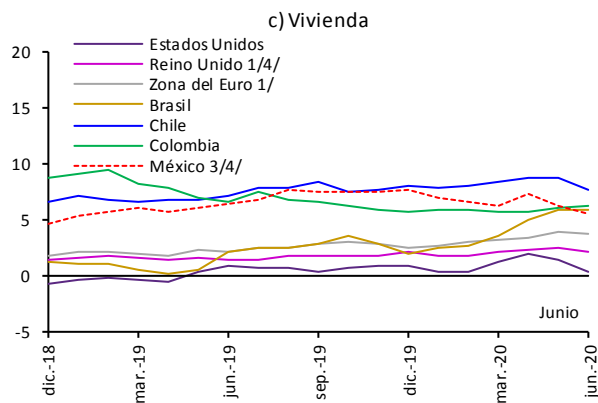
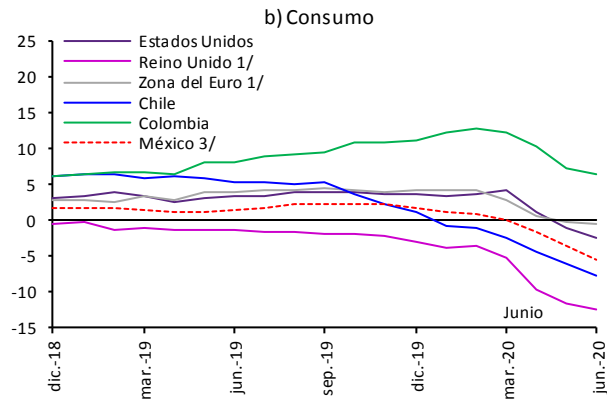
- (i) Subsidios para el pago de salarios.
- (ii) Prórroga para el pago de impuestos y contribuciones.
- (iii) Exenciones fiscales en algunos casos.
- (iv) Préstamos gubernamentales directos, o bien, indirectos a través de garantías que respaldan créditos de la banca comercial, entre otros.

Aunado a lo anterior, la demanda de crédito bancario por parte de las empresas aumentó de forma significativa en marzo de 2020, lo que condujo a un incremento de los depósitos en los sistemas bancarios.

## Financiamiento al Sector Privado

La propagación de la pandemia de COVID-19 ha exhibido un comportamiento heterogéneo en el financiamiento a hogares y empresas. Por una parte, desde marzo se observa una expansión acelerada en el otorgamiento de crédito de la banca comercial a las empresas privadas no financieras, en tanto que el crédito bancario a los hogares se ha desacelerado de manera importante, motivado por una contracción significativa del crédito al consumo (Gráfica 4).





1/ Crédito otorgado por instituciones financieras monetarias.

2/ Cifras ajustadas por efecto cambiario.

3/ Incluye Sofomes, Uniones de Crédito y EACPs.

4/ Estas cifras se ajustan por la salida e incorporación de algunos intermediarios financieros a la estadística de crédito.

Fuente: Banco de México y otros Bancos Centrales.

El mayor ritmo de expansión del crédito a empresas responde, como se mencionó en la sección previa, principalmente a una mayor demanda para enfrentar problemas transitorios de liquidez, mismos que se han presentado a raíz de la pandemia. El incremento es generalizado en el conjunto de países estudiados, si bien en Chile el crecimiento del crédito a empresas había venido mostrando un nivel más elevado que el resto de los países, lo que podría explicar que su aceleración desde marzo haya sido menor. Asimismo, en la mayoría de los países analizados el ritmo de expansión del crédito bancario a las empresas se ha sostenido, con excepción de México, en donde la aceleración se revirtió en junio, y en los Estados Unidos y el Reino Unido, en donde hay señales de desaceleración en el mismo mes, si bien su financiamiento continúa creciendo aún a niveles muy elevados (Gráfica 4a). Así, el crédito a empresas en México presenta un comportamiento diferenciado respecto del resto de las economías analizadas, lo cual sería reflejo, principalmente, de la heterogeneidad de los distintos programas de apoyos fiscales a empresas —tanto directos como a través de esquemas de garantías— que se han ido implementando en las economías comparadas, mismos que han sido de una menor cuantía y alcance en nuestro país respecto del resto de los países de la muestra (ver Banco de México, 2020).

En tanto, la notoria contracción del crédito bancario al consumo también ha sido generalizada en los países estudiados. En Colombia, si bien el crédito al consumo aún no se contrae, ha mostrado una importante desaceleración desde los altos niveles de crecimiento que venía presentado (Gráfica 4b). La dinámica del crédito a este segmento en los países analizados responde en parte a la caída en la demanda de consumo de los hogares quienes, como se mencionó previamente, han transferido recursos hacia el ahorro.

En lo que respecta al crédito bancario a la vivienda, en general se observa una dinámica moderada y estable en los países analizados, con cierta desaceleración a partir de mayo en algunas de las economías (Gráfica 4c).

Asimismo, destacan las trayectorias de Brasil y los Estados Unidos, quienes registraron un incremento importante en el crecimiento del crédito hipotecario en marzo y abril. Ello podría reflejar el uso de las hipotecas para refinanciar otros pasivos, o bien, como recursos de emergencia ante la contracción de la actividad económica y sus efectos adversos en el ingreso y empleo de los hogares.

Las encuestas a la banca comercial que realizan las autoridades monetarias en algunas de las economías analizadas, tales como el Banco Central Europeo, el Banco de la Reserva Federal de los Estados Unidos, el Banco de Inglaterra, el Banco de Chile y el Banco de México, profundizan en los factores detrás de los movimientos del crédito bancario al sector privado. Dichas encuestas reportan un aumento en la demanda de crédito de las empresas en el primer trimestre del año, mismo que persistió en el segundo trimestre solo en la zona del euro y el Reino Unido. En tanto, los bancos reportaron un apretamiento en las condiciones de financiamiento en los dos primeros trimestres del año en la mayoría de los países, con excepción de la zona del euro y el Reino Unido de nueva cuenta. Al respecto, los movimientos percibidos tanto en la demanda como en la oferta de crédito por parte de los bancos europeos responden a garantías gubernamentales que han fomentado la canalización de crédito a las empresas en estas economías.

En cuanto a los hogares, las encuestas a bancos de los países analizados no muestran un patrón claro sobre la demanda y oferta de crédito en el primer trimestre del año. En tanto, en el segundo trimestre se aprecia una caída generalizada y profunda en la demanda de crédito al consumo en todos los países analizados, lo que se asocia a una menor confianza de los consumidores, así como un deterioro marcado de la demanda de crédito a la vivienda, con la excepción en este caso de los Estados Unidos. Para esta economía, el incremento de la demanda de crédito hipotecario responde a una extracción de recursos líquidos garantizados por la vivienda, ello ante el deterioro significativo en las fuentes de ingreso de algunos hogares. Por su parte, en todos los países se reporta un estrechamiento generalizado en las condiciones de otorgamiento de crédito en el segundo trimestre, ello ante el empeoramiento en la situación económica de los hogares, lo que aumenta el riesgo de contraparte que enfrentan los bancos.

## Consideraciones Finales

---

En este recuadro se presenta una comparación internacional de la evolución reciente de los agregados monetarios y del financiamiento al sector privado. Ello permite documentar el efecto que ha tenido la pandemia de COVID-19, y las medidas de contención para frenar su expansión, sobre los flujos financieros del sector privado en distintas economías.

En particular, se ha observado una aceleración significativa en la dinámica monetaria de países tanto avanzados como emergentes, incluido México. Ello refleja un aumento en la demanda de activos líquidos por parte del sector privado que responde principalmente a motivos precautorios, así como una mayor demanda de liquidez por parte de las empresas privadas no financieras ante una pérdida en sus ingresos actuales y esperados. Por el lado del financiamiento, se observó en varias economías un incremento en el crédito a empresas en el primer y segundo trimestres del año, si bien esto se ha revertido parcialmente en algunos países. En tanto, se ha observado una contracción importante y generalizada en el crédito al consumo, como consecuencia en parte de una transferencia de recursos hacia el ahorro y el cierre de comercios y espacios públicos para contener la propagación del virus. Por último, la cartera de crédito a la vivienda ha registrado una mayor estabilidad en la mayoría de los países estudiados, si bien se observa cierta desaceleración en el margen.

Hacia delante, se debe continuar analizando el comportamiento de los agregados monetarios y crediticios, así como su posible impacto en la actividad económica y la inflación. Asimismo, resultará crucial que las autoridades en materia financiera continúen evaluando el funcionamiento ordenado de los mercados financieros, con el objetivo de que estos cumplan con su función prioritaria de canalizar recursos eficientemente al sector privado.

## Referencias

---

Ashworth, J. y C.A.E. Goodhart, 2020, *Coronavirus panic fuels a surge in cash demand*, CEPR Discussion Paper 14910.

Banco de México, 2020, *Medidas de Distintas Economías para Enfrentar la Pandemia de COVID—19*, Informe Trimestral Enero—Marzo, Recuadro 1.