

El Ahorro Financiero de los Hogares en Diversas Economías durante la Pandemia de COVID-19

Extracto del Informe Trimestral Julio - Septiembre 2021, Recuadro 1, pp. 7-11, documento publicado el 1 de diciembre de 2021.*

1. Introducción

Durante la pandemia de COVID-19, se observó una expansión muy significativa en el ahorro financiero de los hogares, especialmente en 2020, tanto en economías avanzadas como en emergentes. Ello por factores que afectaron las decisiones de ahorro y consumo de los hogares, y transferencias fiscales.

En este Recuadro se cuantifica el excedente de ahorro financiero que se generó en el balance de los hogares durante la pandemia en economías avanzadas y emergentes. Para ello, se caracteriza la evolución de los agregados monetarios y el ahorro en distintos países, y se contrasta la dinámica observada con un escenario contrafactual o de tendencia. A continuación, se describen los principales determinantes de este excedente de ahorro. Finalmente, se presentan algunas hipótesis sobre el posible impacto en el consumo de una gradual desacumulación de estos recursos, en la medida en que se relajen las restricciones asociadas a la pandemia.

2. La Acumulación de Ahorro Financiero Durante la Pandemia

Los choques asociados a la pandemia de COVID-19, así como las respuestas en materia sanitaria y de política económica implementada por cada país condujeron a cambios significativos en las decisiones de consumo y ahorro de los hogares, lo cual se reflejó en un aumento en su ahorro financiero a partir de 2020. En particular, la literatura señala tres factores que pudieron haber contribuido a explicar este fenómeno:¹ i) se registró un importante incremento en la demanda de liquidez de los hogares por motivos precautorios, en el contexto de una elevada incertidumbre respecto a sus ingresos futuros y ante la posible necesidad de hacer frente a gastos de salud imprevistos; ii) las medidas implementadas para contener la propagación del virus restringieron la movilidad de la población y, con ello, el consumo de bienes (como ropa, calzado, gasolina) y servicios (como los de turismo, hospedaje y alimentación). Si bien es cierto que también se incrementó el consumo de otros bienes y servicios, el efecto neto agregado habría sido de un mayor ahorro financiero para un mismo nivel de ingreso; y, iii) las medidas fiscales y monetarias que múltiples países implementaron en respuesta a la pandemia, tuvieron un efecto agregado positivo sobre el balance de los hogares, amortiguando el choque negativo en su ingreso disponible.

Reflejando esta dinámica, los agregados monetarios registraron una expansión significativa a partir del inicio de la pandemia en diversas economías avanzadas (Gráfica1a y Cuadro 1). En promedio, el dinero en sentido amplio entre las economías avanzadas estudiadas (Estados Unidos, Canadá, Japón, Reino Unido y los países de la zona euro), que representaba 128.4% del PIB al cierre de 2019, aumentó hasta alcanzar alrededor de 147.5% del PIB de ese mismo año en promedio en la primera mitad de 2021. Por su parte, entre las economías emergentes, también se observó un aumento significativo, si bien de una magnitud relativamente menor, al pasar de 64.6 a 76.0%, mostrando señales de cierta desaceleración en 2021 (Gráfica1b y Cuadro 1). Respecto al incremento del ahorro financiero como porcentaje del PIB en México, este fue de menor magnitud en términos absolutos que el observado en el resto de economías emergentes. Ello se debe, por un lado, a que históricamente en México este indicador ha sido más bajo, con lo cual el incremento relativo respecto de su nivel pre pandemia es cercano

¹ Ver, por ejemplo, Attinasi, M., Bobasu, A. & Manu, A., (2021) y Bilbiie et al. (2021). Además, Dossche, M., Krustev, G. & Zlatanos, S. (2021) y Higgins, M. & Klitgaard, T., (2021) proveen información adicional al respecto.

al de otras economías emergentes. Por otro lado, se implementaron estímulos fiscales de menor magnitud a los de otros países. Al interior de los agregados monetarios, se ha observado una recomposición a favor de instrumentos altamente líquidos, tanto en países avanzados como emergentes.²

Cuadro 1

Dinero en Sentido Amplio respecto al PIB^{1/}

Economías	Por ciento			Diferencia en puntos porcentuales	
	2019	2020 */	2021 */	2020-2019	2021-2020
Brasil	88.6	101.5	108.6	12.9	7.1
Canadá	110.1	124.8	128.5	14.8	3.7
Chile	82.8	93.1	95.5	10.3	2.3
Colombia	47.2	54.3	56.4	7.0	2.1
Estados Unidos	69.9	84.3	91.6	14.4	7.3
Japón	244.6	259.1	267.2	14.6	8.1
México	36.9	41.3	42.5	4.3	1.3
Polonia	65.5	75.9	79.9	10.4	4.0
Reino Unido	110.7	123.6	128.4	12.9	4.8
Sudáfrica	66.3	72.8	73.5	6.5	0.7
Zona del Euro	106.7	116.8	121.6	10.1	4.8

^{1/} PIB y agregados monetarios promedio de cuatro trimestres. Respecto al dinero en sentido amplio, se utilizó una medida comparable con el agregado monetario M2 de México.

^{*/} A partir de 2020 se utiliza el PIB de 2019 para controlar por efectos base. En 2021se refiere a las cifras al segundo trimestre.

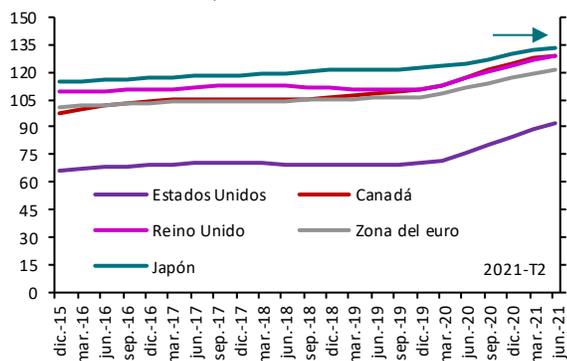
Fuente: Estimaciones por Banco de México con base en fuentes oficiales de los bancos centrales de cada país.

Gráfica 1

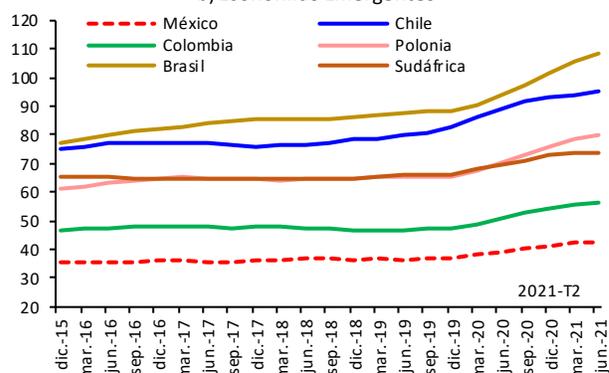
Dinero en Sentido Amplio respecto al PIB

Por ciento del PIB^{1/}

a) Economías Avanzadas



b) Economías Emergentes



^{1/} PIB y agregados monetarios promedio de cuatro trimestres. A partir de 2020 se utiliza el PIB de 2019 para controlar por efectos base. Respecto al dinero en sentido amplio, se utilizó una medida comparable con el agregado monetario M2 de México.

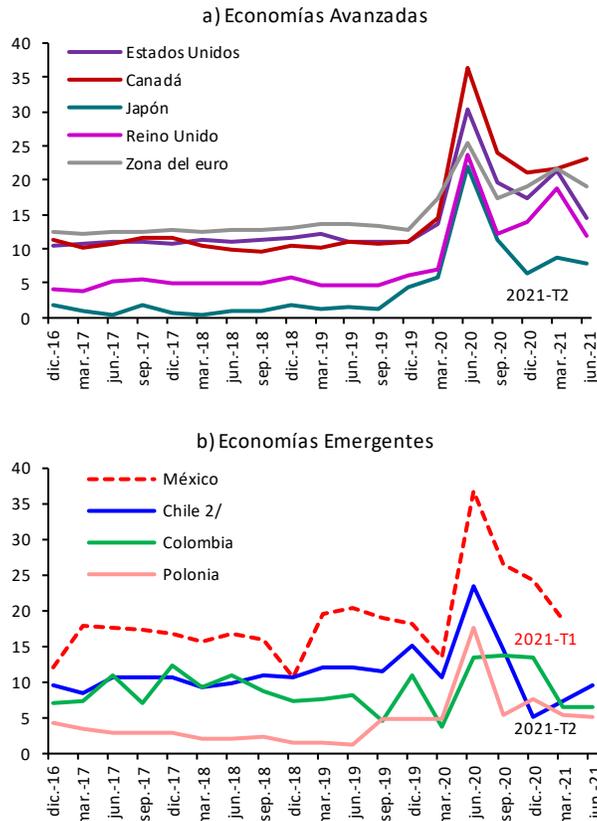
Fuente: Estimaciones por Banco de México con base en fuentes oficiales de los bancos centrales de cada país.

La tasa de ahorro de los hogares aumentó significativamente durante la primera mitad de 2020 (Gráfica 2a). Entre las economías avanzadas estudiadas, la tasa de ahorro de los hogares fue de 8.2% en promedio entre 2017 y 2019, mientras que dicha cifra fue de 27.6% en el segundo trimestre de 2020. En los trimestres siguientes, la tasa de ahorro disminuyó. No obstante, destaca que en el segundo trimestre de 2021, su nivel continuó estando por encima del observado antes de 2020 en todos los casos.

² Los agregados monetarios miden la tenencia de dinero en sentido amplio por parte de múltiples agentes de la economía, si bien los hogares son normalmente los principales tenedores (ver, por ejemplo, la sección 3 del Recuadro “Política Monetaria y Demanda de Dinero en Sentido Amplio” en el Informe Trimestral Julio-Septiembre 2018 del Banco de México). Cuando se limita el análisis a la tenencia de instrumentos monetarios por parte exclusivamente de los hogares, se observa una dinámica similar, si bien la muestra de países se reduce.

En las economías emergentes también se observó un repunte en la tasa de ahorro de los hogares, alcanzando un punto máximo en el segundo trimestre (Gráfica 2b). Sin embargo, la tasa de ahorro de dichas economías exhibe un comportamiento más heterogéneo en 2021 comparado con las economías avanzadas. En particular, para algunas economías como Polonia, Colombia y México, la tasa de ahorro observada en 2021 es similar a la observada previo a la pandemia. En contraste, en Chile dicha cifra es inferior a la observada en 2019.

Gráfica 2
Tasa de Ahorro de los Hogares
Por ciento ^{1/}



^{1/} Se define como el ahorro bruto entre el ingreso disponible bruto.

^{2/} Se utiliza el ingreso disponible libre del efecto de los retiros excepcionales de los activos previsionales.

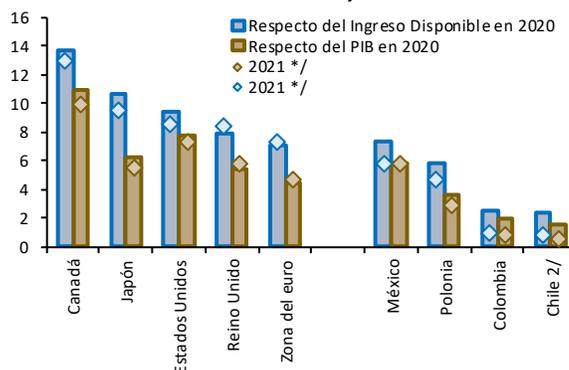
Fuente: Estimaciones por Banco de México con base en fuentes oficiales de cuentas nacionales en cada país.

El incremento descrito en la tasa de ahorro de los hogares durante la pandemia generó un aumento en el ahorro financiero significativo en las economías estudiadas. Para dimensionar el cambio, es útil contrastar la dinámica observada en el ahorro de los hogares con un escenario contrafactual, en el cual las tasas de ahorro son similares a las registradas en promedio en años anteriores. El ejercicio consiste en calcular la tasa de ahorro de cada país observada en promedio entre 2015 y 2019 para cada trimestre del año. Posteriormente, esta cifra se multiplica por el ingreso disponible observado en cada trimestre de 2020. Una vez estimado este ahorro bruto contrafactual en moneda nacional, se obtiene la diferencia respecto al ahorro bruto observado, lo cual se define como el excedente de ahorro. Finalmente, este excedente de ahorro promedio en 2020 se divide entre el PIB y el ingreso disponible promedio del año.

De esta forma, es posible ilustrar que el excedente de ahorro acumulado en 2020 por los hogares en las economías avanzadas fue positivo y significativo (Gráfica 3). En particular, se estima que, para las economías avanzadas consideradas, el ahorro excedente acumulado en 2020 representó un 7.0% del PIB en promedio, y

9.7% del ingreso disponible. Para las economías emergentes, se estima que dichas cifras son de un monto menor, si bien también son positivas. En promedio, se estima que el ahorro excedente acumulado por los hogares en las economías emergentes estudiadas fue de 3.3% del PIB, y representó 4.5% de su ingreso disponible. Por último, es notable que, en la primera mitad de 2021, aún no se observa una desacumulación significativa de recursos.

Gráfica 3
Excedente de Ahorro de los Hogares ^{1/}
Porcentaje



^{1/} El excedente de ahorro se calcula comparando el ahorro bruto observado en 2020 respecto del promedio de los últimos 5 años (2015-19).

^{2/} Se utiliza el ingreso disponible libre del efecto de los retiros excepcionales de los activos previsionales.

^{*/} Cifras de 2021 observadas al segundo trimestre de 2021, excepto para el caso de México (primer trimestre).

Fuente: Estimaciones por Banco de México con base en fuentes oficiales de cuentas nacionales en cada país.

En resumen, los hogares generaron un excedente de ahorro significativo durante 2020 y, aunque en menor cuantía, en lo que va de 2021. Ello se observó tanto en economías avanzadas como emergentes, si bien en estas últimas el ahorro excedente fue de un monto relativamente menor.

3. Principales Determinantes del Excedente de Ahorro Financiero Durante la Pandemia

El excedente de ahorro financiero de los hogares que se acumuló durante la pandemia fue resultado de la combinación de diversos factores, si bien es posible identificar tres grandes determinantes, los cuales se exploran a continuación.

3.1. Demanda de Liquidez y Ahorro Precautorio

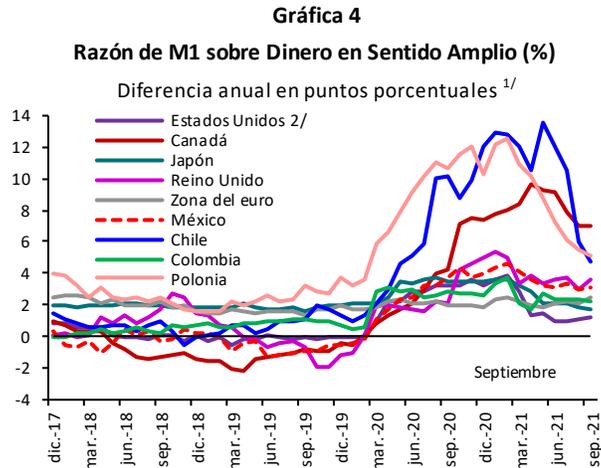
Durante la pandemia, se observó una mayor demanda por liquidez por parte de los hogares en diversas economías, incluida la mexicana. Ello obedeció principalmente a motivos precautorios, causados por la incertidumbre ante una posible pérdida de ingresos —debido al impacto de la pandemia en la actividad económica—, o bien por la posible necesidad de realizar gastos de salud extraordinarios.

La mayor demanda por liquidez de los hogares se tradujo en un crecimiento significativo de los agregados monetarios en varios países.³ Adicionalmente, al interior de dichos agregados, se observó una sustitución de instrumentos a plazo por otros de mayor liquidez, como los billetes y monedas y los depósitos bancarios en cuenta corriente, los cuales se registran en el agregado monetario estrecho M1.⁴ En efecto, en las economías

³ Para mayor detalle, ver el Recuadro “Evolución Reciente de los Agregados Monetarios y Crediticios en Distintas Economías” en el Informe Trimestral Abril-Junio 2020 del Banco de México.

⁴ Para mayor detalle sobre la demanda de billetes y monedas en otros países, ver la Sección 2 del Recuadro “La Demanda de Billetes y Monedas en México Durante la Pandemia de COVID-19” en el Informe Trimestral Abril-Junio 2021 del Banco de México.

que se estudian en este Recuadro, hubo un incremento importante durante el periodo en la participación del agregado monetario M1 hacia el interior del dinero en sentido amplio (Gráfica 4). Por ejemplo, en Chile se ha registrado un crecimiento especialmente acelerado de M1 durante el periodo. A ello habrían contribuido varias de las medidas para enfrentar la pandemia que implementaron las autoridades, entre las cuales destaca un programa que permitió a trabajadores retirar hasta en tres ocasiones recursos de sus fondos de pensiones.



^{1/} Diferencia anual de la proporción del agregado monetario M1 total como por ciento del dinero en sentido amplio total. Cuando la muestra se reduce a países que publican estadística por tenedor, la dinámica de la proporción observada en los hogares es similar al total.

^{2/} Se estimó el M1 para excluir el efecto del cambio en la definición de este agregado en mayo de 2020.

Fuente: Estimaciones por Banco de México con base en fuentes oficiales de los bancos centrales de cada país.

3.2. Restricciones a la Movilidad

Otro factor relevante que incidió sobre el excedente de ahorro de los hogares está relacionado con menores oportunidades de consumo durante la pandemia. Las restricciones a la movilidad propiciaron una recomposición en las decisiones de ahorro y de consumo de los hogares.

En la Gráfica 5 se ilustra la relación negativa entre la tasa de ahorro de los hogares y la movilidad en distintos países avanzados. Así, se puede observar que la tasa de ahorro de los hogares se incrementó en mayor magnitud al inicio de la pandemia, cuando la movilidad de las personas estuvo más restringida. La misma dinámica se observa entre las economías emergentes.

Gráfica 5
Tasa de Ahorro de los Hogares y Medida de Movilidad ^{1/}

Por ciento y promedio trimestral de la desviación porcentual respecto al nivel previo a la pandemia



^{1/} Se refiere a la medida de movilidad de Google para ventas al menudeo y recreación.

^{2/} Estados Unidos, Canadá, Japón, Reino Unido y zona del euro.

^{3/} México, Chile, Colombia y Polonia.

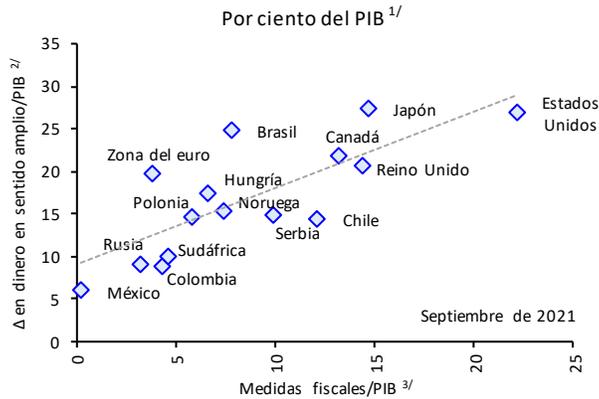
Fuente: Estimaciones por Banco de México con base en fuentes oficiales de cuentas nacionales en cada país e información de Google Mobility.

3.3. Estímulo Fiscal y Monetario

Por último, en múltiples países, las medidas fiscales y monetarias implementadas en respuesta a la pandemia aumentaron el ahorro financiero de los hogares. Dichas medidas implicaron un incremento temporal al ingreso disponible de los hogares, el cual buscaba amortiguar los efectos de los choques negativos asociados a la pandemia.

Dada la heterogeneidad entre los tipos de medidas implementadas en distintos países durante la pandemia, resulta difícil evaluar su impacto en el ahorro de los hogares. No obstante, la evidencia sugiere que tuvieron un efecto significativo. En la Gráfica 6, se observa una relación positiva entre el crecimiento del dinero en sentido amplio con el tamaño de los apoyos fiscales en respuesta a la pandemia. Estos últimos se calculan en función de las medidas fiscales *por arriba de la línea*, es decir, aquellas que implicaron para el Estado gastos adicionales o ingresos no percibidos en sectores diferentes al sector salud. Así, se encuentra que los países que implementaron programas de impulso fiscal de mayor magnitud, son también, en general, los que registraron un crecimiento del dinero en sentido amplio más significativo en 2020 y 2021, si bien las medidas fiscales han sido de menor monto en el último año para la mayoría de las economías. En algunas, no obstante, dichos estímulos han sido también significativos durante 2021, como es el caso de Estados Unidos, en donde se implementaron programas de apoyo adicionales por alrededor de 8% del PIB de ese país.

Gráfica 6
Crecimiento del Dinero en Sentido Amplio y Medidas Fiscales
en respuesta a la Pandemia de COVID-19



^{1/} PIB de 2020.

^{2/} Crecimiento de la medida de dinero en sentido amplio comparable con el M2 de México para cada país. Se refiere al crecimiento observado de febrero de 2020 a septiembre de 2021.

^{3/} Se refiere a los gastos adicionales o ingresos no percibidos de los sectores diferentes al sector salud durante 2020 y 2021.

Fuente: Estimaciones por Banco de México con base en fuentes oficiales de bancos centrales en cada país y el monitor fiscal del FMI.

4. Consideraciones Finales

Este Recuadro documenta la acumulación de ahorro por parte de los hogares durante la pandemia de COVID-19, en economías tanto avanzadas como emergentes. Asimismo, muestra evidencia de que dicha acumulación fue significativamente superior a la que hubiera resultado de haberse observado tasas de ahorro similares a las de años previos, sobre todo entre las economías avanzadas. Ello podría estar asociado a múltiples factores, si bien en este Recuadro se destacan tres: una mayor demanda de liquidez por motivos precautorios, la supresión de oportunidades de consumo durante el confinamiento, y el impulso al ingreso disponible ocasionado por las medidas monetarias y fiscales implementadas en el periodo.

Por último, a manera de reflexión final, y dado que el ahorro financiero acumulado durante la pandemia en distintas economías ha sido significativo, resulta relevante considerar el posible impacto en el consumo y los precios de una gradual desacumulación de estos recursos, lo cual podría ocurrir en la medida que se relajen las restricciones asociadas a la crisis sanitaria. Si los hogares buscan utilizar estos recursos para consumir en el corto plazo, se podría observar un impulso a la actividad económica y, al mismo tiempo, potenciales presiones al alza en los precios por el lado de la demanda. Los recursos podrían ser usados para transferir capacidad de gasto en el tiempo, pagar pasivos o invertir en instrumentos de mayor plazo, o bien mantener activos líquidos por un periodo más amplio. Ante estos escenarios, el impacto sobre la trayectoria del consumo sería gradual y en un horizonte mayor.

No obstante, es importante enfatizar que aún es temprano para ofrecer una conclusión final sobre el tema, dado que la dinámica del ahorro y el consumo dependerán en buena medida de la evolución de la pandemia, la cual es incierta.

5. Referencias

Attinasi, M., Bobasu, A. & Manu, A., (2021). "The implications of savings accumulated during the pandemic for the global economic outlook". *Economic Bulletin Boxes*. European Central Bank, Issue 5/2021.

Banco de México (2018). "Política Monetaria y Demanda de Dinero en Sentido Amplio". *Informe Trimestral Julio – Septiembre*.

Banco de México (2020). "Evolución Reciente de los Agregados Monetarios y Crediticios en Distintas Economías". *Informe Trimestral Abril – Junio*.

Banco de México (2021). "La Demanda de Billetes y Monedas en México Durante la Pandemia de COVID—19". *Informe Trimestral Abril – Junio*.

Bilbiie, F., Eggertson, G.B., Primiceri, G.E. & Tambalotti, A. (2021). "'Excess Savings' Are Not Excessive". *Liberty Street Economics*. Federal Reserve Bank of New York.

Dossche, M., Krustev, G. & Zlatanos, S. (2021). "COVID—19 and the increase in household savings: an update". *Economic Bulletin Boxes*. European Central Bank, Issue 5/2021.

* Nota: En la versión electrónica de este documento se puede obtener la información que permite generar todas las gráficas y tablas que contiene dando clic sobre ellas, con excepción de aquella que no es producida ni elaborada por el Banco de México.