

Banca

# Agregados Monetarios y Activos Financieros Internos: conjunto de estadísticas para hacer referencia al ahorro y a la inversión financiera

F. Javier Morales / Carlos Serrano / Mariana A. Torán / Sirenia Vázquez

**Banco de México (Banxico) publicó los Agregados Monetarios (AM) con base en la metodología de 2018.** Estos nuevos indicadores sustituyen a los que el instituto central publicó mensualmente hasta diciembre de 2017.

**Se incorpora a la publicación mensual la información correspondiente a los Activos Financieros Internos (F).** Estos indicadores incluyen los nuevos Agregados Monetarios complementándolos con estadísticas de tenencias de valores de renta variable, tanto en posesión de residentes como de no residentes en el país.

**La comparación de los Agregados Monetarios 2018 con los que se dejaron de publicar en diciembre de 2017 y que corresponden a la metodología de 1999** indica que no hay gran diferencia entre el saldo de M1 calculado con base en las dos metodologías, pues ambas coinciden en el concepto de liquidez inmediata y en el instrumento utilizado (cuentas de cheques, cuentas corrientes).

**Las diferencias en los saldos de los Agregados Monetarios M2, M3 y M4 entre ambas metodologías son relevantes.** Una razón importante de estas diferencias se debe al grado de liquidez de los instrumentos financieros considerados. Tal es el caso de los instrumentos de ahorro de largo plazo (por ejemplo, la captación bancaria cuyo plazo residual es mayor a cinco años) y de los instrumentos que además de ser de largo plazo solo son líquidos en situaciones especiales (fondos para el retiro y para la vivienda que se transforman en dinero solo cuando se compra vivienda o el trabajador se retira).

**La introducción de los Activos Financieros Internos (F) complementa a la información de los Agregados Monetarios** al incorporar activos financieros de largo plazo y no líquidos como los depósitos bancarios de plazo residual mayor a cinco años y los fondos de ahorro para el retiro y para la vivienda. De igual forma, en F se incorporan activos financieros de renta variable tanto de agentes económicos residentes como de no residentes.

**Consideramos positiva esta actualización a los Agregados Monetarios, dado el importante desarrollo que ha tenido el sistema financiero mexicano desde 1999 y porque permite que las estadísticas generadas sean comparables internacionalmente.** Asimismo, el retiro de valores poco líquidos permite que los agregados monetarios cumplan mejor su objetivo de medir la tenencia de aquellos instrumentos que tienen características similares al dinero en sentido amplio.

**En el caso Activos Financieros Internos, consideramos positivo que los nuevos indicadores incluyan información de instrumentos menos líquidos y complementen la medición con la inclusión de valores híbridos y de renta variable.** Estos indicadores permiten tener disponibles estadísticas más amplias sobre las alternativas de ahorro e inversión financiera en el país.

## 1. Características de los Agregados Monetarios Metodología 2018

En enero de 2018, el Banco de México (Banxico) hizo modificaciones a la metodología para definir a los Agregados Monetarios (AM) del país y a las cifras publicadas que se derivan de ellos. Esto significa que la metodología que Banxico utilizó para la construcción de los AM desde 1999 hasta diciembre de 2017 dejará de actualizarse y a partir de enero de 2018 los AM 2018 serán los que se encuentren disponibles.

Son varias las razones por las cuales Banxico cambió la metodología de cálculo de los AM. Por un lado, la última vez que Banxico actualizó la metodología fue en 1999. El desarrollo y la profundización que ha tenido el sistema financiero desde entonces, ha facilitado la expansión tanto del número como del tipo de intermediarios e instrumentos financieros. Además, actualmente hay una mayor disponibilidad de información, lo que permite incrementar la calidad y el detalle de los datos publicados. Por otro lado, en marzo de 2016 el Fondo Monetario Internacional (FMI) publicó el nuevo Manual de Estadísticas Monetarias y Financieras (MEMF). Este manual establece lineamientos para tener una definición estándar de los AM a nivel internacional, y Banxico se ha apegado a dichos lineamientos con la publicación de los Agregados Monetarios con base en la metodología de 2018. Cabe señalar que Banxico publicó los datos mensuales de los AM 2018 con retroactividad a partir de diciembre de 2000.

La nueva definición de los AM considera, al igual que la metodología anterior, un agregado monetario estrecho (M1) y tres amplios (M2, M3 y M4). En el M1 se encuentran los instrumentos de mayor liquidez en poder de residentes tenedores de dinero, es decir los billetes y monedas en circulación y los depósitos de exigibilidad inmediata recibidos por los emisores de dinero.<sup>1</sup> El agregado M2 añade al M1: la captación bancaria y de otros emisores con plazo residual de hasta 5 años, las acciones de los fondos de inversión de deuda y los acreedores por reporto de valores<sup>2</sup>. Por su parte, el agregado M3 añade al M2 los valores públicos directamente en poder de los residentes tenedores de dinero y que fueron emitidos por el gobierno federal o el Instituto para la Protección al Ahorro Bancario (IPAB). Por último, se redefine el agregado M4 al incorporar al M3 la tenencia por parte del sector no residente de todos los instrumentos incluidos en M3.

Adicionalmente, Banxico complementó la información de los AM 2018 con un nuevo conjunto de indicadores llamados Activos Financieros Internos (F). Estos activos incluyen información de los AM además de información de otros activos financieros que están en manos de los tenedores de dinero pero que por sus características no forman parte de los Agregados Monetarios. Entre ellos se encuentran, por ejemplo, las acciones bursátiles emitidas por empresas que residen en México. Así, estos nuevos indicadores incluyen información de las diferentes alternativas de ahorro e inversión financiera que existen en el país. En el Cuadro 1 se presenta la estructura de los nuevos AM y de los F.

---

1: Bajo la nueva metodología, Banxico considera como los tenedores de dinero a los hogares, empresas privadas no financieras y otros intermediarios financieros no bancarios. Por su parte, los emisores de dinero M1 y M2 son el Banco de México, la banca comercial, la banca de desarrollo las entidades de ahorro y crédito popular, las uniones de crédito y los fondos de inversión de deuda. Adicionalmente, en M3 y M4 se incluye al gobierno federal y al IPAB como sector emisor.

2: Los acreedores por reporto de valores se refieren a los recursos que obtiene la banca en operaciones de reporto con los sectores tenedores de dinero.

Cuadro 1. Agregados Monetarios y Activos Financieros Internos: componentes, estructura y comparación con metodología 1999

	Metodología 1999	Modificaciones	Metodología 2018
<b>M1</b>	A.1 Billetes y monedas en poder del público A.2 Cuentas de cheques A.3 Depósitos en cuenta corriente A.4 Depósitos a la vista en EACP		B.1 Billetes y monedas en poder del público B.2 Depósitos de exhibición inmediata en bancos B.3 Depósitos de exhibición inmediata en EACP
<b>M2</b>	A.5 Captación a plazo de la banca y de EACPs A.6 Valores gubernamentales A.7 Valores IPAB A.8 BREMS A.9 Valores Privados A.10 Otros valores públicos A.11 Fondos de ahorro para el retiro A.12 Fondo de ahorro para la vivienda	A.6 pasa a M3 (2018) A.7 pasa a M3 (2018) A.8 pasa a M3 (2018)  A.9 pasa a F1 A.10 pasa a F1 A.11 pasa a F1 A.12 pasa a F1	B.4 Captación a plazo en poder de residentes B.5 Acciones de fondos de inversión de deuda en poder de residentes B.6 Acreedores por reporto de valores en poder de residentes
<b>M3</b>	A.13 Depósitos a la vista en bancos en poder de no residentes A.14 Captación a plazo en bancos en poder de no residentes A.15 Valores gubernamentales en poder de no residentes A.16 Valores IPAB en poder de no residentes A.17 BREMS en poder de no residentes	A.13 pasa a M3 (2018) A.14 pasa a M3 (2018) A.15 pasa a M3 (2018) A.16 pasa a M3 (2018) A.17 pasa a M3 (2018)	B.7 Valores gubernamentales en poder de residentes (A.6) B.8 Valores IPAB en poder de residentes (A.7) B.9 BREMS en poder de residentes (A.8)
<b>M4</b>	A.18 Depósitos de residentes y no residentes en agencias de bancos mexicanos en el exterior (Ya no forma parte de los nuevos agregados monetarios)	A.18 ya no forma parte de los agregados monetarios 2018	B.10 Depósitos a la vista en bancos en poder de no residentes (A.13) B.11 Captación a plazo en bancos en poder de no residentes (A.14) B.12 Valores gubernamentales en poder de no residentes (A.15) B.13 Valores IPAB en poder de no residentes (A.16) B.14 BREMS en poder de no residentes (A.17) B.15 Acciones de los fondos de inversión de deuda en poder de no residente B.16 Acreedores por reporto de valores en poder de no residentes

**Activos Financieros Internos por Componentes: F = F2 + FNB**

<b>Mercado Interno</b>	<b>Residentes</b>	$F1 = M3 + C.1 + C.2 + C.3$ C.1 Fondos de ahorro para el retiro y vivienda (A.11 + A.12) C.2 Valores emitidos por empresas privadas, estados y municipios, organismos bajo control presupuestario directo e indirecto, empresas productivas del Estado y el Fonadin (A.9 + A.10) C.3 Otros pasivos bancarios (certificados bursátiles y bonos bancarios emitidos por la banca con plazo residual mayor a 5 años y obligaciones subordinadas)
		$F2 = F1 + C.4 + C.5 + C.6 + C.7$ C.4 Acciones de empresas privadas listadas en la Bolsa Mexicana de Valores C.5 Acciones de fondos de inversión de renta variable C.6 Certificados Bursátiles de Fiduciarios Inmobiliarios C.7 Certificados de Capital de Desarrollo
	<b>No Residentes</b>	$FNR = M4 - M3$ (instrumentos monetarios en poder de no residentes) + C.8 + C.9 + C.10 + C.11 + C.12 C.8 Acciones de empresas privadas listadas en la Bolsa Mexicana de Valores en poder de no residentes C.9 Acciones de los fondos de inversión de renta variable en poder de no residentes C.10 Certificados de Capital de Desarrollo en poder de no residentes C.11 Valores emitidos por empresas privadas, estados y municipios, organismos de control presupuestario directo e indirecto, empresas productivas del Estado y el Fonadin en poder de no residentes C.12 Otros pasivos bancarios similares a C.3 en poder de no residentes
		<b>F = F2 + FNR (Activos Financieros Internos)</b>

Fuente: BBVA Research con datos de Banco de México

Como se analiza a detalle en la sección 4 de este documento, existen diferencias entre los Agregados Monetarios que se calcularon con base en la Metodología de 1999 en comparación con la Metodología 2018, las cuales se resumen en el Cuadro 2. Las principales modificaciones se encuentran en los agregados amplios (M2, M3 y M4) y obedecen a los siguientes factores:

- Reclasificaciones de instrumentos financieros** (marcadas en verde en el cuadro 2), por ejemplo, al considerar a los valores gubernamentales, del IPAB y BREMS en el M3 cuando en la metodología anterior se consideraban en M2.
- Exclusión de otros instrumentos financieros de los AM** (marcados en naranja en el cuadro 2) como son los valores privados, otros valores públicos, los fondos de ahorro para el retiro y vivienda y los depósitos en agencias de bancos mexicanos en el exterior.
- Inclusión de otros instrumentos financieros** (marcados en azul en el cuadro 2) como son las acciones de los fondos de inversión de deuda y los acreedores por reporto de valores.

Cuadro 2. Agregados Monetarios: comparación de metodologías de 1999 y 2018

METODOLOGÍA 1999 (sin incluir a sector público)	AGREGADO MONETARIO	METODOLOGÍA 2018
<ul style="list-style-type: none"> <li>Billetes y monedas en poder del público</li> <li>Cuentas de cheques</li> <li>Depósitos en cuenta corriente</li> <li>Depósitos a la vista en EACP</li> </ul>	M1	<ul style="list-style-type: none"> <li>Billetes y monedas en poder del público</li> <li>Depósitos de exigibilidad inmediata (DEI) en bancos</li> <li>DEI en EACP</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>Captación a plazo en la banca y en las EACP</li> <li>Valores gubernamentales</li> <li>Valores IPAB</li> <li>BREMS</li> <li>Valores privados</li> <li>Otros valores públicos</li> <li>Fondos de ahorro para el retiro</li> <li>Fondos de ahorro para la vivienda</li> </ul>	M2 menos M1	<ul style="list-style-type: none"> <li>Captación a plazo hasta 5 años de vencimiento</li> <li>Acciones de los fondos de inversión de deuda (FID)</li> <li>Acreedores por reporte de valores</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>Depósitos a la vista en la banca en poder de no residentes</li> <li>Captación a plazo en la banca en poder de no residentes</li> <li>Valores gubernamentales en poder de no residentes</li> <li>Valores IPAB en poder de no residentes</li> <li>BREMS en poder de no residentes</li> </ul>	M3 menos M2	<ul style="list-style-type: none"> <li>Valores gubernamentales</li> <li>Valores IPAB</li> <li>BREMS</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>Depósitos de residentes y no residentes en agencias de bancos mexicanos en el exterior</li> </ul>	M4 menos M3	<ul style="list-style-type: none"> <li>Depósitos a la vista en la banca en poder de no residentes</li> <li>Captación a plazo en la banca en poder de no residentes</li> <li>Valores gubernamentales en poder de no residentes</li> <li>Valores IPAB en poder de no residentes</li> <li>BREMS en poder de no residentes</li> <li>Acciones de los FID en poder de no residentes</li> <li>Acreedores por reporte en poder de no residentes</li> </ul>

Verde: instrumentos que se reclasifican en la nueva metodología

Naranja: instrumentos que se eliminan de las nuevas definiciones y se incluyen en los Activos Financieros Internos

Azul: instrumentos que se añaden a la nueva estadística

Fuente: Banco de México

## 2. Criterios metodológicos de los nuevos agregados monetarios y activos financieros internos

La Metodología 2018 de los AM se basa en el MEMF, el cual proporciona ciertos lineamientos para que la información de los agregados monetarios sea comparable entre países. Además, considera dos características importantes que los componentes de cada agregado deben tener: i) el grado de liquidez del instrumento, lo cual significa qué tan posible y qué tan rápido esos instrumentos se puedan transformar en dinero; y ii) el sector de la economía que utiliza los instrumentos monetarios. Para ello, el MEMF recomienda clasificar a los sectores en tres categorías: emisores de instrumentos monetarios, tenedores de instrumentos monetarios y sectores neutrales.

- **Emisores:** son instituciones que emiten instrumentos considerados como dinero y que forman parte de sus pasivos. Estas instituciones son el banco central, la banca comercial y de desarrollo, las Entidades de Ahorro y Crédito Popular (EACP) y otros intermediarios como los fondos de inversión de deuda (FID).
- **Tenedores:** son aquellos sectores que utilizan los instrumentos monetarios que tienen en su poder para realizar compras de bienes y servicios. Estos agentes son las empresas privadas, los hogares y otros intermediarios financieros no bancarios (OIFNBs)<sup>3</sup>.

3: Como resultado de esta clasificación en la nueva metodología no existe el concepto de Agregados Monetarios Ampliados, la cual, bajo la metodología anterior, incluía, en adición al ahorro privado reportado en los agregados monetarios (M1, M2, M3 y M4), el ahorro del sector público, integrado por el ahorro del Gobierno Federal, empresas y organismos públicos, gobiernos de estados y municipios, Gobierno de la Ciudad de México y fideicomisos de fomento.

- **Neutrales:** son aquellos que no son ni emisores ni tenedores de dinero. Si bien es posible que posean instrumentos monetarios como parte de sus activos, su patrón de gasto suele ser distinto al de hogares y empresas, por lo tanto, no necesariamente reaccionan de la misma manera que estos ante choques macroeconómicos. Entre estos sectores típicamente se incluyen al banco central y a los no residentes (estos últimos se consideran tenedores sólo en la clasificación del agregado M4).

Además de las consideraciones anteriores, las modificaciones en la metodología también se alimentan de la mayor disponibilidad de información con la que se cuenta actualmente, lo cual ha permitido mejorar la medición de los distintos indicadores. Así, la nueva metodología toma en cuenta lo siguiente:

- **Acciones de los FIDs.** Se incluyen en la nueva metodología (como parte del agregado M2) debido a su alto grado de liquidez y a que son un depósito de valor que no fluctúa sustantivamente en el tiempo. En la metodología de 1999 no se incluían de manera explícita pues la estadística de sus balances no estaba disponible. Solo se incluía la tenencia de los instrumentos de deuda, lo que aproximaba el valor de las acciones.
- **Acreeedores por reporto.** Dado que representan una fuente de fondeo importante para la banca<sup>4</sup>, el MEMF considera a los reportos como un instrumento similar a los depósitos de corto plazo que recibe del público y, por lo tanto, se incluyen como parte de los AM (en el agregado M2). En la metodología anterior no se consideraban porque no podían identificarse en la información disponible de los balances de la banca. Además, anteriormente estas operaciones se registraban de acuerdo a un criterio legal, el cual implicaba una transferencia de propiedad temporal del título que se reportaba. Actualmente se utiliza “un criterio económico, que considera al título subyacente como colateral en una operación de financiamiento”.
- **Captación bancaria de corto y mediano plazo.** En la nueva metodología solo se consideran los depósitos con plazo de vencimiento de hasta cinco años. Esto se debe a que el MEMF recomienda incluir los instrumentos monetarios con plazos al vencimiento relativamente cortos, pues la fluctuación en su valor es menor que aquellos de plazos más largos. En 1999 no se consideraban pues no se contaba con información sobre los plazos residuales de los depósitos bancarios.
- **Otros instrumentos financieros.** La nueva metodología excluye de los AM a los instrumentos de deuda emitidos por empresas privadas no financieras y a los del sector público no federal, así como a los recursos de las cuentas individuales de los trabajadores en los fondos para el retiro y la vivienda. En el primer caso, su exclusión se fundamenta en que los precios de mercado de esos instrumentos tienden a ser más volátiles que la deuda gubernamental. En el segundo caso, el MEMF no recomienda incluirlos pues los trabajadores beneficiarios no pueden disponer inmediatamente de los recursos de sus cuentas individuales, sino hasta su jubilación.<sup>5</sup> En la metodología anterior se incluían porque la información de los AM tenía también la intención de aproximar la circulación total de los activos financieros en México (lo que se conocía como ahorro financiero). Ahora estos recursos forman parte del conjunto de indicadores denominados Activos Financieros Internos (F).

---

4: La banca lleva a cabo estas operaciones para obtener financiamiento, utilizando como colateral algún valor que forme parte de sus activos.

5: Esos fondos de ahorro cuentan con reglas estrictas para que sus propietarios puedan disponer de ellos. En primer lugar, se encuentra el marco legal y normativo del Sistema de Ahorro para el Retiro (SAR), el cual establece que las cuotas obligatorias que las empresas privadas y las entidades del sector público tienen que cubrir por concepto de los fondos de retiro y de vivienda de los trabajadores se depositen en la subcuenta individual respectiva. Además, la Ley del Seguro Social establece las condiciones y el número mínimo de semanas que un trabajador debe de cotizar en el Instituto Mexicano del Seguro Social (IMSS) para acceder a los fondos que están depositados en su subcuenta de retiro. Por lo que respecta a los fondos de ahorro para la vivienda, se tiene que tanto el Fovissste (Fondo Nacional de la Vivienda del Instituto de Seguridad y Servicios Sociales de los Trabajadores del Estado) como el Infonavit (Instituto del Fondo Nacional de la Vivienda para los Trabajadores, el cual integra a los trabajadores afiliados al IMSS) cuentan con reglas para que los trabajadores que están afiliados al ISSSTE o al IMSS puedan acceder a los fondos de ahorro que se encuentran depositados en sus subcuentas de vivienda, además de las reglas para que obtengan un crédito que les complemente sus recursos para adquirir vivienda.

### 3. Redefinición de agregados monetarios y medición de los activos financieros internos

La redefinición de los AM con base en la metodología de 2018 considera lo siguiente:

- **M1:** es el agregado monetario más líquido en poder de residentes del país. Está constituido por billetes y monedas en poder del público más los depósitos de exigibilidad inmediata que los agentes económicos residentes (hogares, empresas privadas y OIFNB) tengan en bancos y en EACP. Es decir, M1 son activos en poder de residentes considerados como dinero o que inmediatamente se pueden transformar en dinero.
- **M2:** es la suma del agregado M1 más el saldo de la captación a plazo menor a cinco años en bancos, EACP y uniones de crédito; las acciones de los FIDs; y los acreedores por reportos de valores. Para todos estos conceptos M2 sólo considera la tenencia en poder de residentes.
- **M3:** añade al M2 los valores gubernamentales, los valores del IPAB y los Bonos de Regulación Monetaria (Brems) en poder de residentes. Así, de acuerdo con la Metodología 2018 de los AM se tiene que M1, M2 y M3 están constituidos por recursos de los agentes económicos residentes del país.
- **M4:** incluye al M3 los instrumentos similares a los M3 en poder de no residentes. Esto es, los depósitos a la vista y a plazo en bancos; tenencias de valores gubernamentales, del IPAB y de Brems, así como también las acciones de los fondos de inversión de deuda y de los reportos en manos de no residentes. Es decir, M4 se caracteriza por considerar, además de M3, el total de recursos que los no residentes tienen en instrumentos bancarios y en otros instrumentos financieros de deuda que se han emitido en el país.<sup>6</sup>

El nuevo criterio metodológico para la redefinición de los AM implicó que algunos instrumentos financieros que anteriormente se consideraban fueran excluidos, entre otras razones, por su reducido grado de liquidez. Sin embargo, los instrumentos excluidos son parte relevante de los activos de los tenedores de estos instrumentos. Por ello, Banxico definió un conjunto de indicadores denominados Activos Financieros Internos (F) que suma a los AM el resto de instrumentos en el sistema financiero que forman parte del ahorro e inversión financiera de los sectores tenedores. Así, los componentes de los indicadores F son los siguientes (ver Cuadro 3):

- **F1:** incluye a M3 más los fondos de ahorro para el retiro y la vivienda, los valores emitidos por empresas privadas, por estados y municipios, por empresas productivas del Estado, Comisión Federal de Electricidad (CFE) y Petróleos Mexicanos (Pemex), por el Fonadin (Fondo Nacional de Infraestructura) y los pasivos bancarios que tienen plazo residual de vencimiento mayor a cinco años. Todos estos recursos están en poder de residentes.
- **F2:** incluye a F1 más la tenencia de acciones de empresas privadas que están listadas en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV), las acciones de fondos de inversión de renta variable, los certificados bursátiles de fiduciarios inmobiliarios (que se consideran instrumentos financieros híbridos pues contienen una mezcla de renta fija y renta variable) y los certificados de capital de desarrollo (considerados como títulos de largo plazo de rendimiento variable e incierto). Todos estos instrumentos deben de estar en poder de residentes para formar parte de F2.
- **FNR:** está constituido por los instrumentos incluidos en F2 en manos de no residentes.
- **F:** es la suma de F2 más FNR y se considera como la medición más amplia de los instrumentos intermediados en el sistema financiero en poder de los sectores tenedores de dinero.

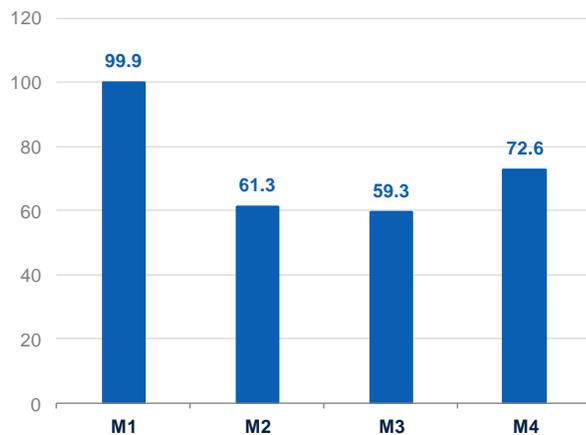
6: Cabe señalar que, si bien el MEMF no considera como dinero a los instrumentos en poder de extranjeros, en el caso de México se han incluido debido a que las compañías extranjeras que operan en México típicamente utilizan instrumentos financieros en pesos. Además, existe una importante sustitución entre los sectores residente y no residente en la tenencia de valores emitidos por el gobierno federal.

## 4. Diferencias estadísticas en las metodologías de los agregados monetarios

### Comparación de saldos de los componentes de los Agregados Monetarios 1999, 2018 y Activos Financieros Internos

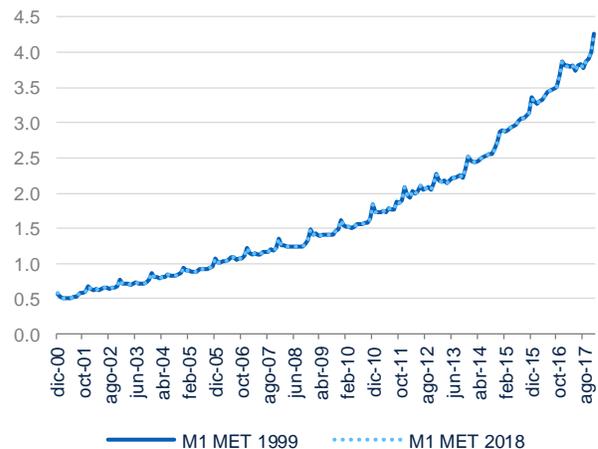
En los cuadros 1 y 2 se presentan la comparación de saldos de los diferentes componentes de los Agregados Monetarios de 1999, 2018 y de los Activos Financieros Internos. En la medida en que los AM 2018 consideran menos instrumentos que los de 1999 se tiene que el saldo de M4 que se obtiene mediante los primeros es menor al saldo de ese mismo agregado en la metodología de 1999, tanto para el caso de los Agregados Monetarios, como en el de los AM ampliados (que incluyen el ahorro del sector público).

Gráfica 1. Agregado Monetario M1, M2, M3 y M4 de la metodología 2018 como razón de la metodología 1999 a diciembre 2017  
(Comparación con el agregado respectivo, %)



Fuente: BBVA Research con datos de Banxico

Gráfica 2. Agregado Monetario M1 (Saldos en billones de pesos corrientes)



Fuente: BBVA Research con datos de Banxico

Con base en la comparación de los componentes de los AM de la metodología de 1999 con la de 2018 a diciembre de 2017 (sin incluir al sector público) resulta que en el caso del agregado monetario M1 no hay diferencia entre los saldos, pues como lo muestra la Gráfica 1, estos coinciden en un 99.9%. Al comparar la evolución histórica de ambos indicadores se observan comportamientos similares tanto en saldos (Gráfica 2) como en tasas de crecimiento (Gráfica 3). Entre ambas metodologías, conceptualmente no existen variaciones en la definición de los instrumentos que conforman este agregado y las pequeñas diferencias podrían atribuirse a mejoras en la medición de los conceptos.

Por otra parte, la diferencia que existe de saldos del agregado monetario M2 es significativa, pues los saldos de acuerdo a la metodología de 2018 representan, a diciembre de 2017, 61.3% del saldo de los recursos que se obtenían para la definición de este agregado bajo la metodología de 1999 (Gráfica 1). Una de las principales diferencias se debe a que en la metodología de 2018 ya no se incluyen en M2 los fondos de ahorro para el retiro y para la vivienda. En su lugar, la metodología de 2018 de los AM y la introducción de los indicadores de Activos Financieros Internos (F) recupera la información de esta importante forma de ahorro al registrarlos dentro de la definición de F1.

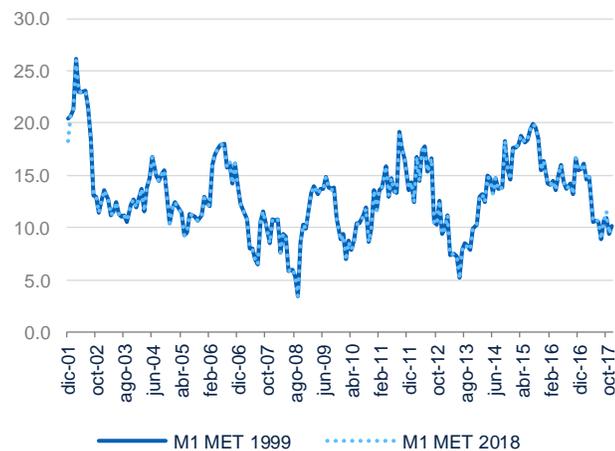
Cuadro 3. Tratamiento de valores gubernamentales en las metodologías de los Agregados Monetarios

METODOLOGÍA 1999	AGREGADO MONETARIO	METODOLOGÍA 2018
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Captación a plazo en la banca y en las EACP</li> <li>• Valores gubernamentales</li> <li>• Valores IPAB</li> <li>• BREMS</li> <li>• Valores privados</li> <li>• Otros valores públicos</li> <li>• Fondos de ahorro para el retiro</li> <li>• Fondos de ahorro para la vivienda</li> </ul>	M2 menos M1	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Captación a plazo</li> <li>• Acciones de los fondos de inversión de deuda (FID)</li> <li>• Acreedores por reporte de valores</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Depósitos a la vista en la banca en poder de no residentes</li> <li>• Captación a plazo en la banca en poder de no residentes</li> <li>• Valores gubernamentales en poder de no residentes</li> <li>• Valores IPAB en poder de no residentes</li> <li>• BREMS en poder de no residentes</li> </ul>	M3 menos M2	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Valores gubernamentales</li> <li>• Valores IPAB</li> <li>• BREMS</li> </ul>

Fuente: BBVA Research

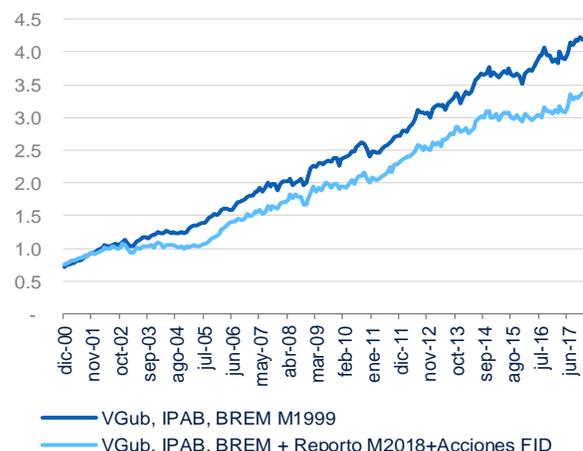
Una diferencia adicional del agregado monetario M2 entre las distintas metodologías radica en el tratamiento que se les da a los valores del gobierno federal, IPAB y Brems (valores gubernamentales). En la metodología 1999 se incluían, como parte del M2, la tenencia total de estos valores. En la nueva metodología se incluyen, como parte del M2, las acciones de los FIDs y los acreedores por reporte de valores, los cuales representan una parte del total de la tenencia de valores gubernamentales. El resto de la tenencia (que no está ni en manos de FIDs ni en reportos) se incluye en el agregado M3. Así, si se quisiera tener un indicador del saldo en circulación de los valores gubernamentales comparable entre metodologías, se tendría que tomar, por una parte, el saldo total de dichos valores de la metodología anterior y, por otra, la suma del valor de las acciones de los FIDs, el monto de los acreedores por reporte y el resto de los valores en circulación que se incluyen en M3 (Cuadro 3). La comparación histórica de ambas medidas en términos de saldos y tasas de crecimiento se presenta en las Gráficas 4 y 5, respectivamente. Si bien las tasas de crecimiento son similares, el saldo de la nueva metodología resulta menor que el de la metodología 1999. Esta diferencia pudiera provenir de: 1) valuaciones diferentes entre una metodología y otra y/o, 2) la exclusión de la tenencia de valores gubernamentales de los fondos de retiro en los Agregados Monetarios de la nueva metodología.

Gráfica 3. Agregado Monetario M1 (Tasa de crecimiento anual nominal, %)



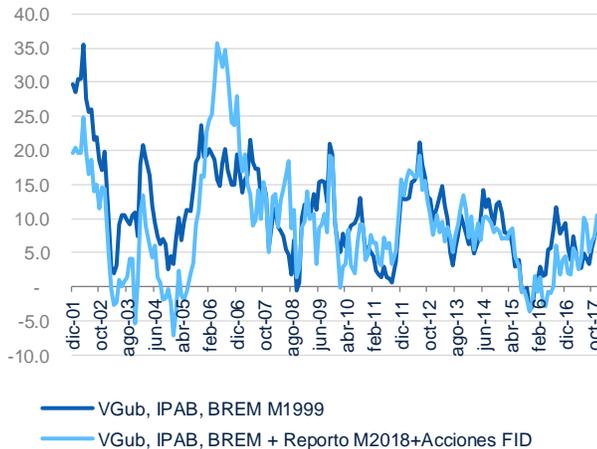
Fuente: BBVA Research con datos de Banxico

Gráfica 4. Valores gubernamentales en los Agregados Monetarios, comparación metodologías 1999 y 2018 (Saldos en billones de pesos corrientes)



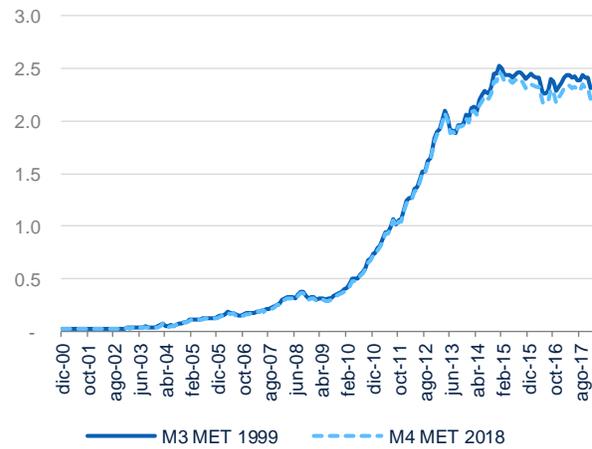
Fuente: BBVA Research con datos de Banxico

Gráfica 5. Valores gubernamentales en los Agregados Monetarios, comparación metodologías 1999 y 2018 (Tasa crecimiento anual nominal, %)



Fuente: BBVA Research con datos de Banxico

Gráfica 6. Sector no residente en los Agregados Monetarios, comparación metodologías 1999 y 2018 (Saldos en billones de pesos corrientes)



Fuente: BBVA Research con datos de Banxico

En el caso de los Agregados Monetarios M3 y M4 se tiene que el saldo de los recursos que se consideran en la metodología de 2018 en comparación con la de 1999 solo representan el 59.3% para el primero y 72.6% para el segundo (Gráfica 1). En estos agregados las principales diferencias provienen de la reclasificación de valores. En el agregado M3 de la metodología anterior se incluía al sector no residente (tanto la captación como la tenencia de valores gubernamentales). En la metodología actual este sector está incluido en el M4, mientras que en el M3 se encuentra, como ya se dijo anteriormente, la tenencia de valores gubernamentales que no está en manos de FIDs ni en reporto (Cuadro 4).

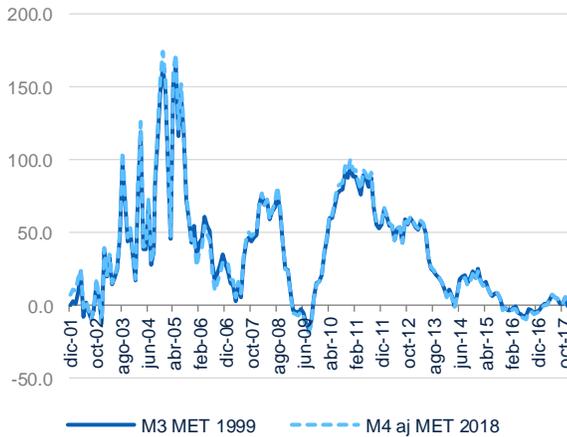
Cuadro 4. Tenencia del sector no residente en las metodologías de los Agregados Monetarios

METODOLOGÍA 1999	AGREGADO MONETARIO	METODOLOGÍA 2018
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Depósitos a la vista en la banca en poder de no residentes</li> <li>• Captación a plazo en la banca en poder de no residentes</li> <li>• Valores gubernamentales en poder de no residentes</li> <li>• Valores IPAB en poder de no residentes</li> <li>• BREMS en poder de no residentes</li> <li>• Depósitos de residentes y no residentes en agencias de bancos mexicanos en el exterior</li> </ul>	M3 menos M2	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Valores gubernamentales</li> <li>• Valores IPAB</li> <li>• BREMS</li> </ul>
	M4 menos M3	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Depósitos a la vista en la banca en poder de no residentes</li> <li>• Captación a plazo en la banca en poder de no residentes</li> <li>• Valores gubernamentales en poder de no residentes</li> <li>• Valores IPAB en poder de no residentes</li> <li>• BREMS en poder de no residentes</li> <li>• Acciones de los FID en poder de no residentes</li> <li>• Acreedores por reporto en poder de no residentes</li> </ul>

Fuente: BBVA Research

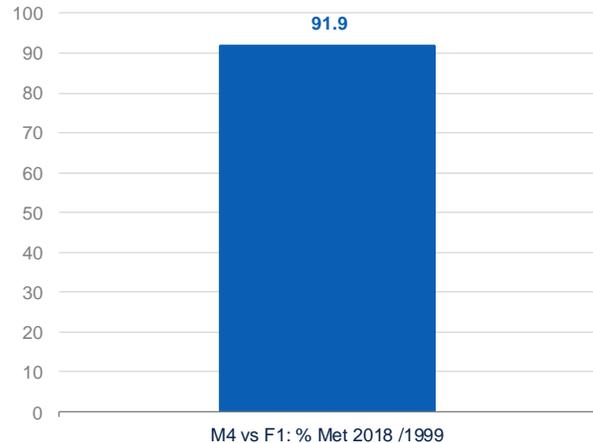
Cabe señalar que la suma de los depósitos y la tenencia de valores en manos del sector no residente es similar entre metodologías, tanto en términos de saldos (Gráfica 6) como en tasas de crecimiento (Gráfica 7). Asimismo, se tiene que al final de diciembre de 2017 el saldo del agregado M4 de la metodología 1999 con respecto al componente F1 de los Activos Financieros Internos representó casi el 92% del saldo de este último (Gráfica 8), lo cual si bien señala que existen diferencias importantes entre estos dos conceptos ésta es limitada y de solo 8% en términos de saldo.

Gráfica 7. Sector no residente en los Agregados Monetarios, comparación metodologías 1999 y 2018 (Crecimiento anual nominal, %)



Fuente: BBVA Research con datos de Banxico

Gráfica 8. Agregado Monetario M4 vs F1, comparación saldo de F1 con M4 Met 1999 a diciembre de 2017 (%)

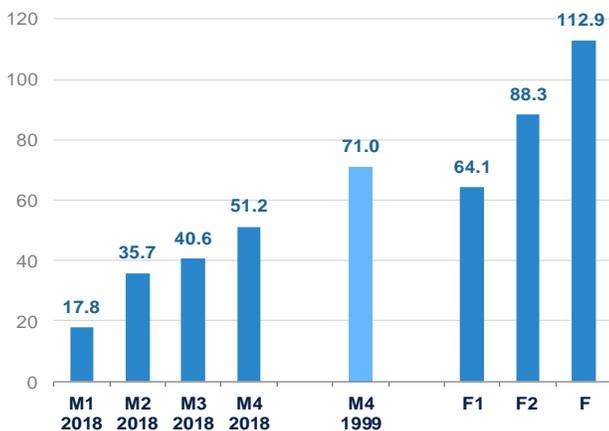


Fuente: BBVA Research con datos de Banxico

Por otro lado, destaca que el concepto de Activos Financieros Internos, si bien incorpora a los diferentes rubros de los Agregados Monetarios de la metodología 2018 y a otros instrumentos financieros, no se ordena bajo el criterio de liquidez de los activos financieros como sí sucede ahora con los diferentes componentes de los AM calculados con base en la metodología 2018.

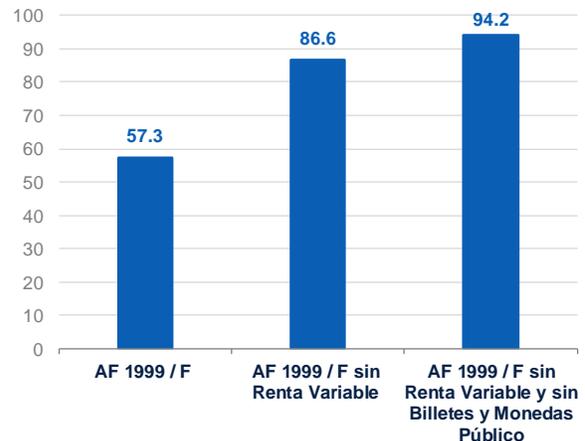
Por otra parte, una comparación relevante se refiere a los componentes de los agregados monetarios de 2018 y de los activos financieros internos con respecto al PIB. Así, el agregado monetario M1 como promedio anual de 2017 representó el 17.8% del PIB de ese año, en tanto que la proporción de M2 con respecto al producto fue 35.7%, el doble que la razón de M1. Por su parte, la importancia relativa de los agregados M3 y M4 como razón del PIB fue de 40.6% y de 51.2%, respectivamente. A manera de comparación, la proporción promedio anual de M4 de la metodología de 1999 con respecto al PIB fue de 71.0%. La razón promedio anual de los componentes de los activos financieros internos con respecto al PIB en 2017 fue la siguiente: F1, 64.1%; F2, 88.3%; y F, 112.9%, como se aprecia en la gráfica 9.

Gráfica 9. Componentes de los Agregados Monetarios y de los Activos Financieros Internos (Proporción promedio anual del PIB de 2017, %)



Fuente: BBVA Research con datos de Banxico

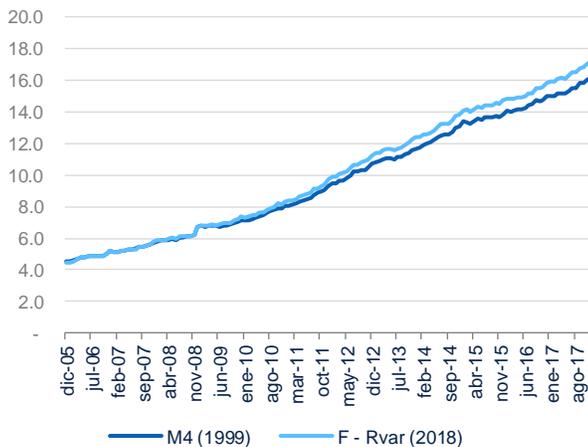
Gráfica 10. Ahorro Financiero 1999 como proporción de los Activos Financieros Internos (F) en diciembre 1999 (%)



Fuente: BBVA Research con datos de Banxico

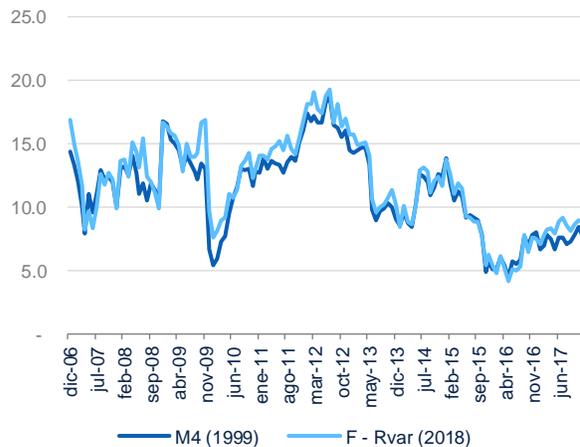
Cabe mencionar que los Agregados Monetarios 1999 hacen referencia al concepto de Ahorro Financiero (AF), entendido éste como el agregado monetario M4 menos el saldo de los billetes y monedas en poder del público. En cambio, el concepto de AF hace referencia a todos los instrumentos de ahorro, bancarios y no bancarios, líquidos y no líquidos con los que cuentan los agentes económicos, sean éstos residentes o no residentes. Por su parte, los Activos Financieros Internos (F) es un concepto más amplio que hace referencia a todos los instrumentos de ahorro y de inversión que existen en el sistema financiero, incluyendo los instrumentos híbridos y de renta variable disponibles. Así, el total del AF puede compararse con ciertos componentes de los F. Como lo ilustra la Gráfica 10, en diciembre de 2017 el AF de los Agregados Monetarios de 1999 representó el 57.3% de F; el 86.5% de F con exclusión de todos los activos financieros de renta variable y el 94.2% de F sin todos los activos de renta variable y sin el rubro de billetes y monedas en poder del público. Del mismo modo, en su comparación histórica se observan comportamientos similares tanto en saldos (Gráfica 11) como en tasas de crecimiento (Gráfica 12) entre los F de 2018 sin incluir renta variable y los agregados M4 de 1999.

Gráfica 11. Activos Financieros Internos sin renta variable vs M4 metodología 1999  
(Saldos en billones de pesos corrientes)



Fuente: BBVA Research con datos de Banxico

Gráfica 12. Activos Financieros Internos sin renta variable vs M4 metodología 1999  
(Tasa de crecimiento anual nominal, %)

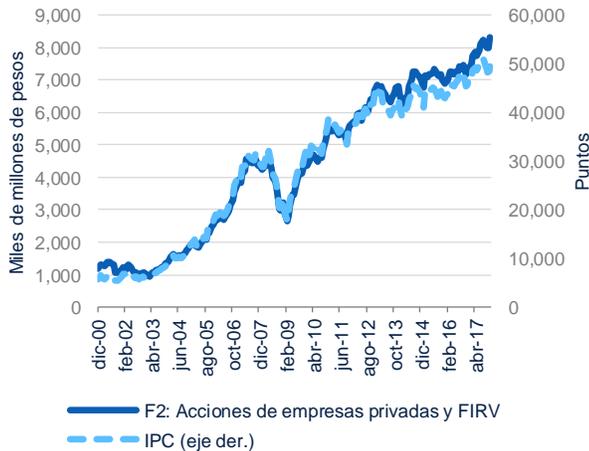


Fuente: BBVA Research con datos de Banxico

Los datos anteriores indican que la diferencia entre el AF 1999 y F se debe a los activos financieros híbridos y de renta variable. Además, si se excluyen los activos de renta variable y también la tenencia de billetes y monedas en poder del público, entonces se tiene que la diferencia entre el AF 1999 y esta última medida de ahorro que resulta del segundo caso no es de gran magnitud.

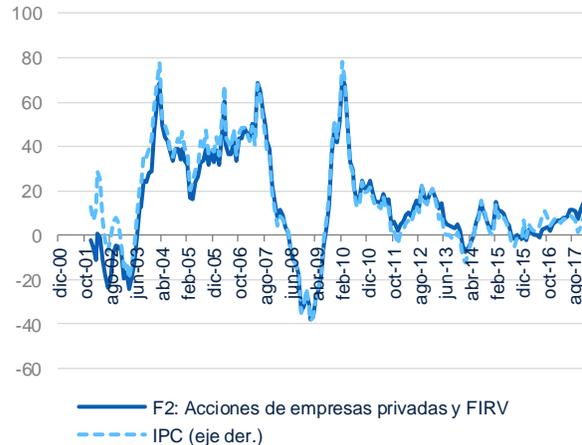
Por último, la inclusión de los valores híbridos y de renta variable son una adición importante a las medidas disponibles de los activos intermediados en el sistema financiero, pues el valor de dichos instrumentos a diciembre de 2017 representa 36.5% del PIB, cifra muy cercana al total del agregado monetario M2. Cabe aclarar que, aunque Banxico no detalla en su metodología la forma en la que valúa estos instrumentos, se puede asumir que este monto se encuentra a valor de mercado. En efecto, al comparar la evolución de los F de renta variable con el Índice de Precios y Cotizaciones (IPC) de la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) se observa que tanto el saldo (Gráfica 13) como las variaciones interanuales (Gráfica 14) siguen muy de cerca el comportamiento del IPC.

Gráfica 13. Tenencia de instrumentos en renta variable e IPC (Puntos y saldos en miles de millones de pesos corrientes)



Fuente: BBVA Research con datos de Banxico y BMV

Gráfica 14. Tenencia de instrumentos en renta variable e IPC (Crecimiento anual nominal, %)



Fuente: BBVA Research con datos de Banxico y BMV

## Valoración

Las nuevas estadísticas de Agregados Monetarios y Activos Financieros Internos permiten contar con indicadores amplios e internacionalmente comparables sobre distintas variables de los activos intermediados en el sistema financiero del país. Consideramos como positivo estos cambios metodológicos y coincidimos con Banxico en que eran necesarios, dado el importante desarrollo que ha tenido el sistema financiero mexicano desde 1999.

Una adición de la nueva metodología que consideramos positiva es la inclusión de los valores híbridos y de renta variable, los cuales representan una opción de inversión importante en el sistema financiero. Contar con información histórica sobre la tenencia de estos instrumentos complementa la información que ya se tenía sobre el ahorro financiero.

Como se detalló en esta nota, el cambio metodológico ha implicado variaciones conceptuales importantes en los principales agregados y, por lo tanto, también se han modificado sus montos y tendencias. Aun así, hemos visto que la mayoría de los rubros que se consideraban en la metodología anterior siguen estando presentes en la nueva metodología, ya sea como parte de los Agregados Monetarios o dentro del conjunto de valores que Banxico ahora denomina como Activos Financieros Internos. Sin embargo, hemos identificado algunos rubros que ameritan ser difundidos a fin de no perder información útil para el análisis. Se trata de la tenencia de instrumentos monetarios y valores del sector público.

En la metodología anterior se contaba con una definición amplia de los Agregados Monetarios que incluía tanto los depósitos como la tenencia de valores de sector público, y estos rubros ya no se consideran en la nueva metodología. Sería deseable que, aunque estos conceptos ya no formen parte de los Agregados Monetarios, Banxico siguiera publicando las cifras, pues su monitoreo permite analizar los patrones de gasto e inversión en instrumentos financieros de los agentes que conforman este sector.

Esperamos que en el futuro próximo Banxico publique algún equivalente a los Agregados Monetarios Ampliados con la metodología 2018. De esta forma Banxico estaría complementando la información de los Agregados Monetarios

2018 de la misma manera en que lo hizo con los AM 1999. Cabe recordar que con base en la metodología de los AM 1999 Banxico publicó tanto los AM como los AM Ampliados, y completar la información facilitaría comparar y entender con mayor detalle las diferencias entre los AM de ambas metodologías.

Por otro lado, las ampliaciones y reclasificaciones respecto a la metodología anterior requieren una revisión a detalle que permita entender el origen de las principales diferencias para hacer un uso adecuado y útil de los nuevos indicadores. Por ello, sería importante contar con un documento metodológico más detallado que explique las principales diferencias en el tratamiento que se les da a los datos de saldos de los distintos instrumentos entre una presentación y otra (en términos de valuación, inclusión, exclusión o reclasificación de conceptos), pues algunas cuentas presentan variaciones. También sería recomendable contar con un catálogo de otros cuadros estadísticos (además de los correspondientes a Agregados Monetarios) que fueron renovados y las principales variaciones entre uno y otro. Tal es el caso de las estadísticas de recursos y obligaciones de la banca. La difusión de esta información contribuirá a mantener la consistencia del análisis y la mejor identificación de las fuentes de variación, lo que a su vez permitirá dar un seguimiento adecuado a las principales variables de ahorro e inversión financiera en el país.

## **AVISO LEGAL**

Este documento ha sido preparado por BBVA Research del Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (BBVA) y por BBVA Bancomer. S. A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero BBVA Bancomer, por su propia cuenta y se suministra sólo con fines informativos. Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones que se expresan en este documento se refieren a la fecha que aparece en el mismo, por lo que pueden sufrir cambios como consecuencia de la fluctuación de los mercados. Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones contenidas en este documento se basan en información que ha sido obtenida de fuentes estimadas como fidedignas pero ninguna garantía, expresa o implícita, se concede por BBVA sobre su exactitud, integridad o corrección. El presente documento no constituye una oferta ni una invitación o incitación para la suscripción o compra de valores.