



Perspectivas Económicas y Financieras Internacionales
Alejandro Díaz de León Carrillo, Gobernador, Banco de México*
CVIII Reunión de Gobernadores de Bancos Centrales del CEMLA
Octubre, 2019



*/ Las opiniones y puntos de vista expresados en este documento son responsabilidad del autor y no necesariamente representan la posición institucional del Banco de México o de su Junta de Gobierno.

Índice

1 Tendencias Recientes en la Economía Global

2 Choques a Economías Emergentes

2.1 Choque Real de Comercio

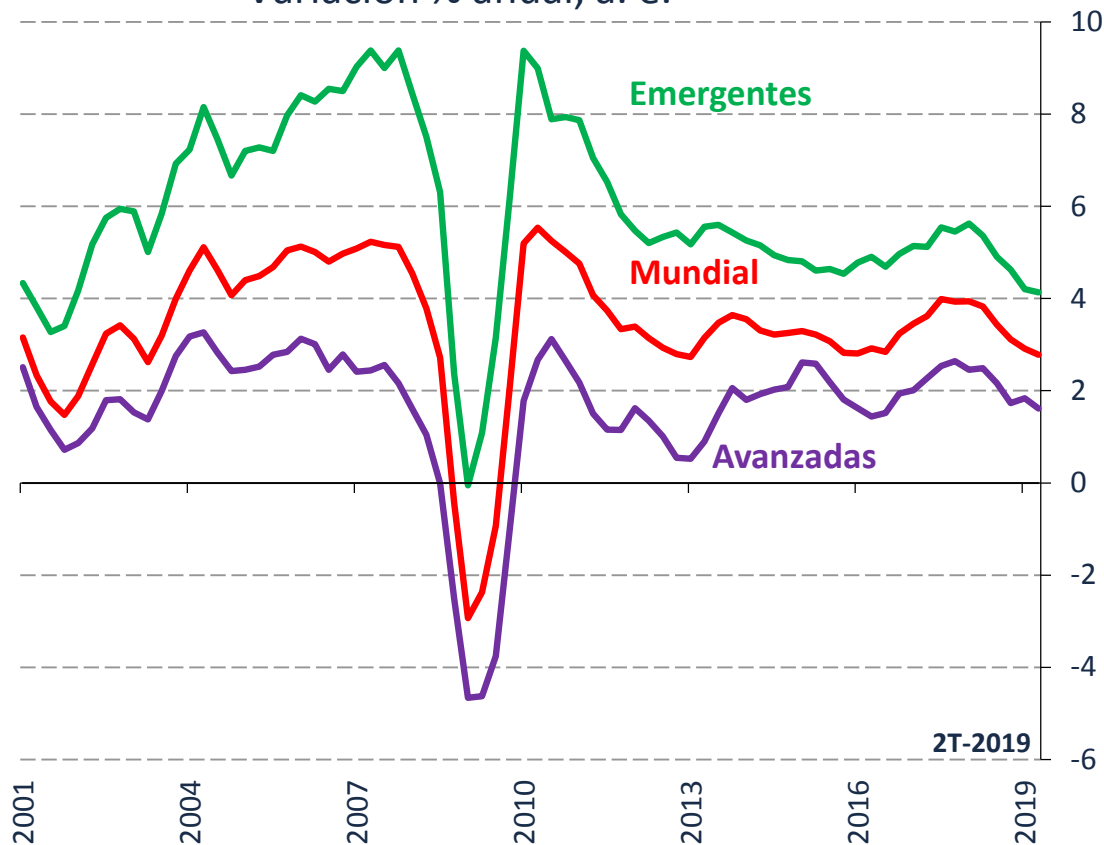
2.2 Choque Financiero

3 Consideraciones Finales

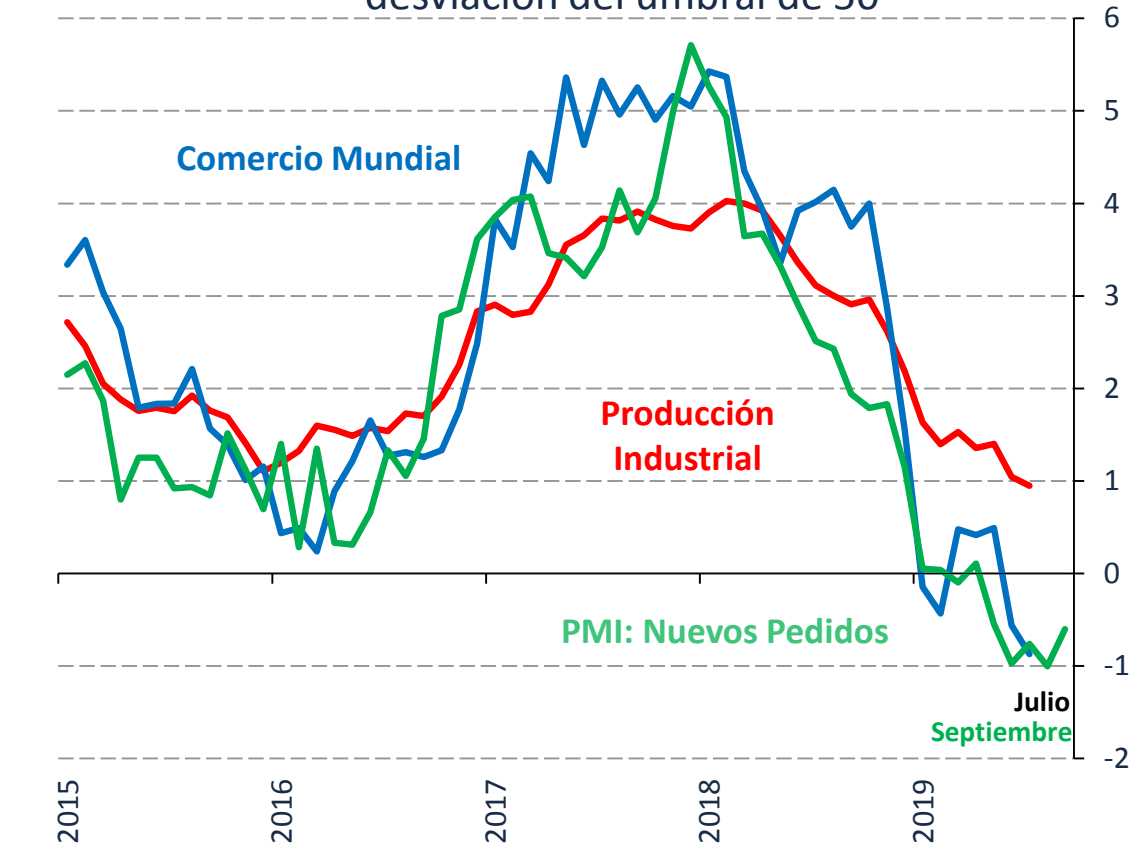
Las tensiones comerciales se han convertido en un obstáculo significativo al crecimiento económico global con efectos importantes sobre la producción manufacturera, la inversión y la confianza empresarial.

Economía Mundial

Crecimiento del PIB ^{1/}
Variación % anual, a. e.



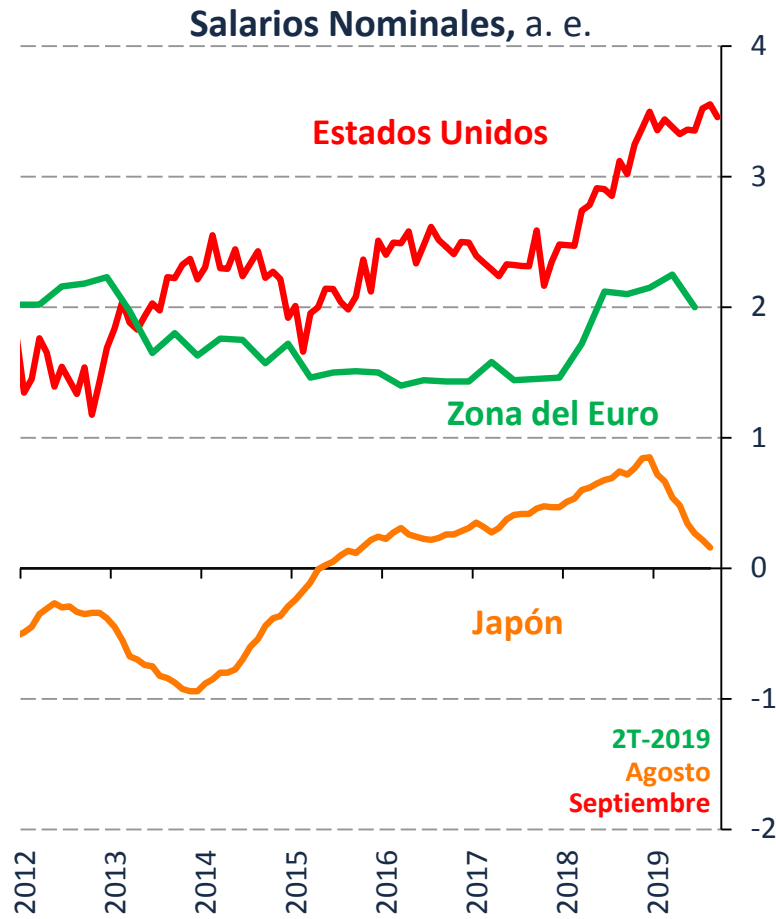
Indicadores de Actividad
Variación % anual del promedio móvil de tres meses y desviación del umbral de 50



1/ Se utilizan estimaciones para el cálculo del segundo trimestre. La muestra de países utilizada para el cálculo representa el 85.6% del PIB mundial medido por paridad de poder de compra.
Fuente: Elaborado por Banco de México con información de Haver Analytics, JP Morgan y Fondo Monetario Internacional.

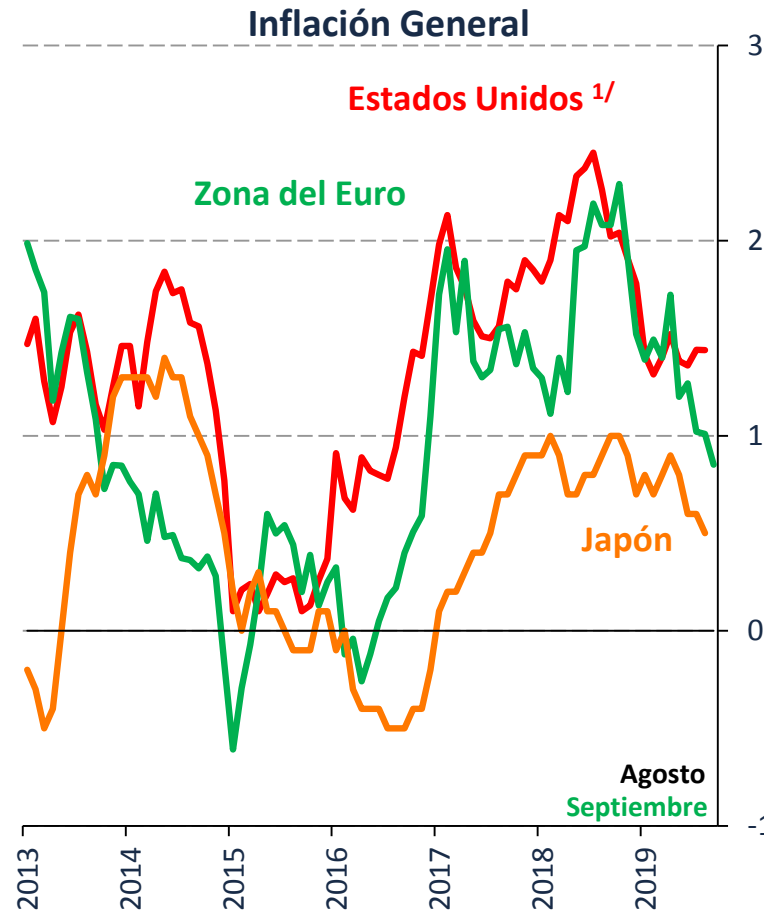
Fuente: CPB Netherlands y Markit.

En las economías avanzadas, los salarios nominales se han incrementado moderadamente, mientras que la inflación general y subyacente están por debajo de los objetivos de sus bancos centrales.

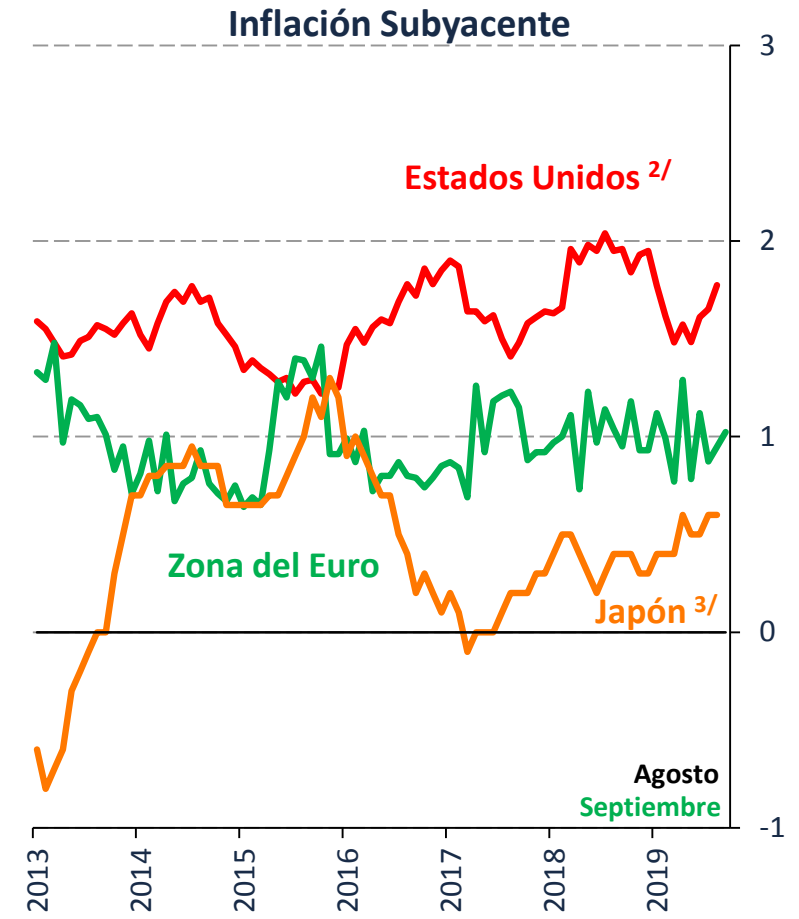


Nota: Los indicadores salariales de EUA, zona del euro y Japón corresponden a las remuneraciones promedio por hora, compensación por empleado y remuneraciones monetarias promedio, respectivamente.
Fuente: BLS, BCE y Bloomberg.

Economías Avanzadas Variación % anual



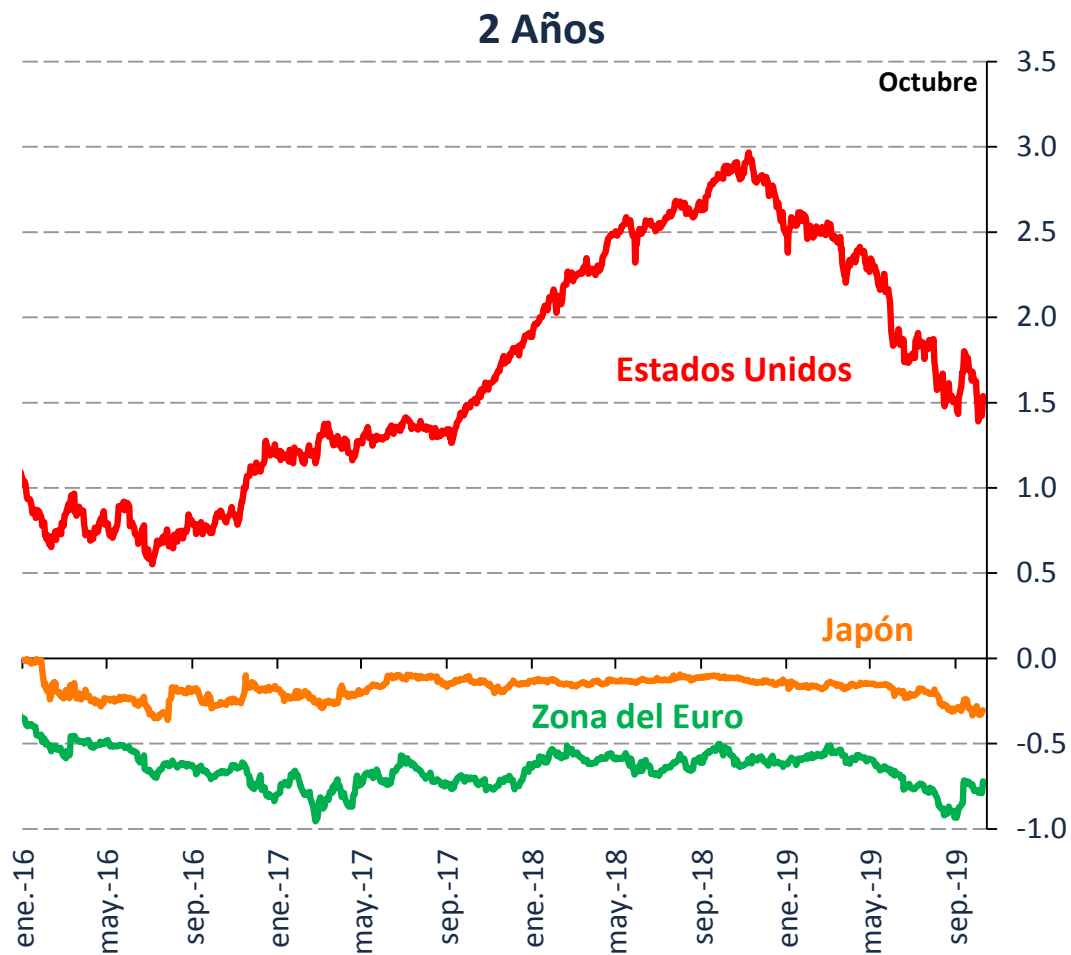
1/ Se refiere al Deflador del Gasto en Consumo Personal (PCE).
Fuente: Haver Analytics, BEA, Eurostat y Statistics Bureau.



2/ Se refiere al Deflador del Gasto en Consumo Personal que excluye alimentos y energía (PCE).
3/ Excluye alimentos frescos y energía, así como el efecto directo del incremento del impuesto al consumo.
Fuente: Haver Analytics.

Estas condiciones se han reflejado en fuertes caídas en las tasas de interés para todos los plazos en las principales economías avanzadas.

Economías Avanzadas: Tasas de Bonos Gubernamentales %



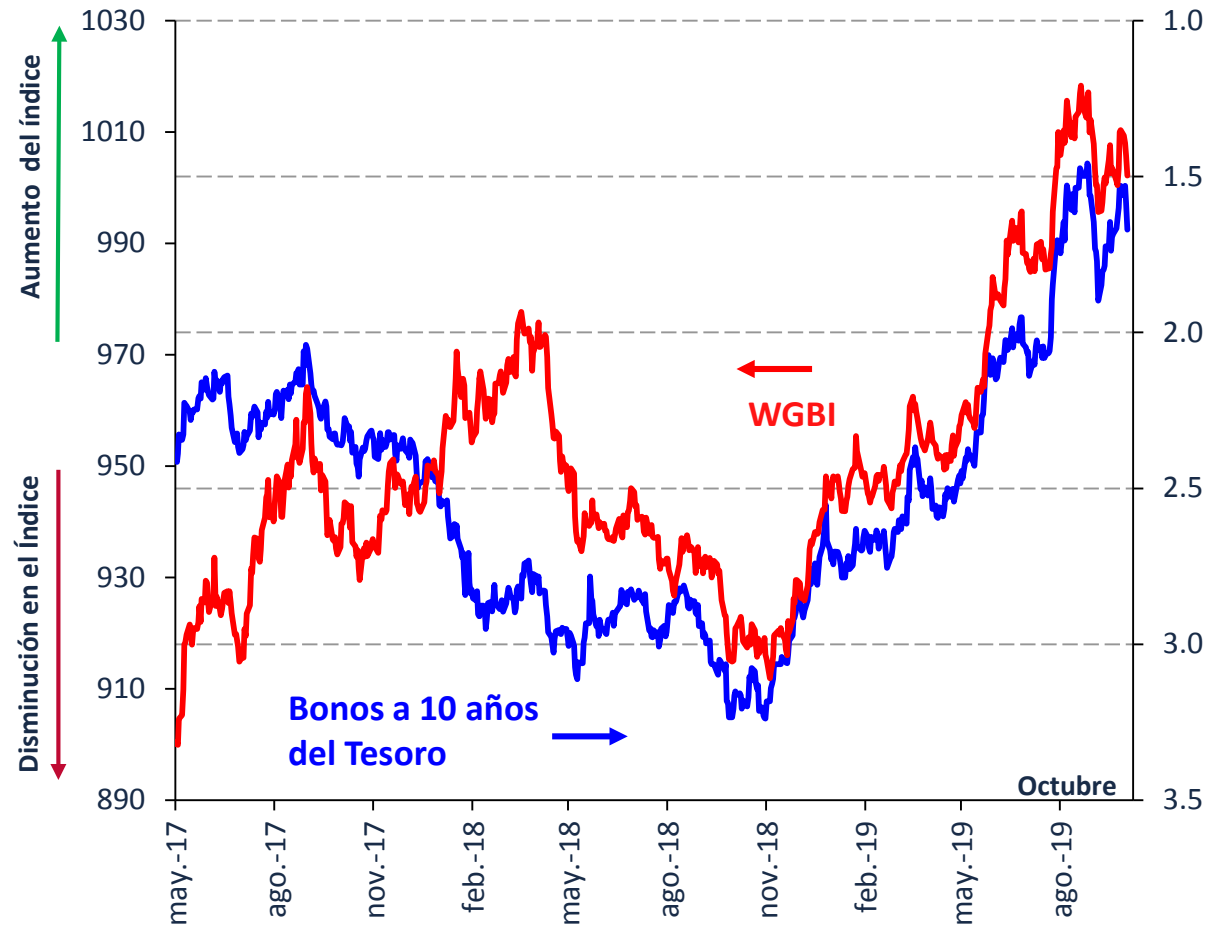
Fuente: Bloomberg.



Fuente: Bloomberg.

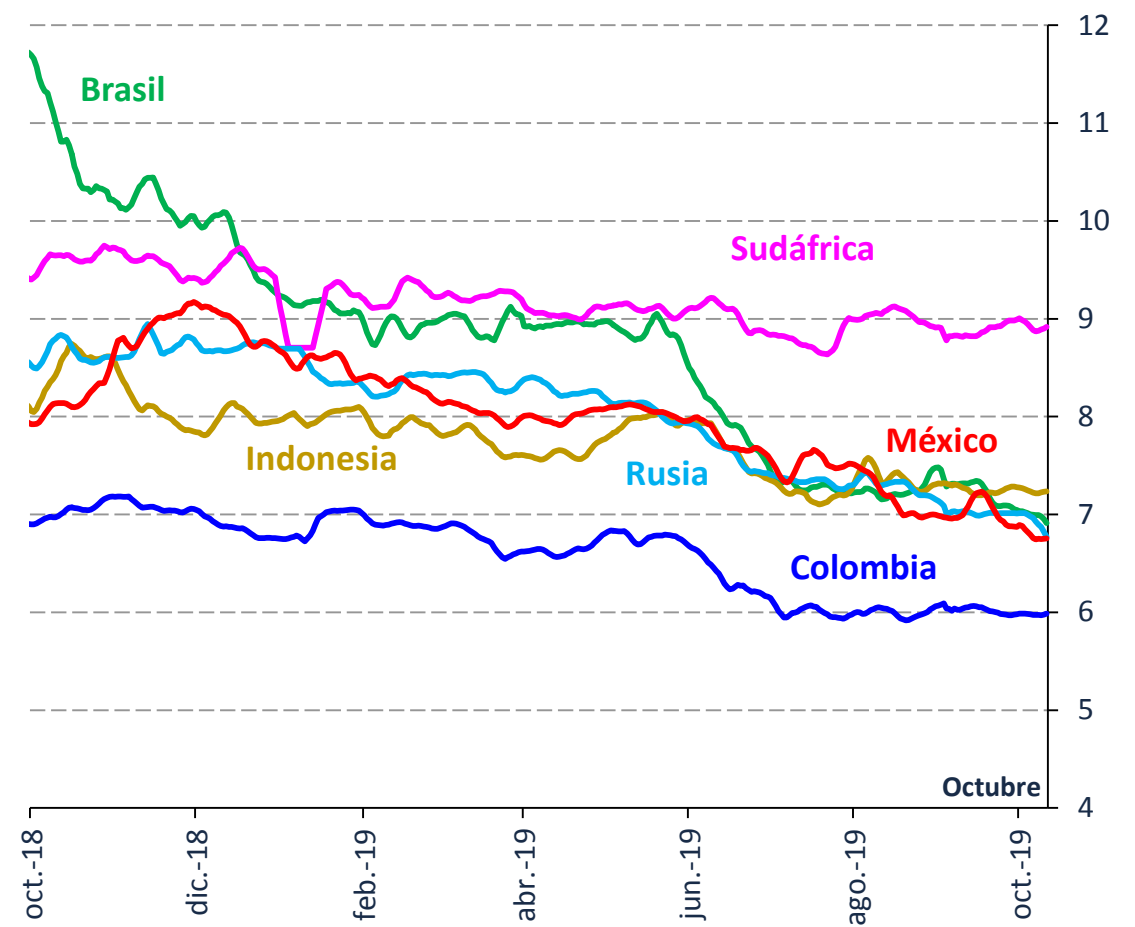
Las tasas de interés de corto y largo plazo en las economías emergentes se han reducido, siguiendo la tendencia en las economías avanzadas. Los mercados de renta fija en economías emergentes han atraído flujos de capital, conduciendo a una reducción de las tasas de interés.

**World Government Bond Index (WGBI)
y Bonos del Tesoro a 10 años**
Valor del índice en dólares, %



Fuente: Citivelocity y Bloomberg.

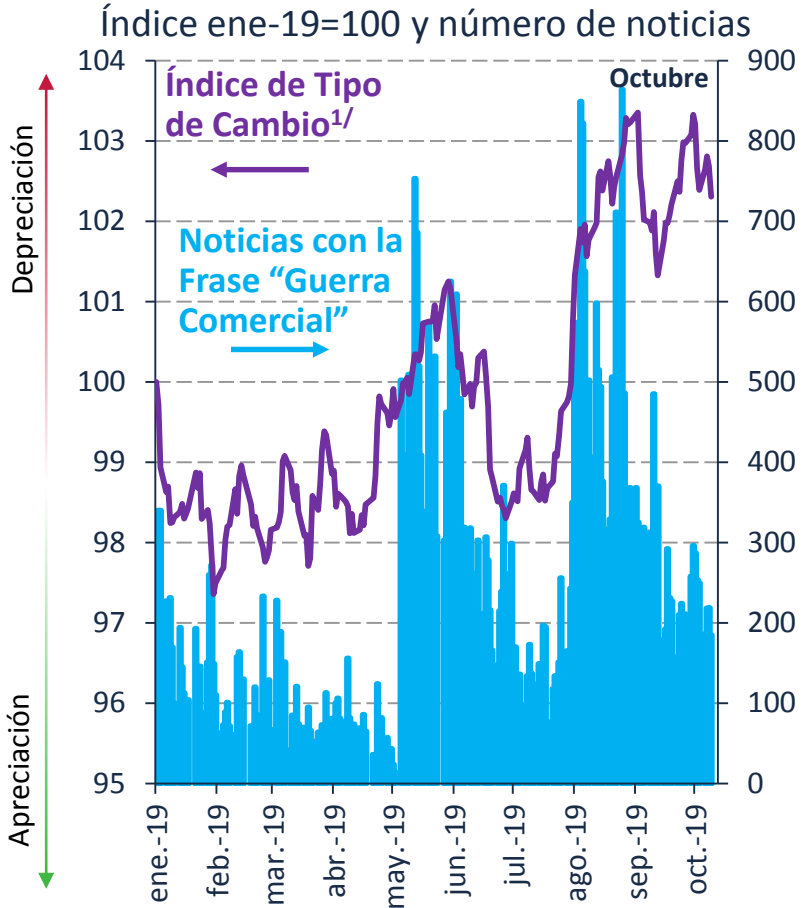
**Rendimientos de Bonos Soberanos a
10 años de Economías Emergentes**
%, Promedio móvil a 5 días



Fuente: Bloomberg.

La incertidumbre y la volatilidad en los mercados financieros han tenido efectos indirectos en los mercados emergentes. Los periodos de elevada incertidumbre y tensiones comerciales han provocado la fuga hacia activos más seguros.

Conteo de Noticias que incluyen la palabra “Guerra Comercial” e Índice de Tipo de Cambio de Emergentes



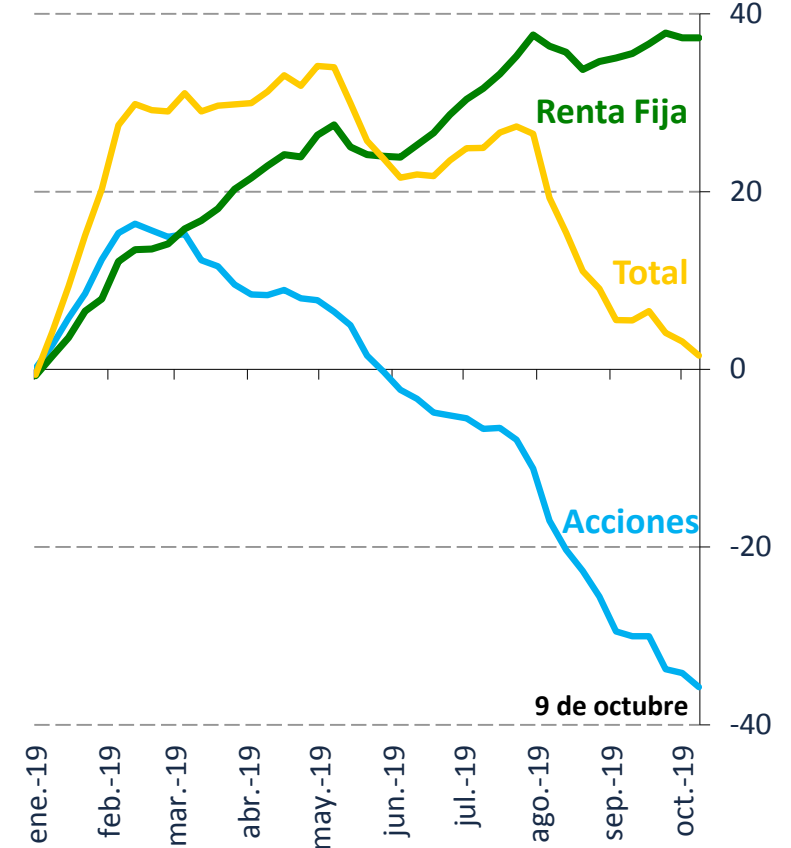
Mercados Accionarios en Economías Avanzadas y Emergentes

Índice 02-ene-2018=100



Flujos Acumulados de Fondos a Economías Emergentes en 2019^{4/}

Miles de millones de dólares



1/ El índice de monedas de economías emergentes incluye Perú, Filipinas, Polonia, Hungría, Corea, Sudáfrica, Rusia, Brasil, Colombia, Chile, Malasia, República Checa, India y México.
Fuente: Banco de México con datos de Bloomberg.

Nota: Se presentan los índices MSCI de países desarrollados (MSCI World Index) y emergentes (MSCI Emerging Market Index). 2/ El MSCI de países emergentes incluye a México, Brasil, Chile, China, Colombia, Perú, República Checa, Egipto, Grecia, Hungría, India, Indonesia, Corea del Sur, Malasia, Filipinas, Polonia, Qatar, Rusia, Sudáfrica, Taiwán, Tailandia, Turquía y Emiratos Árabes Unidos. 3/ El MSCI de países desarrollados incluye a Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, Finlandia, Francia, Alemania, Hong Kong, Irlanda, Israel, Italia, Japón, Holanda, Nueva Zelanda, Noruega, Portugal, Singapur, Suecia, Suiza, Reino Unido y Estados Unidos.
Fuente: Bloomberg.

4/ La muestra cubre fondos utilizados para la compra-venta de acciones y bonos de países emergentes, registrados en países avanzados; incluye deuda y acciones. Los flujos excluyen el desempeño de la cartera y variaciones en el tipo de cambio.
Fuente: Emerging Portfolio Fund Research.

Índice

1 Tendencias Recientes en la Economía Global

2 Choques a Economías Emergentes

2.1 Choque Real de Comercio

2.2 Choque Financiero

3 Consideraciones Finales

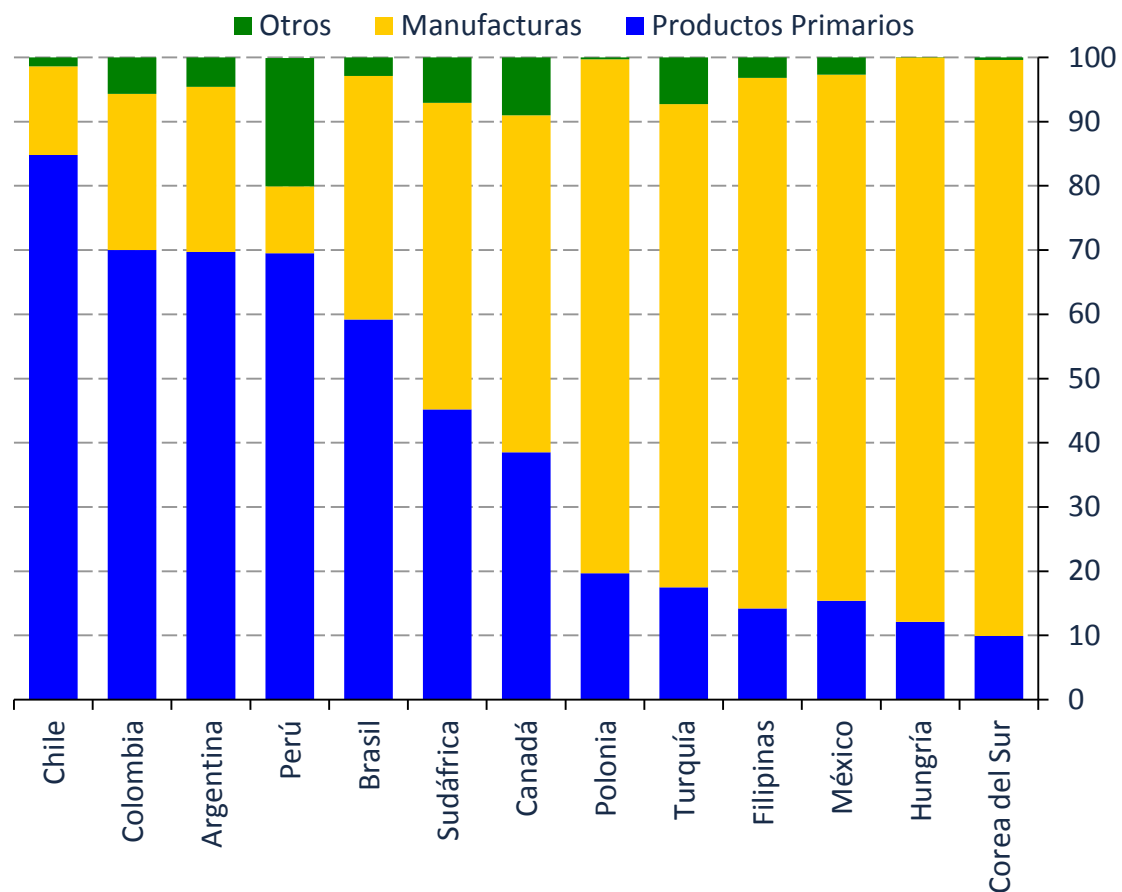
Principales riesgos globales para las economías emergentes

- Las tensiones comerciales son uno de los mayores riesgos para la economía global.
 - ✓ *Incertidumbre sobre su efecto sobre el comercio global y los procesos productivos.*
 - ✓ *Incertidumbre sobre los efectos de los aranceles y del deterioro de las condiciones del comercio internacional sobre la inversión y el comercio global en el corto y mediano plazos.*
 - ✓ *En un horizonte de más largo plazo, el impacto de las medidas proteccionistas en las Cadenas Globales de Valor (CGV) podría amplificar el efecto negativo sobre la producción global.*
 - ✓ *Se podría dar paso a una economía mundial menos global y más regional.*

Dependiendo de la composición de sus exportaciones y del grado de apertura comercial, las economías emergentes tienen diferentes niveles de exposición a los choques de términos de intercambio y a las tensiones comerciales.

Exportaciones de Mercancías por Tipo de Producto

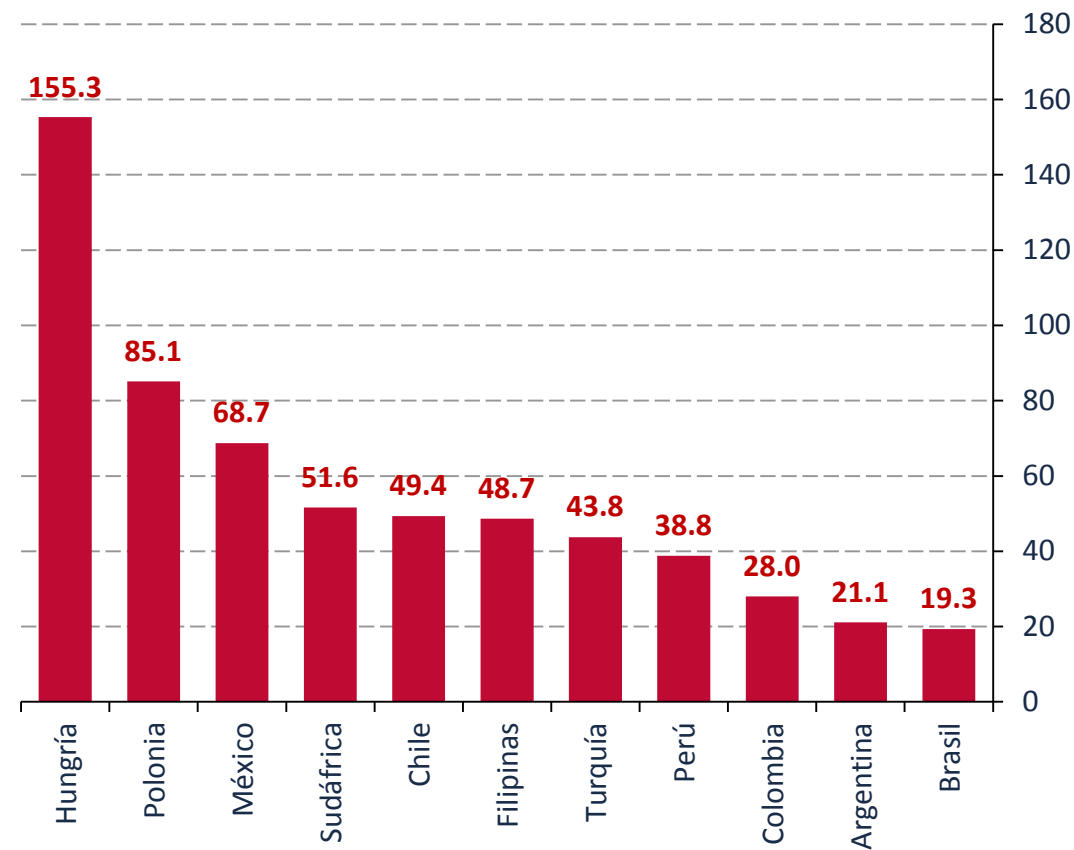
% de exportaciones totales



Fuente: Organización Mundial del Comercio.

Apertura Comercial

% del PIB



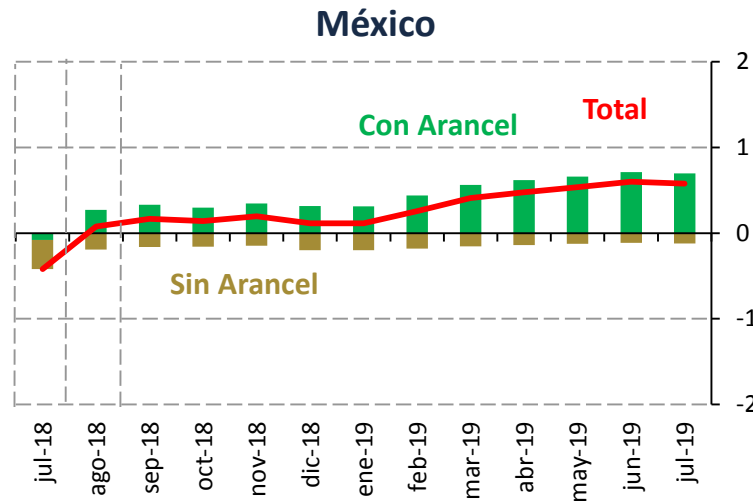
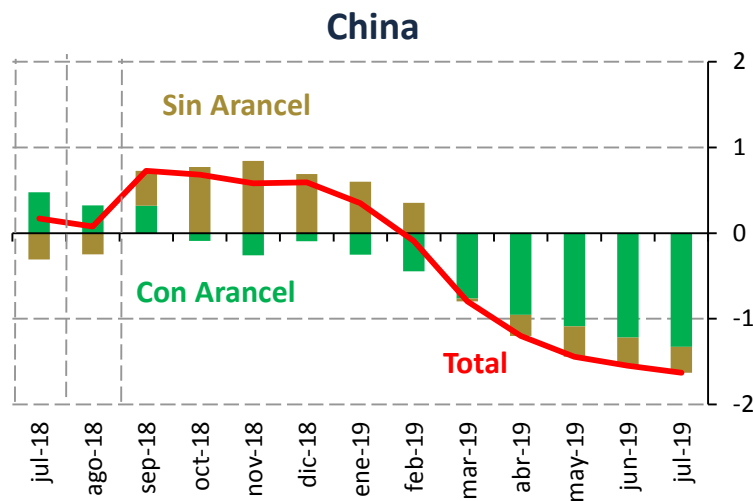
Nota: La apertura comercial se estima como las exportaciones más las importaciones entre el PIB.
Fuente: Haver Analytics.

Desviación del comercio derivada del conflicto comercial entre E.U.A. y China

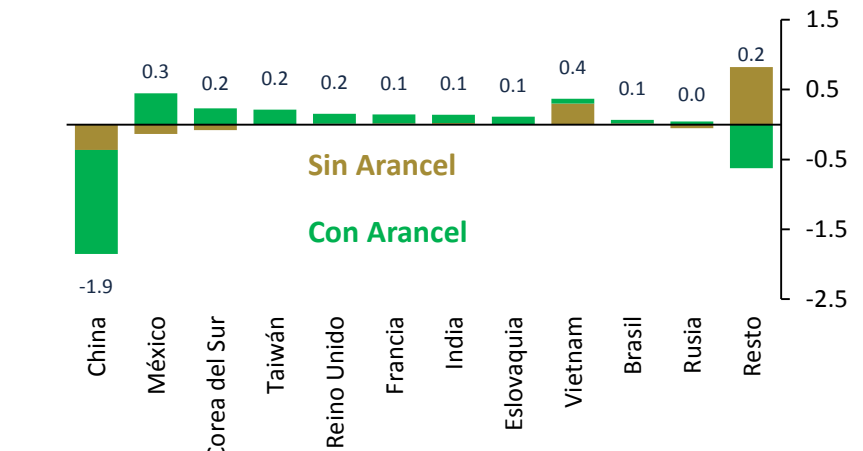
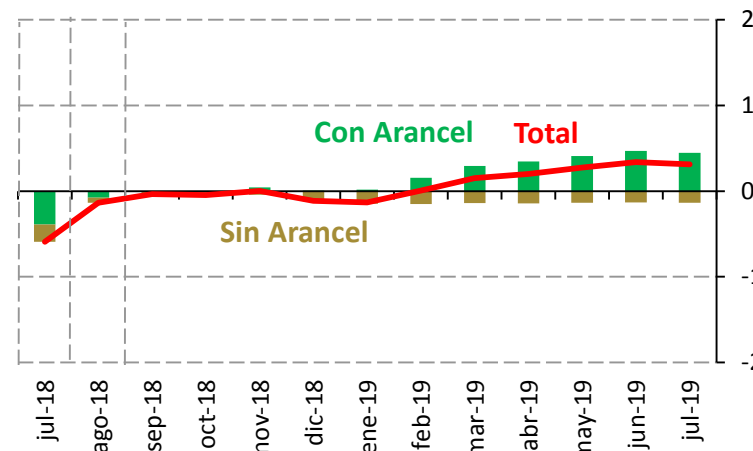
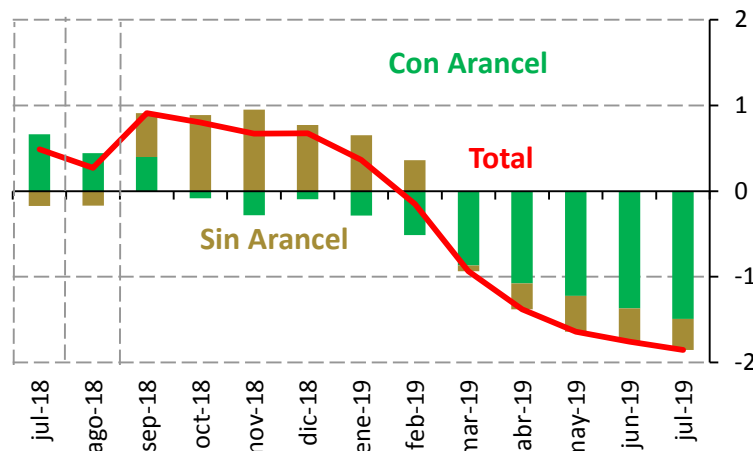
- Las tensiones comerciales ya han afectado los patrones de comercio a nivel internacional. El conflicto comercial entre E.U.A. y China podría, en principio, desviar parte del comercio entre estos dos países hacia México.
- En efecto, la participación de México en las importaciones de E.U.A. se ha incrementado, al tiempo que la de China se ha reducido.
 - ✓ *Aunque la imposición de mayores aranceles a China por parte de E.U.A. puede explicar, en parte, la mayor participación de México en las importaciones de E.U.A., la ganancia total no es completamente atribuible a dichos aranceles.*
 - ✓ *La evidencia sugiere que este incremento está en parte asociado con una mayor participación en bienes en los que China no tiene presencia en el mercado estadounidense.*
- Las tensiones comerciales podrían tener efectos adversos considerables si conducen a una mayor desaceleración de la actividad económica global, mayores distorsiones comerciales y/o una ruptura de las CGV.

Cambio Acumulado de la Participación en las Importaciones de E.U.A.

Participación promedio entre Julio 2018 y el periodo indicado vs. Julio 2017 – Junio 2018, puntos porcentuales



Excluyendo las Fracciones donde China no tenía Participación en 2017 (como Crudo y Vehículos 1/)



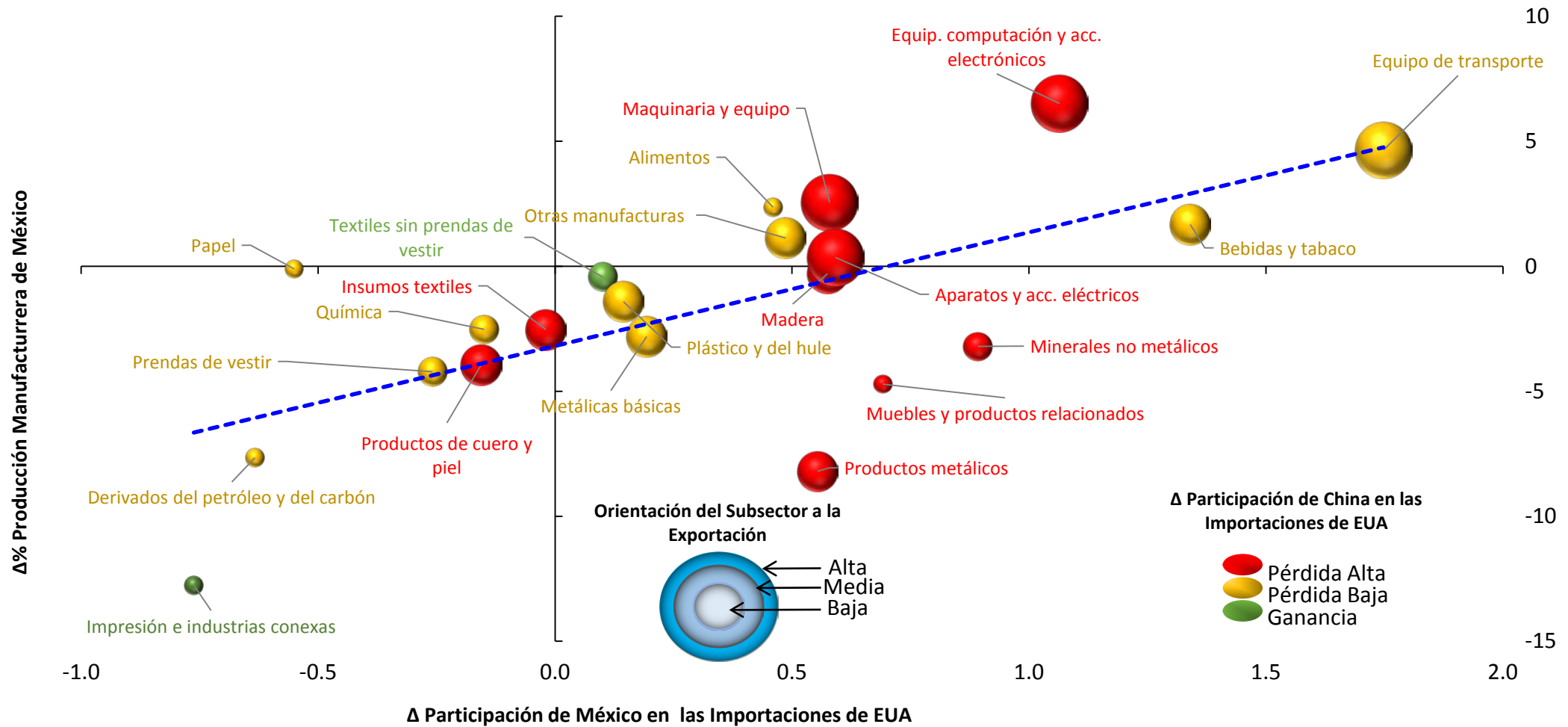
1/ Alrededor del 80% del valor de las importaciones de Estados Unidos de vehículos ligeros es excluido del cálculo dado que China no tuvo participación en 2017 en los productos que lo componen.

Nota: Las líneas punteadas indican el mes en que las listas entraron en vigor; Julio, Agosto y Septiembre de 2018 para las listas 1, 2 y 3, respectivamente.

Fuente: Banco de México con información del Departamento de Comercio de E.U.A.

Producción y Exportaciones Manufactureras

% y puntos porcentuales, a. e.



a. e./ Cifras con ajuste estacional.

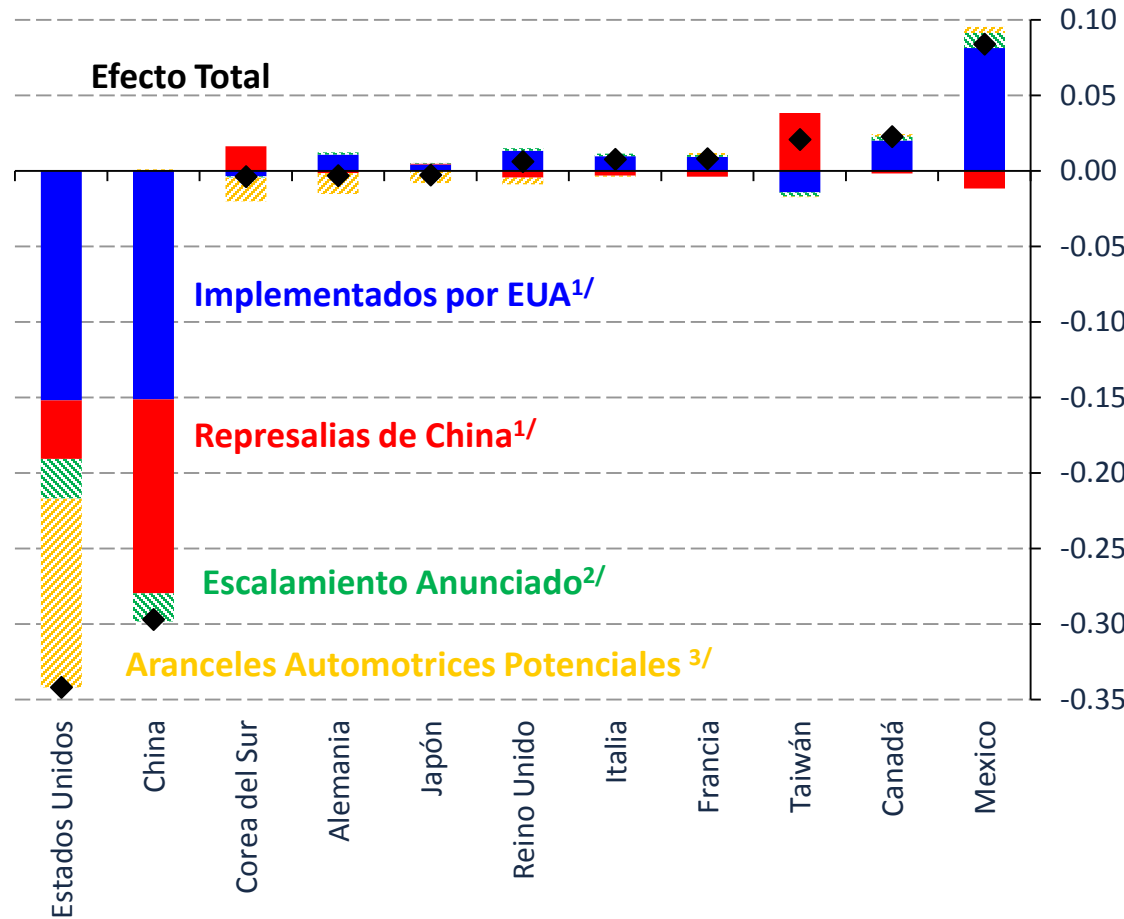
Las comparaciones corresponden al periodo **ene-jul de 2019 vs. ene-jul de 2018**. Los colores de las esferas representan el cambio en la participación de los productos de China en las importaciones de EUA.

Fuente: US Census Bureau, Sistema de Cuentas Nacionales de México y EMIM, INEGI.

Estimación de Efectos de Largo Plazo y Efectos de Derrama Provenientes de las Tensiones Comerciales E.U.A. - China

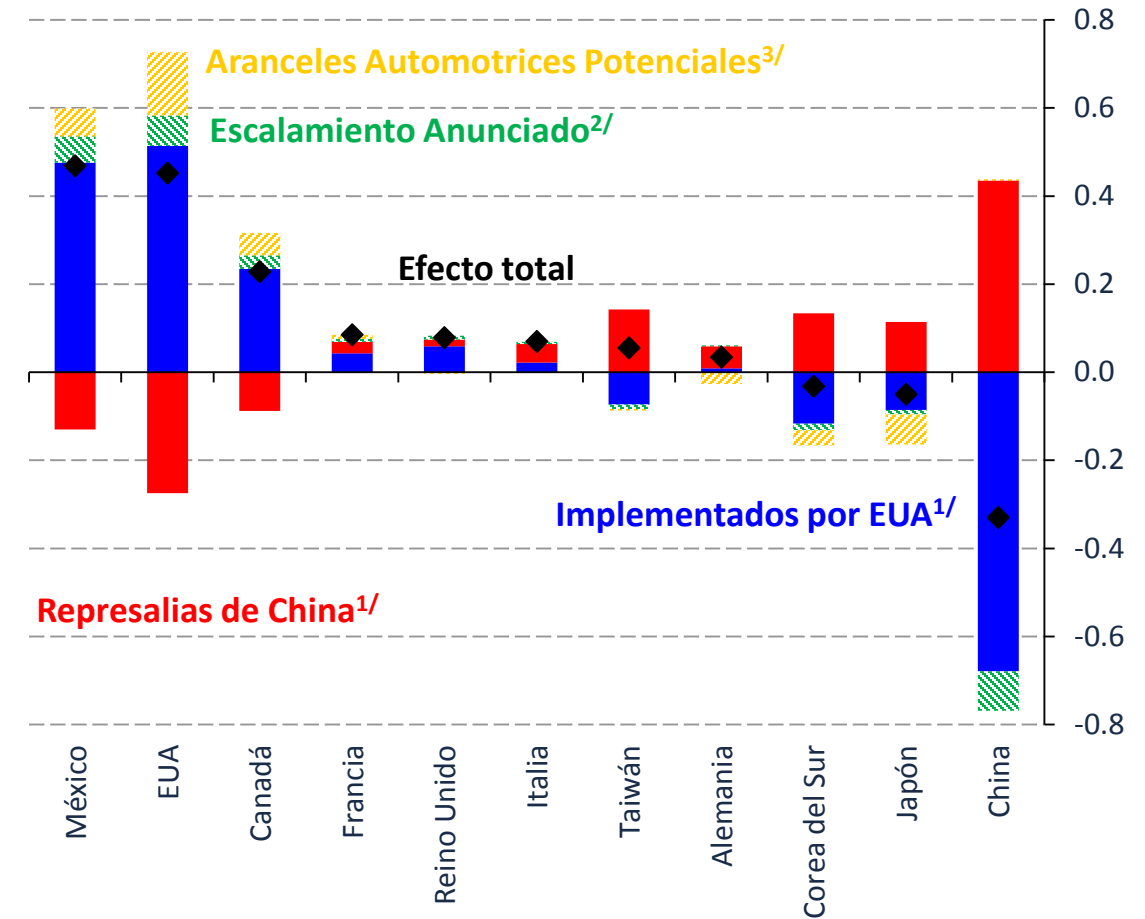
Efecto en Ingreso Real

%



Efecto en Precios

%



1/ El escenario implementado considera todos los aranceles implementados por EUA a las importaciones chinas (250mmd en 2018 y 300mmd en 2019), así como las represalias de China durante 2018 y 2019.

2/ El escenario de escalamiento anunciado considera el incremento potencial de 5pp para cada canasta de bienes implementado por EUA anunciado en agosto

3/ Excluye a Canadá y México.

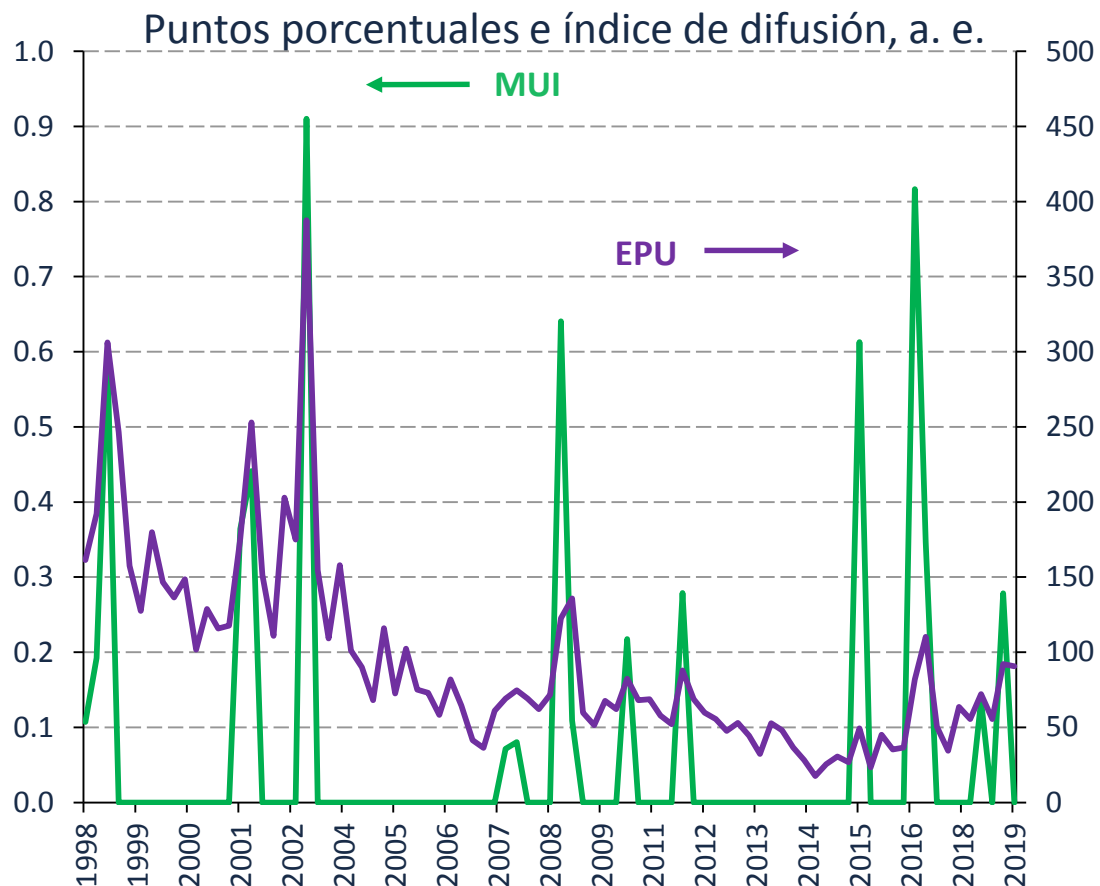
Fuente: Elaborado por Banco de México con información de World Input-Output Database 2019, basado en Costinot, A., & Rodríguez-Clare, A. (2014) "Trade Theory with Numbers: Quantifying the Consequences of Globalization". Handbook of International Economics, Volume 4, 197-261.

El Impacto de la Incertidumbre sobre la Actividad Económica

- La incertidumbre ha sido un elemento que ha llamado poderosamente la atención desde el comienzo de la crisis financiera. En particular, porque un escenario de creciente incertidumbre podría reflejarse en un mayor debilitamiento de la economía en la medida en que los hogares pudieran reducir el gasto y las empresas posponer sus decisiones de contratación e inversión.
- Más importante aún, episodios con niveles de incertidumbre significativamente elevados podrían tener efectos no lineales que afecten la forma en que se propagan los choques.
- Con el objetivo de analizar el impacto de la incertidumbre en el PIB, la inversión y el consumo en México y tener en cuenta la posible presencia de no linealidades durante los períodos de alta incertidumbre, se estima un modelo de vectores autorregresivos no lineal.
- Los resultados muestran que en el modelo no lineal los choques de incertidumbre tienen efectos mayores a los que se encuentran en el modelo lineal. Además, el modelo no lineal muestra una profunda contracción en las variables reales cuando la incertidumbre aumenta significativamente.

El Efecto de la Incertidumbre en el PIB de México

Indicador de Máxima Incertidumbre (MUI) e Índice de Incertidumbre de Política Económica para México (EPU)

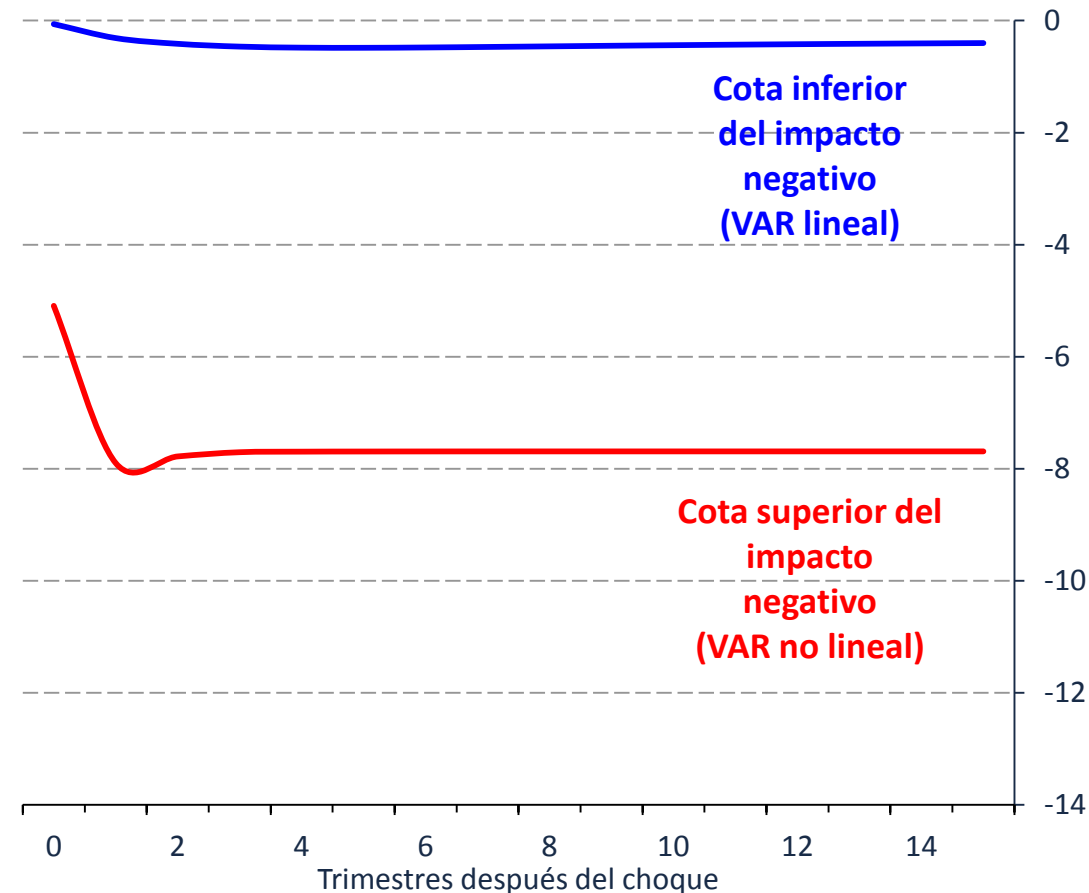


a.e. / Cifras con ajuste estacional.

El índice de incertidumbre de política económica (EPU) propuesto por Baker et al. (2016), se basa en el recuento de artículos de noticias en periódicos de circulación nacional. Estos artículos de noticias deben contener términos relacionados con tres categorías: incertidumbre, economía y política. Cada categoría se compone de un conjunto predefinido de palabras relacionadas con cada categoría. En el caso de México, el índice EPU se basa en información de los periódicos Reforma y El Norte, a partir de enero de 1996 y en el siguiente conjunto de palabras: 1. Incertidumbre 2. Economía, y 3. Política + {regulación, déficit, presupuesto, banco central, "Los Pinos", Congreso, Senado, Cámara Baja, estado de derecho, legislación, aranceles, impuestos, militar, guerra, Reserva Federal}. Fuente: Baker, Bloom y Davis (2016) y Jackson, et al. (2018).

Respuesta Acumulada del PIB

%

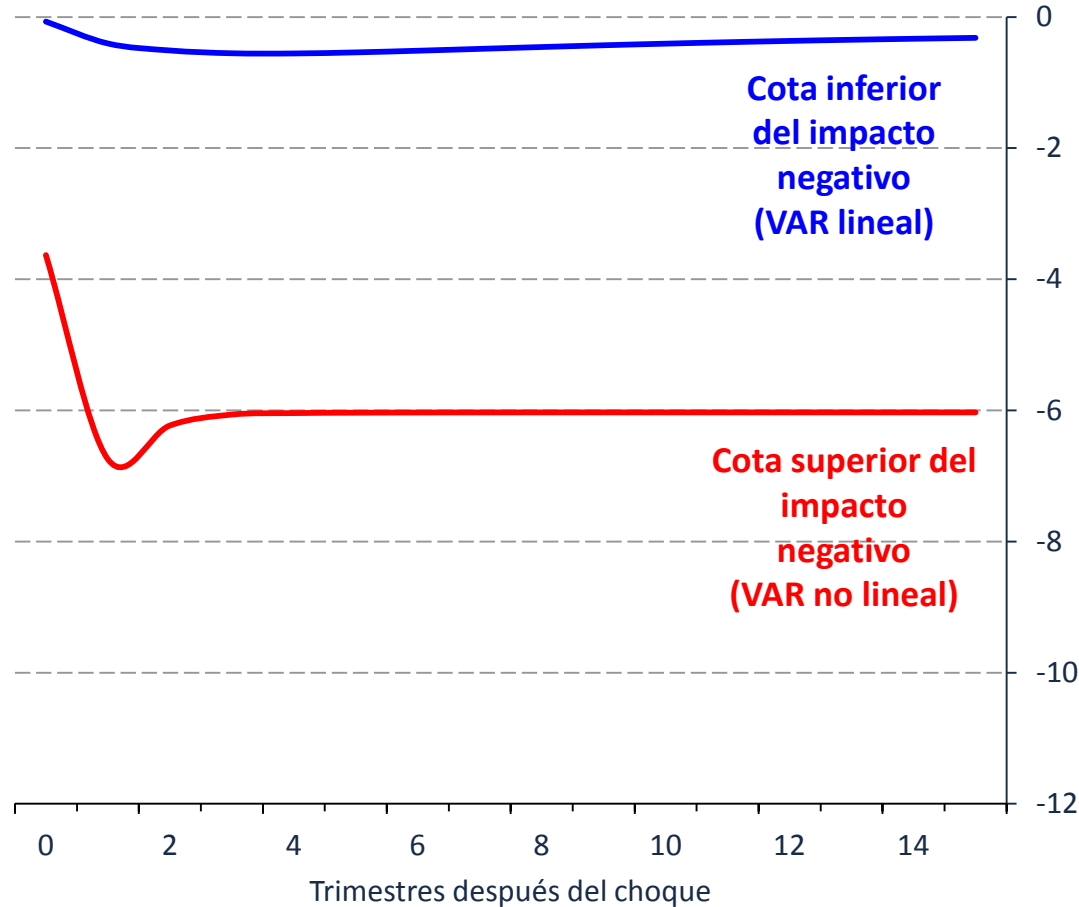


Nota: Se muestran funciones de impulso respuesta acumuladas para reflejar el impacto en niveles. La magnitud del choque es una desviación estándar de la serie del EPU; esto es 69 puntos del índice. El período de análisis es del primer trimestre de 2000 hasta el segundo trimestre de 2019.

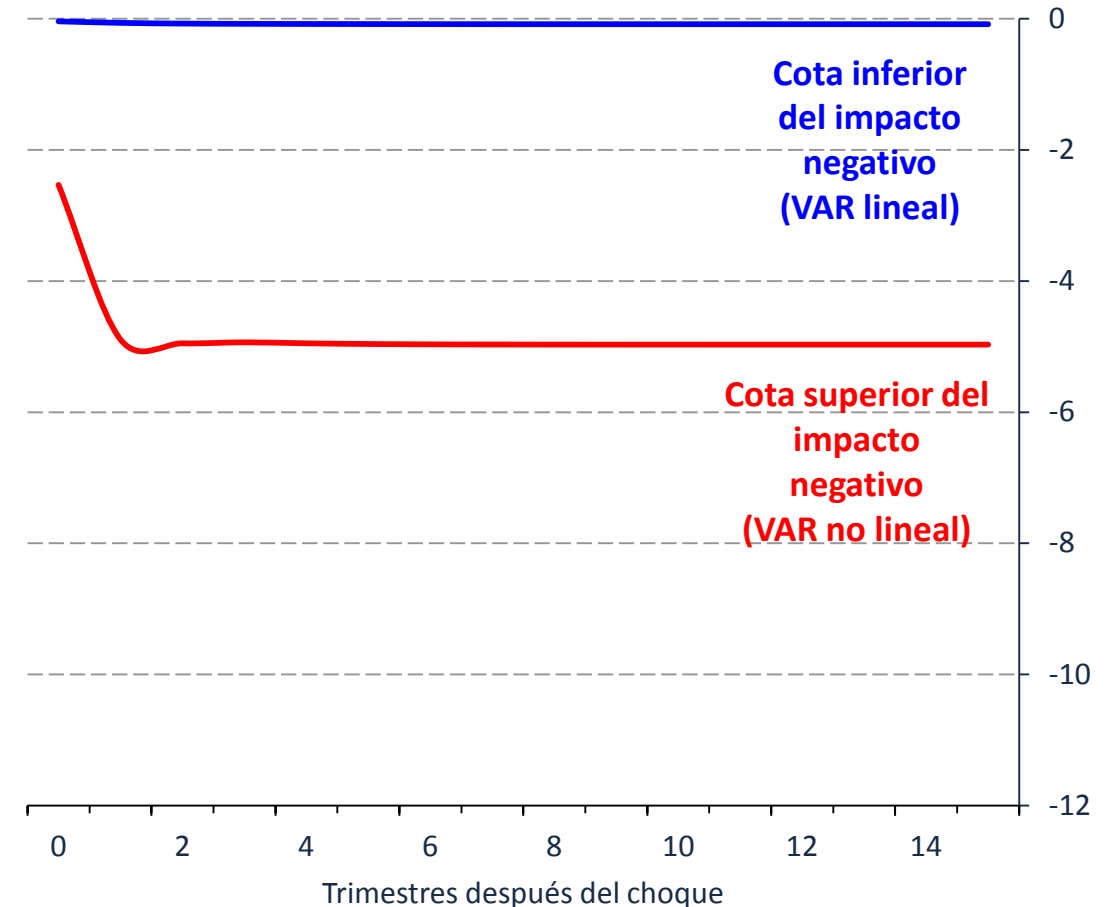
Fuente: Elaborado por Banco de México con datos del INEGI y del Banco de México.

El Efecto de la Incertidumbre en la Inversión y el Consumo de México

Respuesta Acumulada de la Formación Bruta de Capital Fijo %



Respuesta Acumulada del Consumo Privado %



Nota: Se muestran funciones de impulso respuesta acumuladas para reflejar el impacto en niveles. La magnitud del choque es una desviación estándar de la serie del EPU; esto es 69 puntos del índice. El período de análisis es del primer trimestre de 2000 hasta el segundo trimestre de 2019.

Fuente: Elaborado por Banco de México con datos del INEGI y del Banco de México.

Índice

1 Tendencias Recientes en la Economía Global

2 Choques a Economías Emergentes

2.1 Choque Real de Comercio

2.2 Choque Financiero

3 Consideraciones Finales

Riesgos financieros para las Economías Emergentes

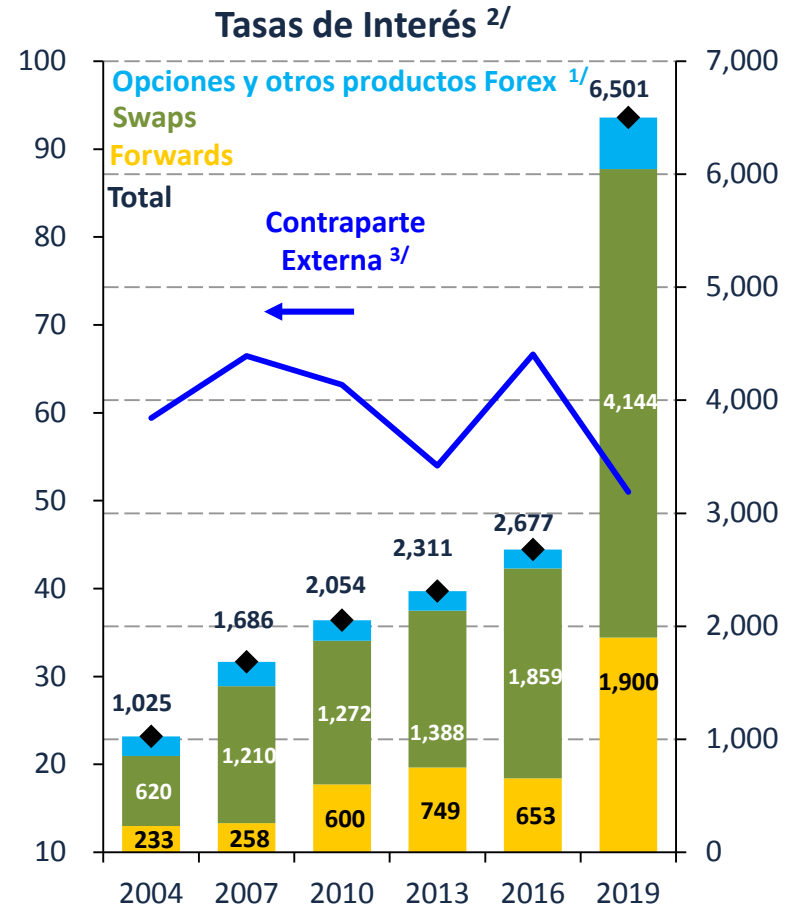
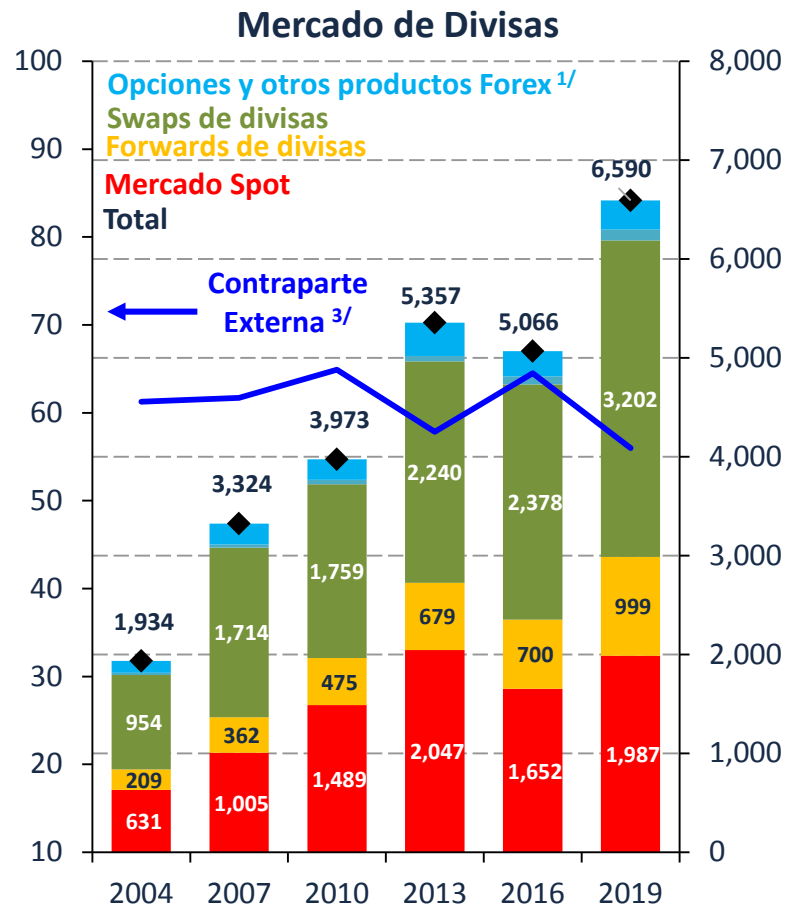
- **La mayor integración de los mercados emergentes** con la economía global y los mercados financieros internacionales tiene beneficios evidentes, pero también conlleva desafíos, incluyendo una **transmisión más fuerte de choques financieros y de comercio exterior**.
- Los mercados financieros en las economías emergentes han tenido una fuerte influencia de factores globales (por ejemplo, un entorno externo complejo). A pesar de que una política monetaria más relajada en las economías avanzadas ha comprimido las curvas de rendimiento locales en los mercados emergentes, **se han desencadenado episodios de volatilidad y depreciación cambiaria** ocasionados por episodios de elevada incertidumbre debido a las tensiones comerciales y otros factores geopolíticos.

Una mayor integración de las economías emergentes con los mercados financieros globales.

Además de la amplia liquidez, los mercados financieros se han vuelto más profundos como resultado del avance tecnológico, mercados de derivados más grandes y una mayor participación de instituciones financieras no tradicionales.

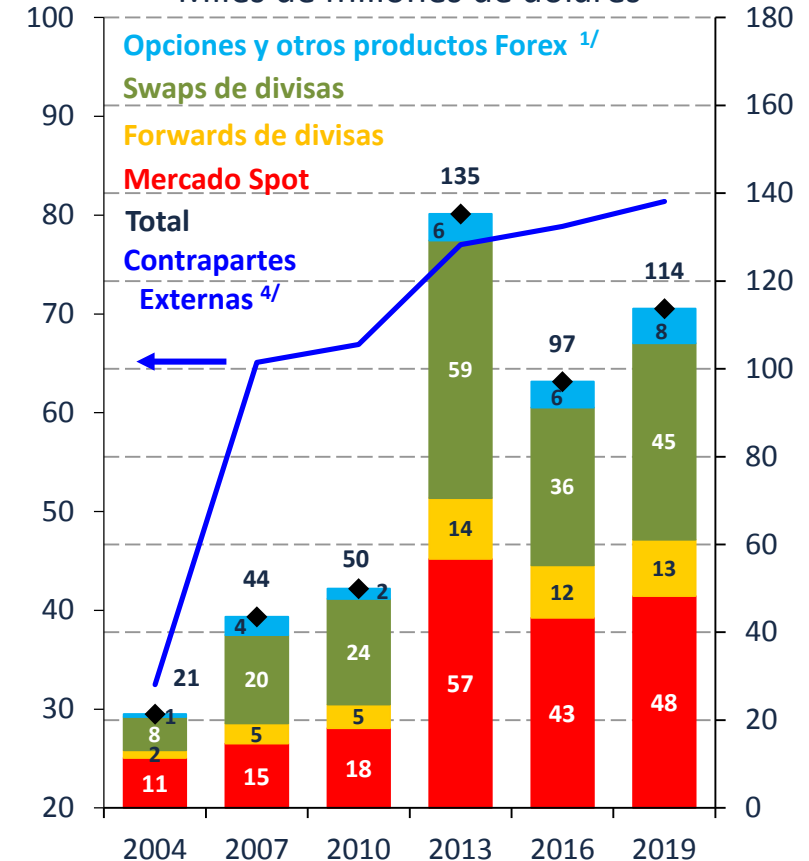
Volumen del Mercado OTC por Instrumento

Miles de millones de dólares



Volumen del Mercado de Divisas para el Peso por Instrumento

Miles de millones de dólares

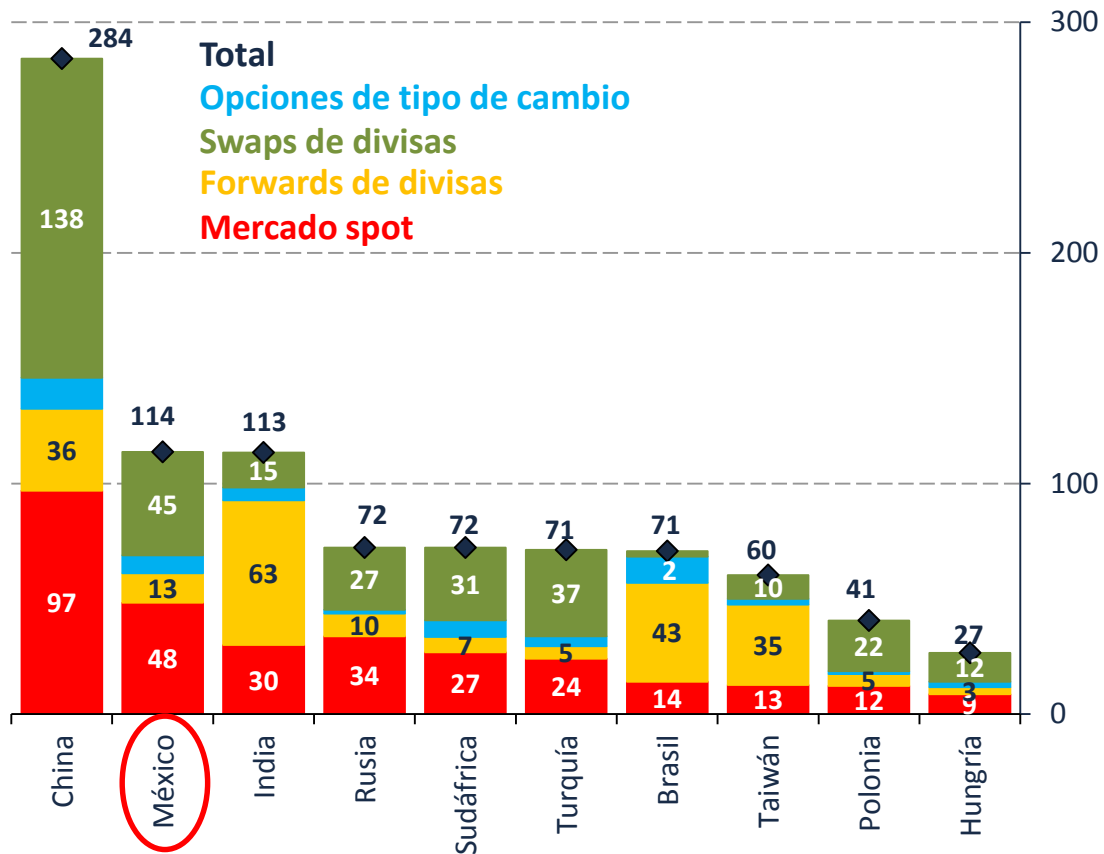


1/ La categoría "otros productos Forex" cubre transacciones altamente apalancadas y/o operaciones cuya cantidad teórica es variable y donde una descomposición en componentes sencillos era impráctico o imposible. 2/Solo contratos de tasa de interés de moneda única. 3/La línea sólida se define como la proporción de transacciones que involucran al menos una contraparte externa como porcentaje total del mercado. 4/ La línea sólida se define como la proporción de transacciones entre contrapartes externas como porcentaje total del mercado. Fuente: Encuesta Trianual de Bancos Centrales 2019 sobre los Mercados de Divisas y Derivados OTC. BIS y Banco de México.

Mayor integración de las economías emergentes con los mercados financieros mundiales

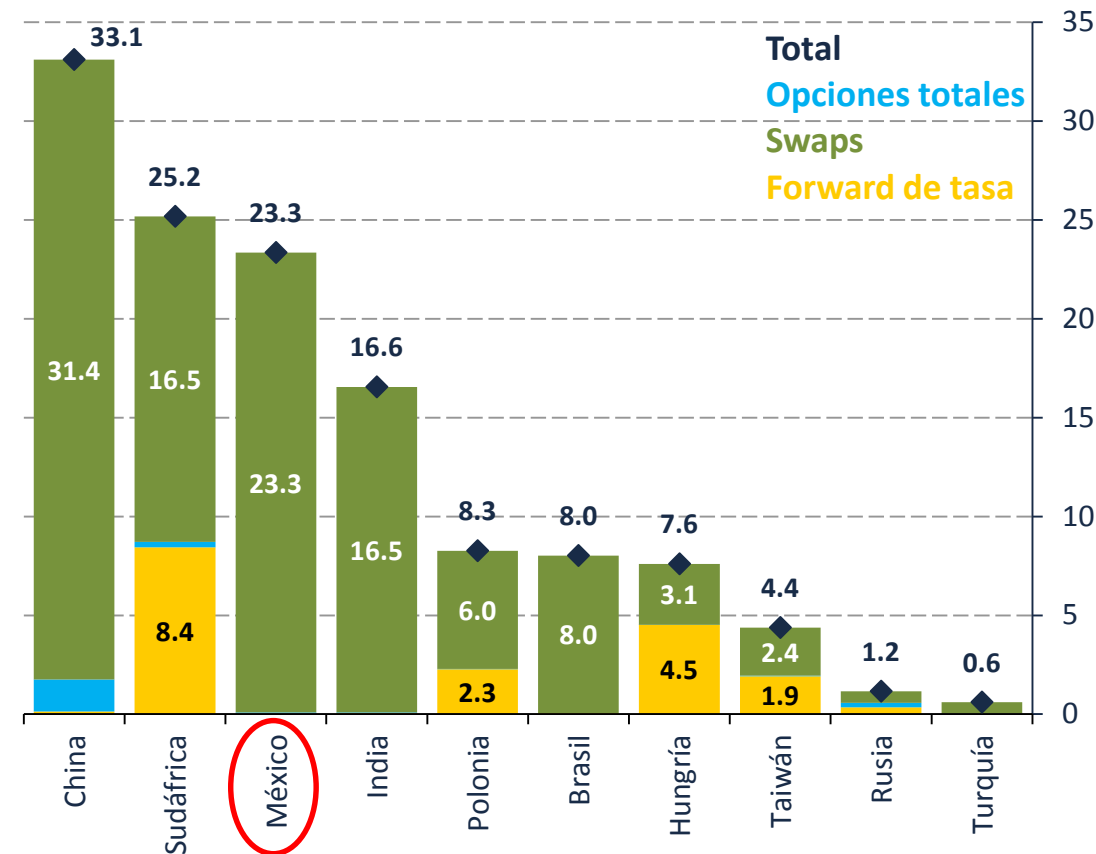
Entre las economías emergentes, el peso mexicano destaca como una de las monedas con mayor volumen de operación en el mundo.

Volumen del Mercado OTC de Tipo de Cambio por Instrumento y Moneda
Miles de millones de dólares



Fuente: Encuesta Trianual de Bancos Centrales 2019 sobre los Mercados de Divisas y Derivados OTC. BIS.

Volumen del Mercado OTC de Derivados de Tasa de Interés en por Instrumento y Moneda
Miles de millones de dólares



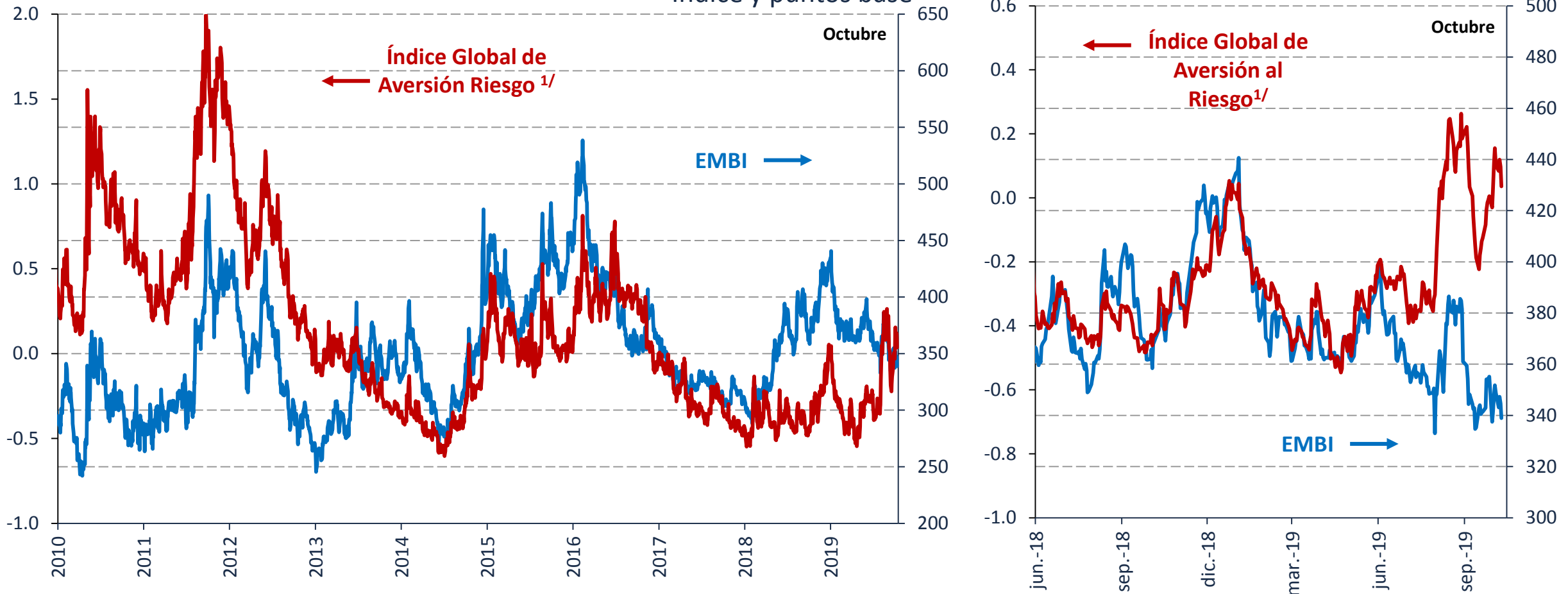
Fuente: Encuesta Trianual de Bancos Centrales 2019 sobre los Mercados de Divisas y Derivados OTC. BIS.

Las economías emergentes se han visto fuertemente influidas por cambios en el apetito por riesgo global y las tasas de interés en Estados Unidos.

La mayor participación de los inversionistas internacionales en los activos de los países emergentes ha aumentado su correlación, en particular, en episodios de alta volatilidad.

EMBI e Índice Global de Aversión al Riesgo

Índice y puntos base



1/ El Índice Global de Aversión al Riesgo mide la aversión al riesgo a través de diferentes clases de activos. Es un índice igualmente ponderado de diferenciales soberanos de mercados desarrollados y emergentes, diferenciales de crédito de EE. UU., diferencial de TED y volatilidad implícita del FX, acciones y swaps. El índice se muestra como desviaciones estándar de la media.

Fuente: Banco de México con datos de Citi y Bloomberg.

Los mercados financieros mexicanos han sido afectados por factores de riesgo locales y externos

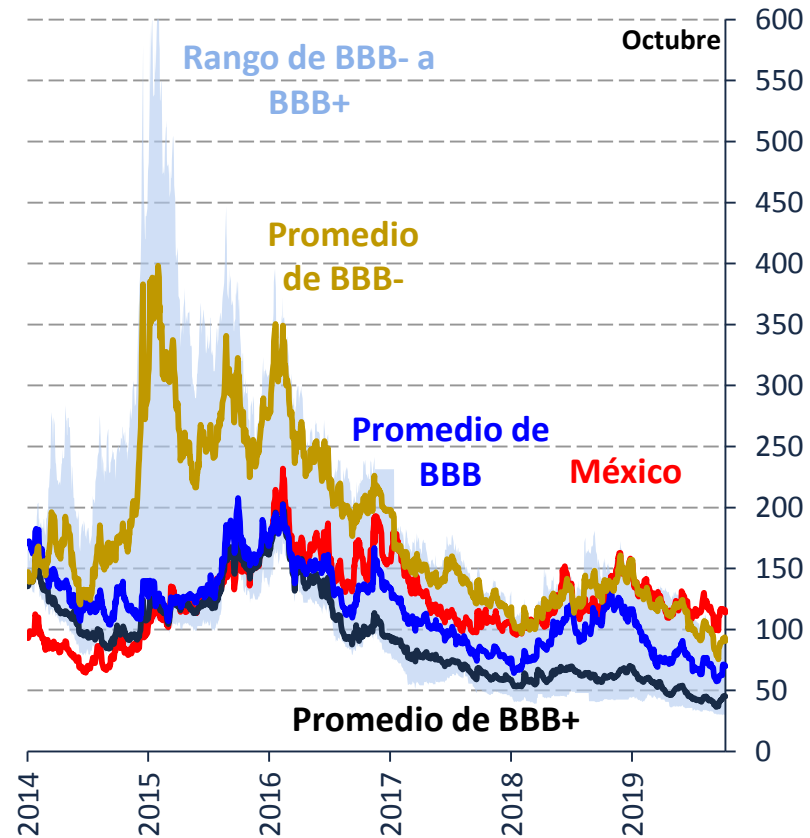
El tipo de cambio y el swap de incumplimiento crediticio (CDS) han cotizado con una prima.

Tipo de Cambio Peso-Dólar y Peso Sintético
Pesos por dólar



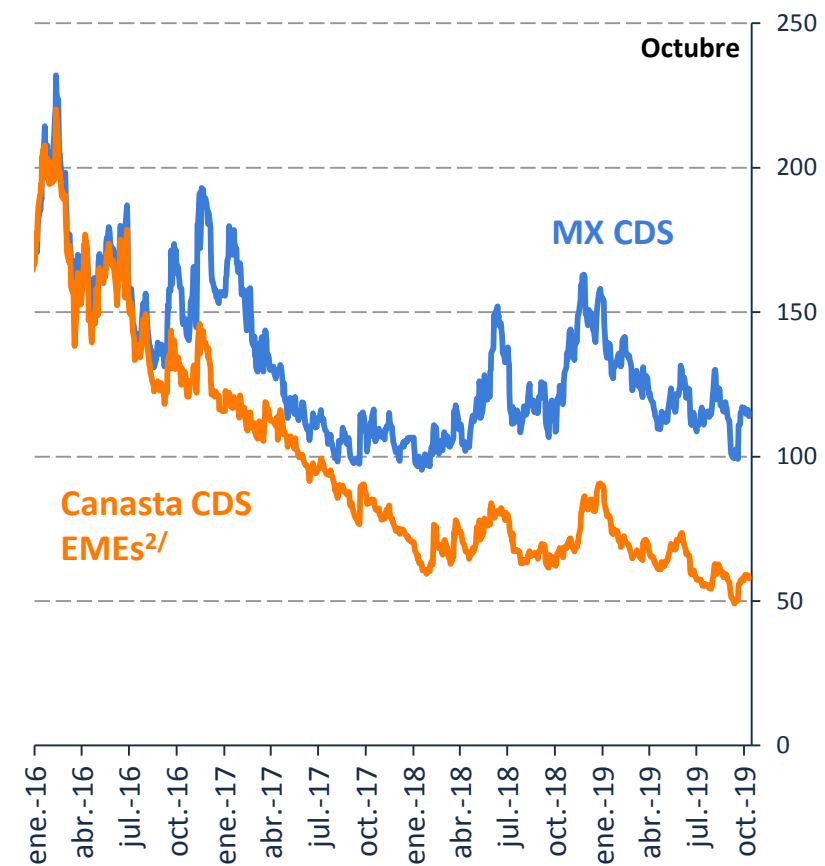
Nota: Se estima el peso sintético tomando en cuenta los siguientes efectos: Dólar, aversión al riesgo, energía, divisas emergentes y diferencial de tasas ajustado por volatilidad de México. El efecto dólar se construye con el euro, libra esterlina, dólar australiano y dólar neozelandés. La energía se construye con el índice de energía de Bloomberg (Bloomberg Energy Subindex). El efecto de divisas emergentes se construye con el real brasileño, el peso colombiano, el peso chileno y el rand sudafricano. La descomposición se realiza mediante regresiones lineales.
Fuente: Cálculos por parte de Banco de México con información de Bloomberg.

Costo de la Cobertura Crediticia Medida por el CDS de la Deuda Emitida por México y Países Emergentes con Calificación BB y BBB^{1/}
Puntos base



1/ Países considerados en el rango BBB+: Perú y Tailandia. Emergentes considerados en el rango BBB: Filipinas e Indonesia. Emergentes considerados en el rango BBB-: Rusia y Colombia. Países considerados en el rango BB: Brasil y Sudáfrica. El promedio está igualmente ponderado y se calcula utilizando los CDS de países con la misma calificación crediticia soberana. El mínimo corresponde a la calificación crediticia mínima asignada por las tres principales compañías de calificación crediticia (S&P, Moody's y Fitch).
Fuente: Bloomberg.

CDS de México vs CDS de una Canasta de Países Emergentes
Puntos base



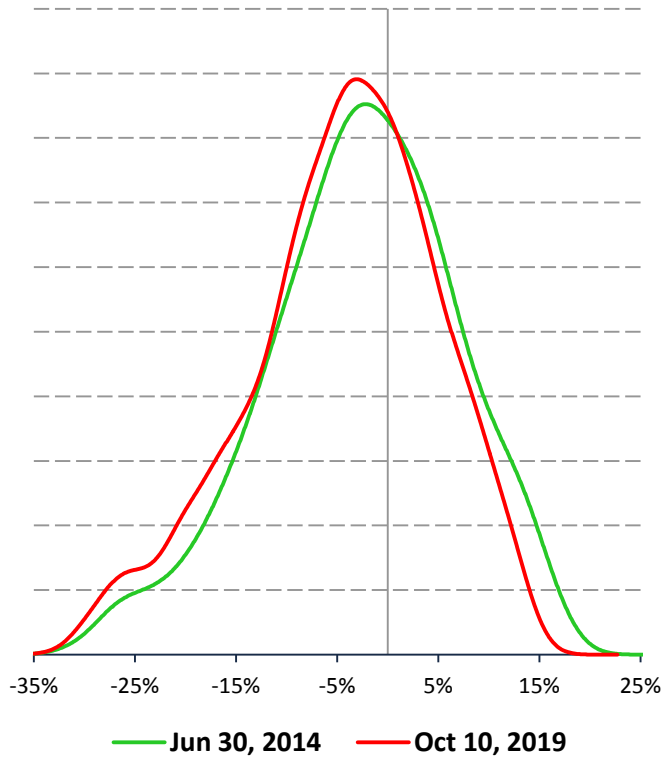
2/ La canasta de CDS se construyó usando un promedio ponderado de los datos diarios del CDS a cinco años de Brasil, Colombia, Corea del Sur, Turquía, Chile, Rusia y Sudáfrica.
Fuentes: Banco de México con datos de Bloomberg.

Distribución de los retornos de los activos mexicanos.

Distribución Implícita para los Próximos 12 Meses ^{1/}

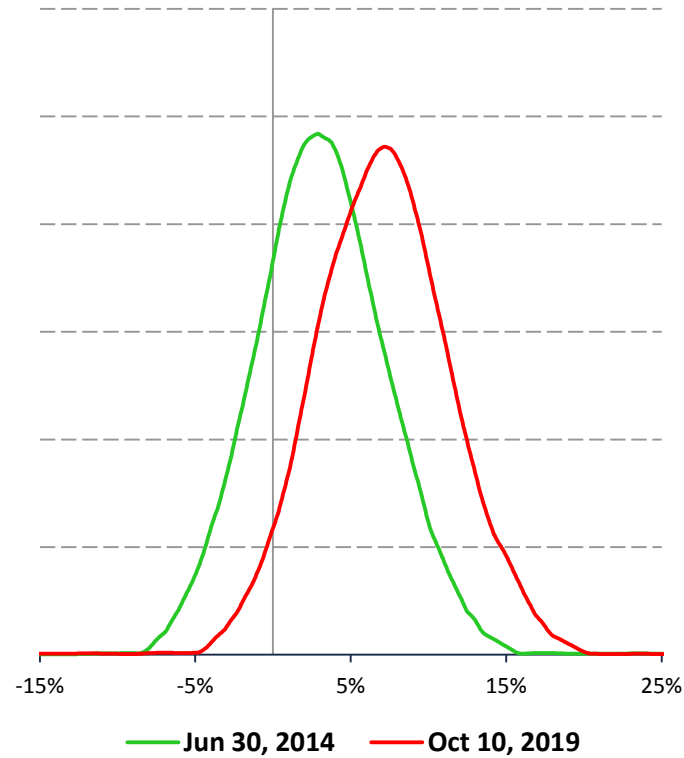
Densidad

Rendimiento Anual del Peso Mexicano



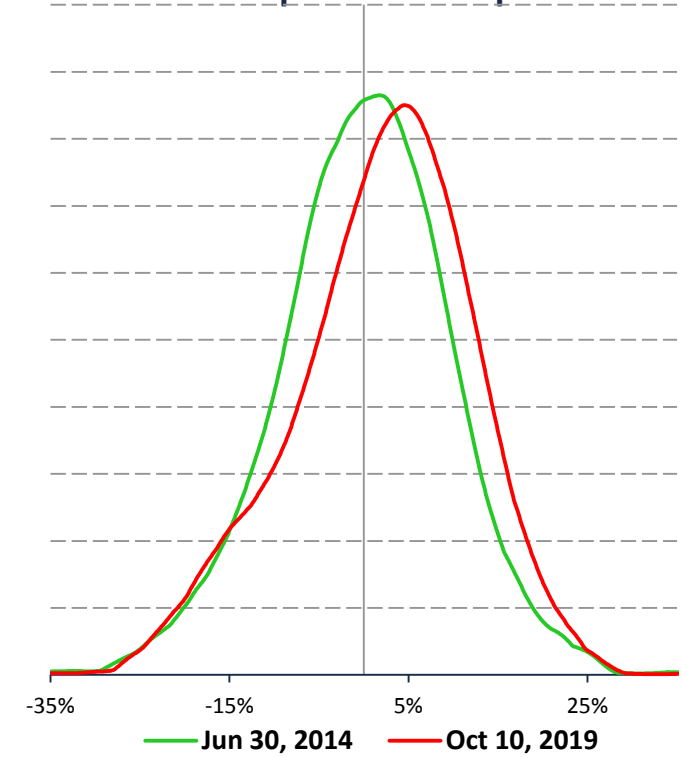
	Media	Volatilidad	CVaR
Jun 30, 2014	-2.6%	9.7%	24.5%
Oct 10, 2019	-4.5%	9.5%	26.2%

Rendimiento Anual de los Bonos del Gobierno Mexicano



	Media	Volatilidad	CVaR
Jun 30, 2014	3.1%	4.3%	5.5%
Oct 10, 2019	7.1%	4.4%	1.9%

Rendimiento Anual de los Bonos del Gobierno Mexicano con Exposición al Tipo de Cambio



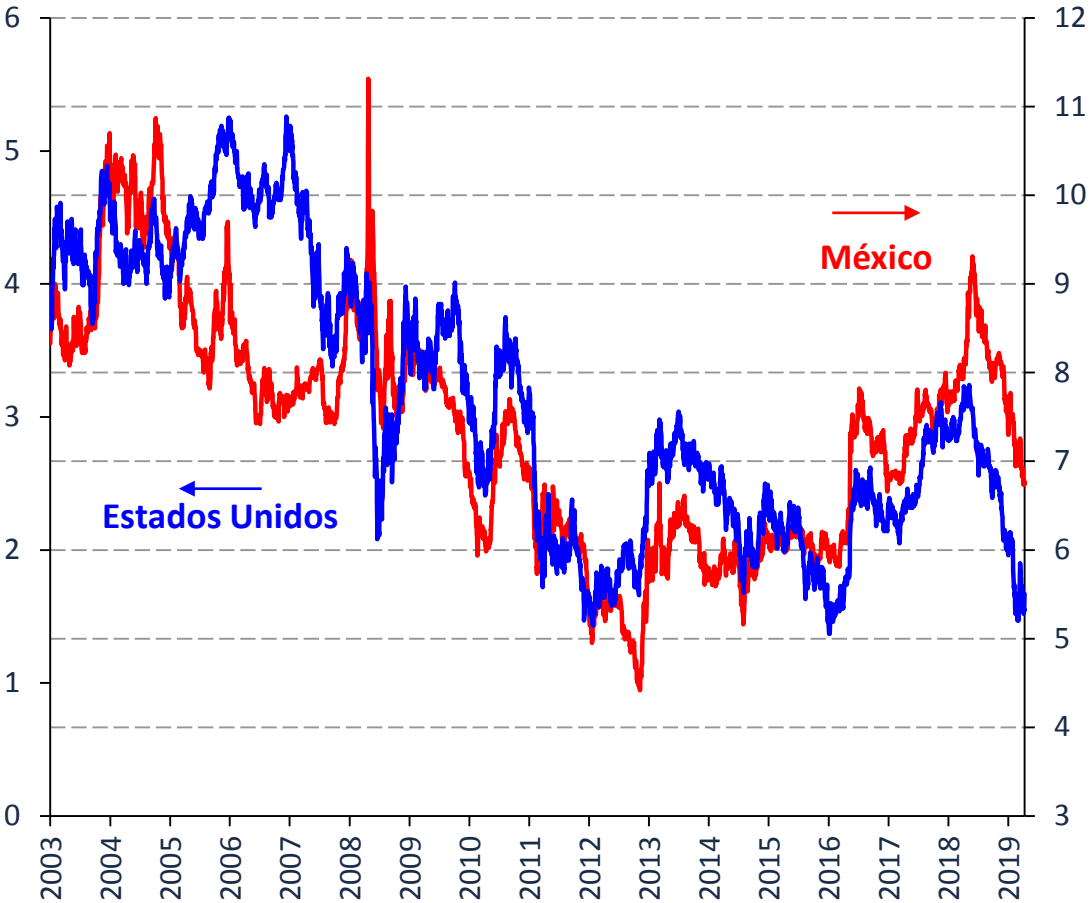
	Media	Volatilidad	CVaR
Jun 30, 2014	0.0%	9.8%	21.7%
Oct 10, 2019	2.0%	10.2%	20.8%

^{1/} Las funciones de distribución implícita para tipo de cambio, valores fijos y rendimiento total de valores fueron obtenidas usando la metodología Breeden-Litzenberger, el modelo de Ho-Lee y un modelo de cópula que combina los primeros dos, respectivamente. Fuente: Banco de México con datos de Bloomberg.

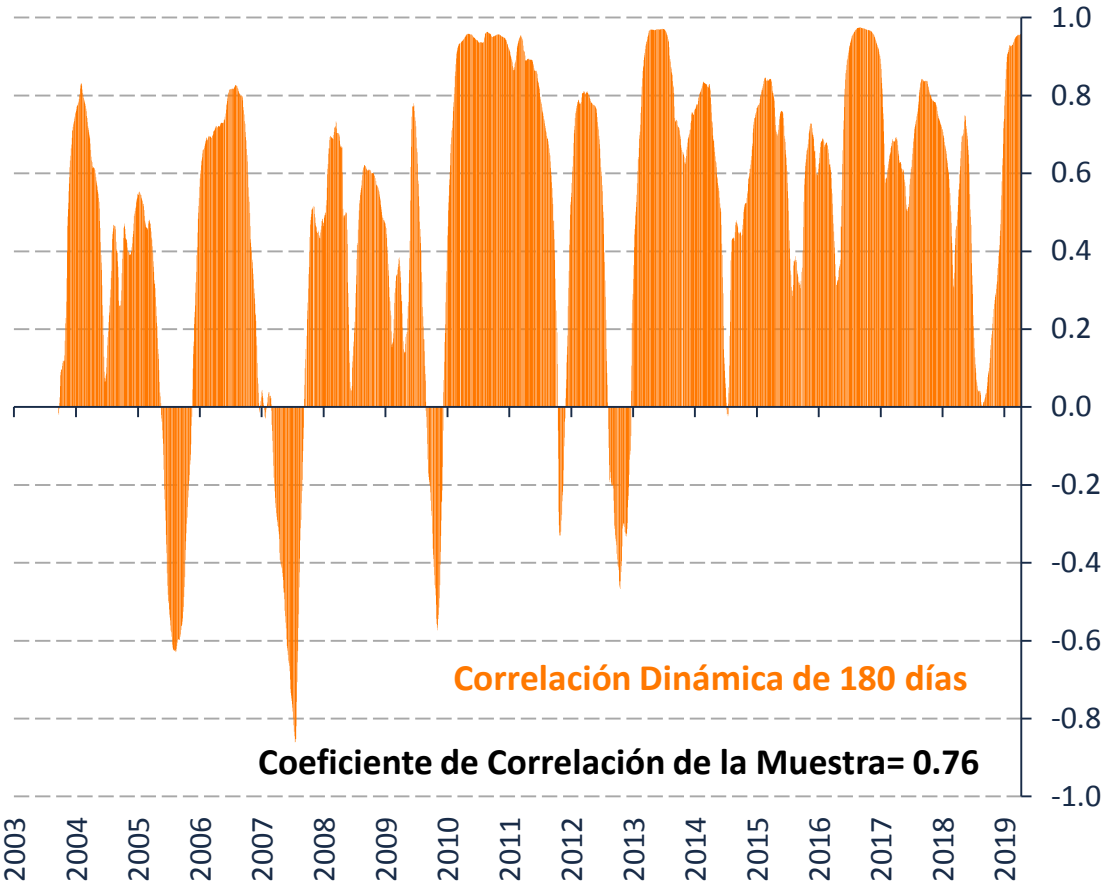
Las tasas de interés de Estados Unidos son uno de los principales determinantes de las tasas en México.

Tasas a 10 años en México y Estados Unidos

%



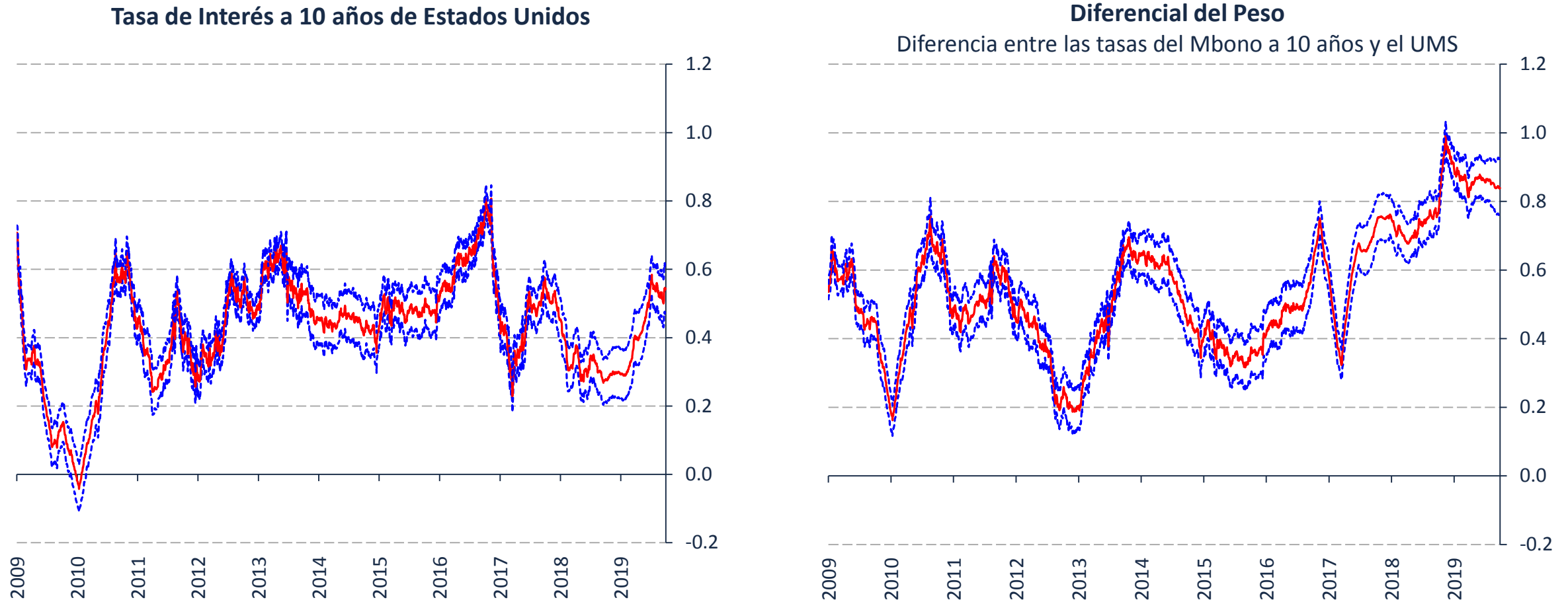
Correlación Dinámica



Fuente: Proveedor Integral de Precios (PiP) y Bloomberg.

Después de 2010, la relación entre las tasas a 10 años de México y Estados Unidos es positiva y que, actualmente, se encuentra alrededor de los mayores niveles estimados.

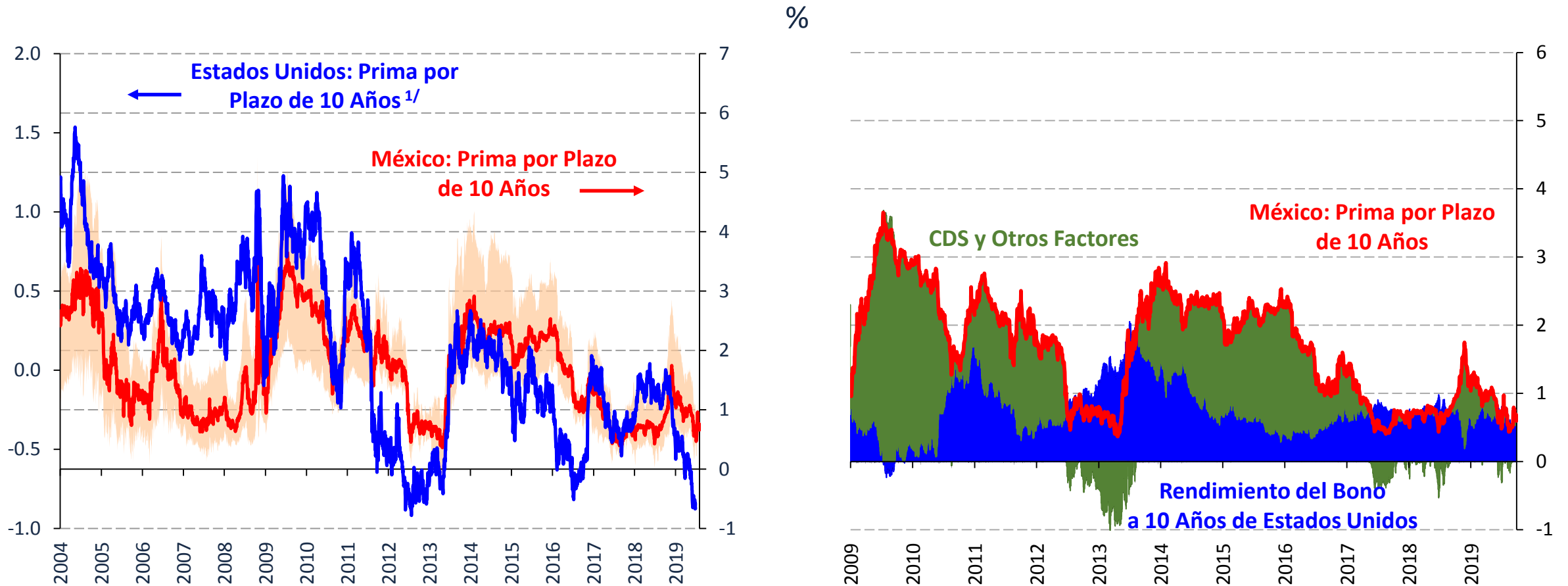
➤ Los coeficientes que varían en el tiempo representan la importancia relativa en cada periodo



Nota: Las líneas azules representan el intervalo de confianza del 68%, obtenido de los cuantiles 16 y 84 de la distribución estimada para cada coeficiente en cada periodo.

La prima por plazo en los bonos en pesos a 10 años está fuertemente correlacionada con el canal de "toma de riesgos" de la política monetaria de Estados Unidos y las tasas de interés estadounidenses.

Prima por Plazo Promedio de 10 años y Rendimiento de los Bonos del Tesoro A 10 años



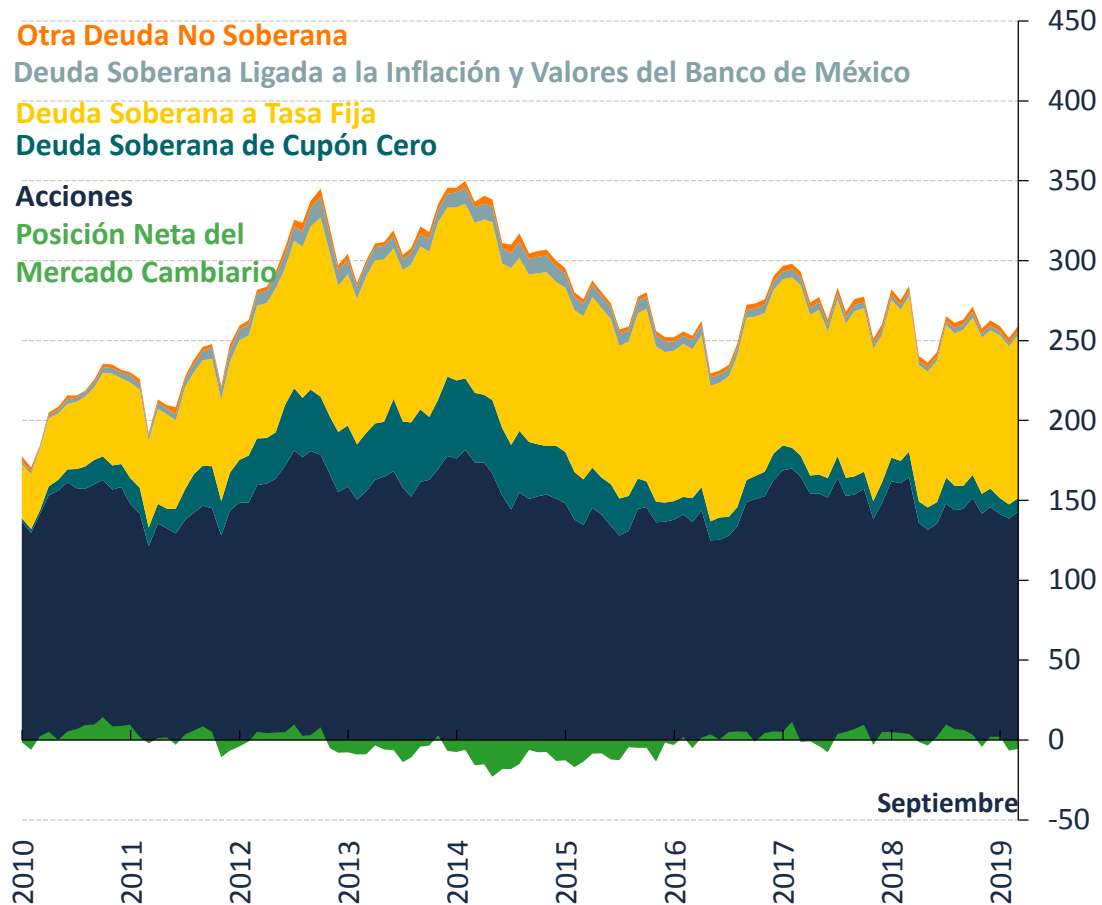
1/ Los datos para la prima por plazo de Estados Unidos se estiman usando el método de Kim y Wright (2005) con datos de FRED.

Fuente: Banco de México con datos de Valmer, FRED y Bloomberg. Véase Banco de México (2019). "Evolución de la Prima por Plazo Mexicana", en el recuadro 5 del Informe Trimestral Abril - Junio 2019 de Banco de México, pp. 69-73.

Las políticas macroeconómicas necesitan considerar factores de riesgo globales y locales.

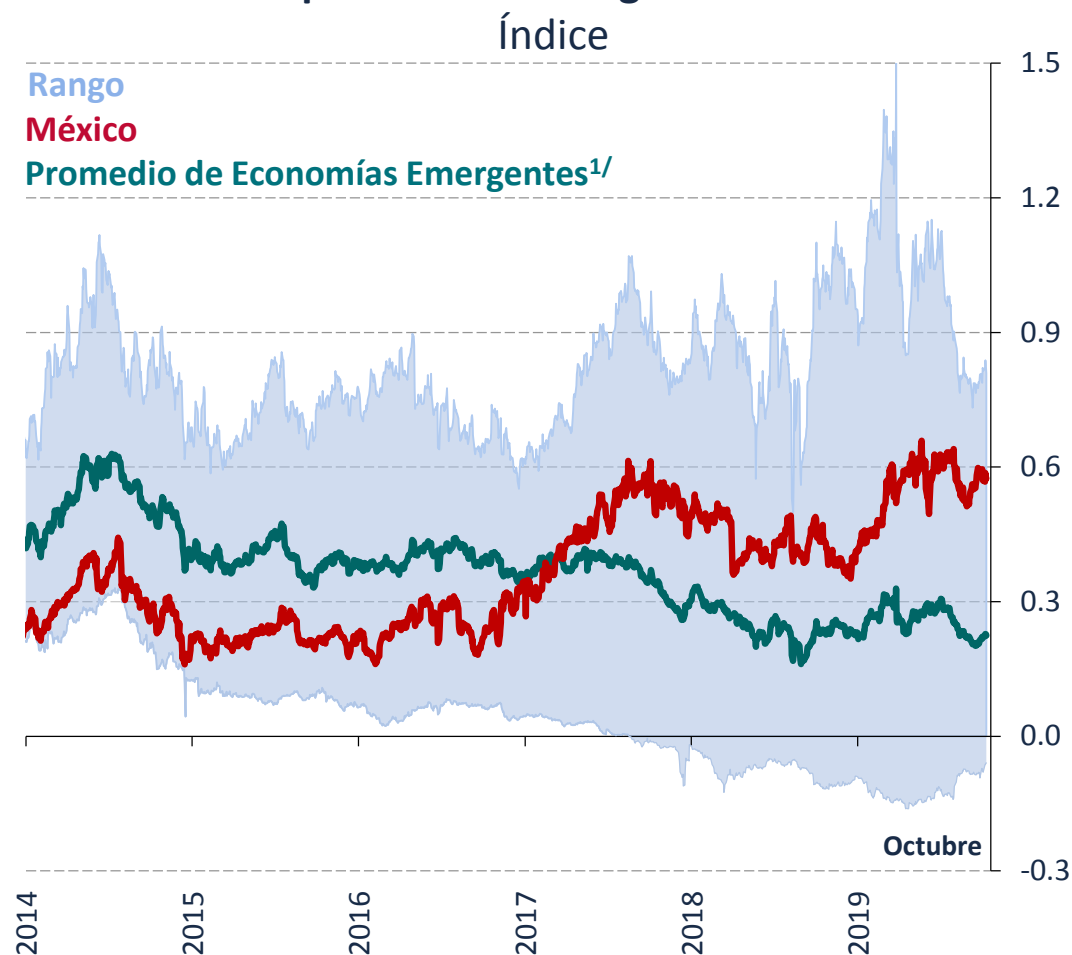
Dado el grado de apertura de la cuenta de capital en México, el país necesita mantenerse como un destino de inversión atractivo.

Posición de Inversionistas Extranjeros en Valores Denominados en Pesos Mexicanos Miles de millones de dólares



Fuente: Banco de México, Indeval y CME.

Diferencial de Tasa de Interés a 3 Meses Ajustado por Volatilidad para Países Emergentes Seleccionados



^{1/} Los países seleccionados son Brasil, Chile, Colombia, Turquía, Sudáfrica y Polonia.
Fuente: Bloomberg con cálculos del Banco de México.

Índice

1 Tendencias Recientes en la Economía Global

2 Choques a Economías Emergentes

2.1 Choque Real de Comercio

2.2 Choque Financiero

3 Consideraciones Finales

Conclusiones, Retos y Oportunidades

- Las economías emergentes están más integradas a los mercados financieros globales. Esto conlleva retos y oportunidades.
 - 1 Cuentas de capital abiertas permiten el flujo de recursos necesarios para el crecimiento y contribuyen a desarrollar los mercados financieros locales. Esto hace que los mercados de divisas sean más abiertos, profundos, líquidos y eficientes.
 - 2 La economías receptoras necesitan **fundamentos macroeconómicos sólidos**.
 - 3 **Es esencial fortalecer la resiliencia del sistema financiero:** un sistema financiero interno estable y acreedores con una posición financiera sólida ayudan a reducir tanto la probabilidad como el impacto de las reversiones de flujos de capital.
 - 4 **Un régimen de tipo de cambio flexible, mercados financieros más profundos** y una inversión interna fuerte mejoran la dinámica de los mercados en un entorno global en que el apetito por riesgo muestra volatilidad.
 - 5 Con mercados financieros globales más integrados, **la política monetaria contracíclica enfrenta desafíos adicionales en las economías emergentes**.
 - 6 **Políticas públicas transparentes aunadas a estrategias y acciones comunicadas claramente** pueden reducir el riesgo de volatilidad tanto en los mercados como en los flujos de capital. La gestión de las expectativas de los mercados financieros se ha vuelto aún más crítica.
 - 7 Ante un entorno polarizado en economías avanzadas y emergentes, se han adoptado **políticas de corto plazo**, lo que ha ejercido presión sobre las instituciones multilaterales y nacionales.
 - 8 Las muy necesarias **reformas estructurales y políticas de largo plazo adecuadas** han estado ausentes en varios de nuestros países, mientras que las crecientes **tensiones comerciales y geopolíticas han generado presión adicional sobre las responsabilidades de gestión de la demanda agregada de los bancos centrales, aumentando los desafíos y los trade-offs que enfrenta la política monetaria**.



BANCO DE MÉXICO

www.banxico.org.mx