RETO 2024 BANXICO

GANADORES DE EDICIONES PASADAS

Trabajo finalista 2021

BANCO DE MÉXICO®

BANXICO EDUCA

Alumnos : Andrea Blancas Bezie
Ana Elia Ramos Chavez
Mauricio Arath Cruz Jaimes
Ana Alondra Pérez Beltrán
Asesor: Gabriel Casillas Olvera

Universidad: Instituto Tecnológico de Estudios Superiores de Monterrey Campus Ciudad de México

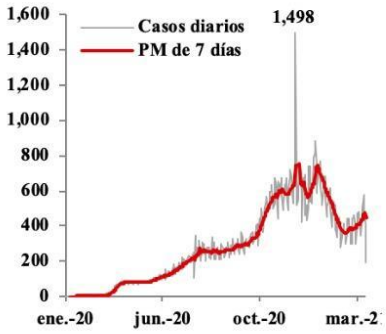
1 Entorno internacional

1.1 Evolución y perspectiva de la economía mundial

La pandemia del nuevo coronavirus, COVID-19, se propagó de China -en donde se registró el primer caso en noviembre de 2019-, a prácticamente todo el mundo, contagiando a poco más de 124 millones de personas -representando el 1.6% de la población mundial-, y muy desafortunadamente, ocasionando la muerte de 2.73 millones de vidas humanas o 0.04% de la población[1], como se puede observar en las Gráficas 1 y 2. Las políticas de salud instrumentadas por la mayoría de los gobiernos ante la pandemia incluyeron restricciones importantes a la movilidad y sobre todo al inicio, inclusive, el cierre total de algunos sectores de la economía. Esto significó el fin de diez años de expansión económica a nivel global al detonarse una fuerte contracción económica en 166 de los 190 países que forman parte del Fondo Monetario Internacional (Gráfica 3).

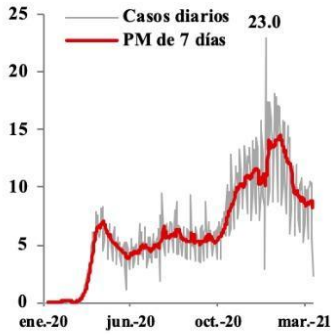
[1] Utilizando información de la Organización Mundial de la Salud (OMS), www.worldometers.com y la Organización de Naciones Unidas (ONU).

Gráfica 1. Contagios de COVID-19
Número de personas, miles



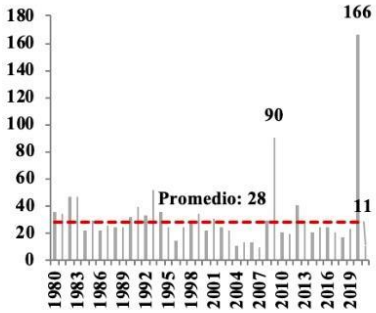
Fuente: Elaboración propia con datos de Johns Hopkins University
PM: Promedio móvil

Gráfica 2. Fallecimientos por COVID-19
Número de Personas, miles



Fuente: Elaboración propia con datos de Johns Hopkins University
PM: Promedio móvil

Gráfica 3. Países que observaron contracción económica
Número de países



Fuente: Elaboración propia con datos del Fondo Monetario Internacional (FMI)

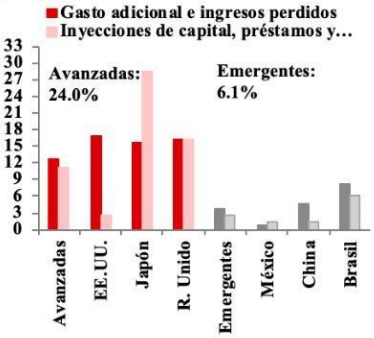
Después de experimentar una de las caídas de la actividad económica más profundas desde la 'Gran Depresión' de 1929, la economía mundial se está reactivando (Cuadro 1), en particular gracias a los esfuerzos fiscales y monetarios -en muchos casos, sin precedentes (Gráfica 4)-, así como a los procesos de vacunación (Gráfica 5). Desafortunadamente, las divergencias tanto en magnitud, como en la oportunidad de los estímulos fiscales y monetarios, así como en los procesos de vacunación están generando una recuperación ampliamente heterogénea. Esto se observa entre regiones a nivel global, así como entre economías avanzadas y emergentes e inclusive entre regiones dentro de los países y entre clases socioeconómicas. Esto sin duda será un reto para el mundo hacia delante desde muchas aristas.

Cuadro 1. PIB observado 2020 y proyecciones 2021
% anual

	2020	2021		2022	
		Mar.-21	Diferencia vs. dic.-20	Mar.-21	Diferencia vs. dic.-20
Global	**-3.4**	**5.6**	**1.4**	**4**	**0.3**
G20	-3.2	6.2	1.5	4.1	0.4
Australia	-2.5	4.5	1.3	3.1	0
Canadá	-5.4	4.7	1.2	4	2
Eurozona	-6.8	3.9	0.3	3.8	0.5
Alemania	**-5.3**	**3**	**0.2**	**3.7**	**0.4**
Francia	**-8.2**	**5.9**	**-0.1**	**3.8**	**0.5**
Italia	-8.9	4.1	-0.2	4	0.8
España	-11	5.7	0.7	4.8	0.8
Japón	**-4.8**	**2.7**	**0.4**	**1.8**	**0.3**
Corea	-1	3.3	0.5	3.1	-0.3
México	**-8.5**	**4.5**	**0.9**	**3**	**-0.4**
Turquía	1.8	5.9	3	3	-0.2
Reino Unido	-9.9	5.1	0.9	4.7	0.6
Estados	**-3.5**	**6.5**	**3.3**	**4**	**0.5**
Argentina	-10.5	4.6	0.9	2.1	-2.5
Brasil	**-4.4**	**3.7**	**1.1**	**2.7**	**0.5**
China	**2.3**	**7.8**	**-0.2**	**4.9**	**0**
India	-7.4	12.6	4.7	5.4	0.6
Indonesia	-2.1	4.9	0.9	5.4	0.3
Rusia	-3.6	2.7	-0.1	2.6	0.4
Arabia Saudita	-4	2.6	-0.6	3.9	0.3
Sudáfrica	-7.2	3	-0.1	2	-0.5

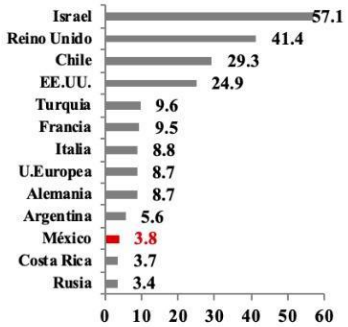
Fuente: Elaboración propia con datos del reporte "Perspectiva Global 2021" de la OCDE

Gráfica 4. Estímulo fiscal en países seleccionados
% del PIB



Fuente: Elaboración propia con datos del Monitor Fiscal del Fondo Monetario Internacional (FMI)

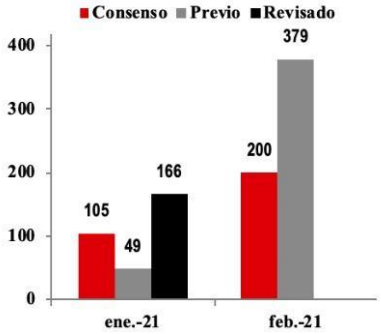
Gráfica 5. Vacunación en países seleccionados
% de la población total



Fuente: Elaboración propia con datos de OurWorldInData (datos actualizados al 22 de marzo, 2021)

Una de estas aristas es la del ciclo económico y de instrumentación de políticas fiscales y monetarias. En este sentido, recientemente la economía de los Estados Unidos ha estado mostrando señales de un crecimiento más vigoroso que el resto del mundo (Gráfica 6). Aun así, hace menos de tres semanas los legisladores estadounidenses aprobaron un nuevo paquete de estímulo fiscal de 1.9 billones de dólares -que representan casi 8.5 puntos del PIB-, y que se unen a los cinco paquetes de estímulo fiscal aprobados el año pasado, que sumaban poco más de 18 puntos del PIB (Cuadro 2). El crecimiento más acelerado de los Estados Unidos, en conjunto con un panorama más promisorio de crecimiento global, en un ambiente de laxitud monetaria y fiscal, está propiciando un incremento de los precios de las materias primas a nivel global (Gráfica 7).

Gráfica 6. Creación de nómina no agrícola en EE.UU. 2021
Miles de puestos de trabajo



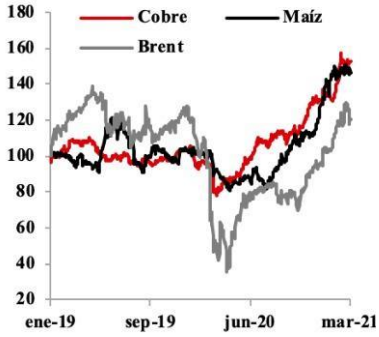
Fuente: Elaboración propia con datos del Buró de Estadísticas de Empleo (BLS) y Bloomberg

Cuadro 2. Paquetes de estímulo fiscal en EE.UU. 2020 y 2021

Paquete Fiscal	Monto	% PIB 2020*	% PIB 2021*
Ley de Apropiaciones de 2020	8,300	0	
Families First Act	192,000	0.9	
CARES Act	2,200,000	10.5	
PPP y Ley de Mejoramiento de la Atención	483,000	2.3	
Response and Relief Act	900,000	4.3	
American Rescue Plan Act	**1,900,000**		**8.4**
Total	**5,683,300**	**18.1**	**8.4**

Fuente: Elaboración propia con datos de la Oficina de Presupuesto del Congreso de EE.UU.

Gráfica 7. Precios de materias primas seleccionadas
Índice (enero 2019=100)



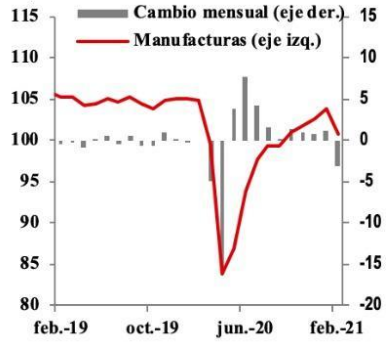
Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg

En cuanto la producción manufacturera en los Estados Unidos -la actividad que tiene una mayor correlación (positiva) con la economía mexicana-[2], ha estado creciendo substancialmente (Gráfica 8). Asimismo, indicadores más oportunos sobre la actividad manufacturera en este país también han mostrado un mayor dinamismo (Gráfica 9). Sin embargo, en línea con el incremento de los precios de las materias primas a nivel global, también los componentes de 'precios pagados' de los índices de difusión manufactureros están reflejando aumentos relevantes (Gráfica 10)[3].

[2] CEFP. La industria manufacturera y el entorno económico externo

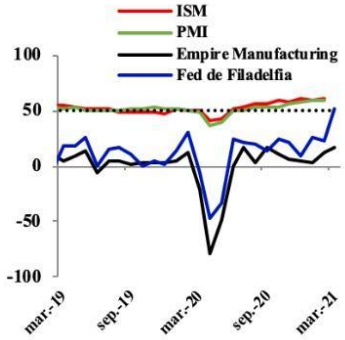
[3] Véase anexo 3 sección 1

Gráfica 8. Producción manufacturera en los Estados Unidos[1]
Izq: Índice



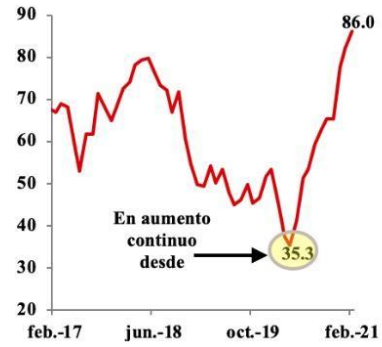
Fuente: Elaboración propia con datos del Sistema de Bancos de la Reserva Federal (Fed)
1. Series con ajuste estacional

Gráfica 9. Índices de difusión de la industria manufacturera en EE.UU.
Índices



Fuente: Elaboración propia con datos del Instituto de Administración de la Cadena de Producción (ISM), etc

Gráfica 10. Componente de 'precios pagados' de los índices ISM, Empire, etc
Índice



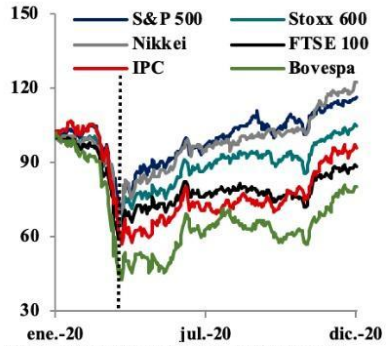
Fuente: Elaboración propia con datos del Instituto de Administración de la Cadena de Producción (ISM)

1.2 Mercados financieros internacionales

Los mercados financieros internacionales observaron una muy fuerte reacción al sospechar que la propagación del COVID-19 se convertiría en una pandemia. En este sentido, los gestores de portafolios de inversión a nivel mundial reubicaron rápidamente sus recursos a activos menos riesgosos. Así, los mercados accionarios en todo el mundo sufrieron una caída substancial (Gráfica 11) -detonando un incremento relevante en las métricas de riesgo a nivel global-, el dólar se fortaleció significativamente frente a la mayoría de las divisas (Gráfica 12)[4] y tanto los rendimientos de los bonos gubernamentales de referencia, como los precios de las principales materias primas registraron un fuerte descenso (Gráfica 13).

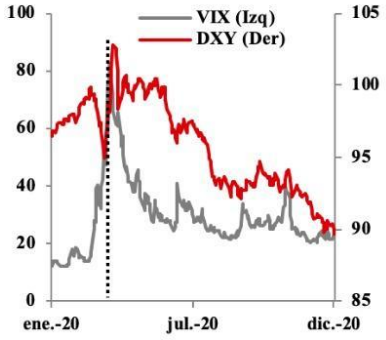
[4] Véase anexo 3 secciones 2 y 3

Gráfica 11. Índices accionarios en economías seleccionadas
Índice (enero 2020=100)



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg

Gráfica 12. Índice del dólar DXY e índice de volatilidad VIX
Índices (enero 2020=100)



Fuente: Elaboración propia con datos Bloomberg

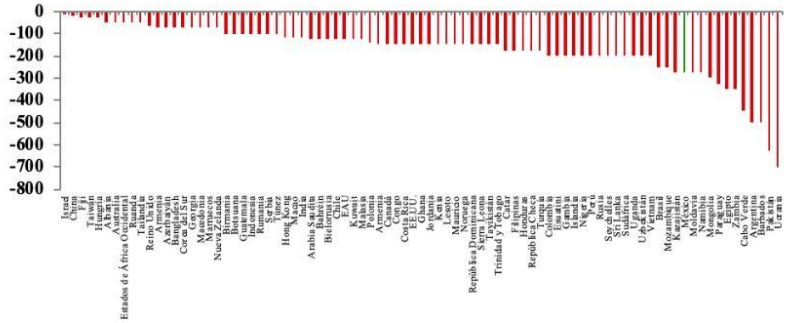
Gráfica 13. Rendimientos de bonos gubernamentales referencia e índice de precios de materias primas de Goldman Sachs
Índice (enero 2020=100)

Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg

No obstante, los mercados financieros observaron un giro de 180 grados a partir de la línea vertical punteada[5] -como también se puede observar en las gráficas 11, 12 y 13 (arriba)-, una vez que los bancos centrales en la mayoría de los países iniciaron una serie de recortes a sus tasas de referencia (Gráfica 14) y utilizaron otras herramientas para inyectar liquidez en el sistema financiero (Gráfica 15). Asimismo, los mercados financieros continuaron exhibiendo una trayectoria ascendente durante todo el año, de manera paralela a los anuncios sobre la aprobación de paquetes de estímulo fiscal.

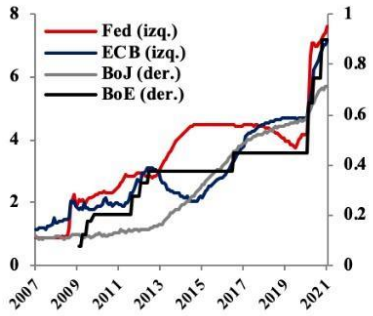
[5] 20 de marzo de 2020

Gráfica 14. Recortes de las tasas de referencia de bancos centrales seleccionados
Puntos base (pb; 1 pb = 0.01%-pts)



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg

Gráfica 15. Balance de los principales bancos centrales
Billones de unidades monetarias[1]

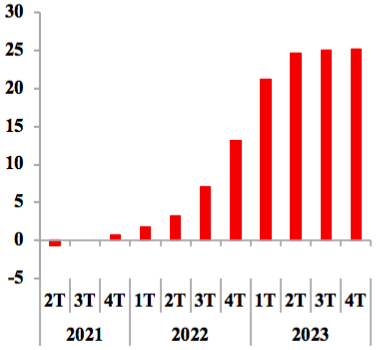


Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg
1. Dólares de los Estados Unidos para el Fed, euros en el caso del ECB, libras esterlinas para el BoE y yenes japoneses para el BoJ

Tal es el alto grado de estímulos fiscales y monetarios a nivel global, así como las expectativas de recuperación económica -sobre todo con el avance significativo que ha habido en algunas economías en torno a la inoculación de las vacunas de COVID-19, que los participantes de los mercados se encuentran preocupados por la posibilidad de un brote inflacionario tanto en los precios al consumidor, como en los precios de los activos. En este sentido, la preocupación más relevante es que el Comité de Operaciones de Mercado Abierto (FOMC) del Sistema de Bancos de la Reserva Federal (Fed), tenga que aumentar las tasas de interés de referencia o iniciar la reducción de compras de activos antes de lo anticipado (Gráfica 16)[6].

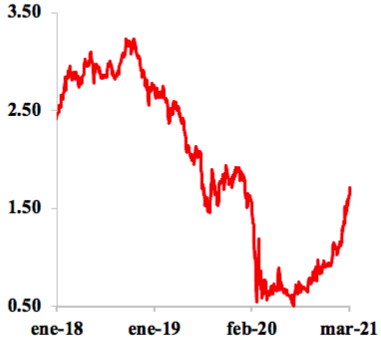
[6] Véase anexo 3 sección 6

Gráfica 16. Anticipación de aumentos de la tasa de *Fed Funds* en el mercado de futuros
Puntos base



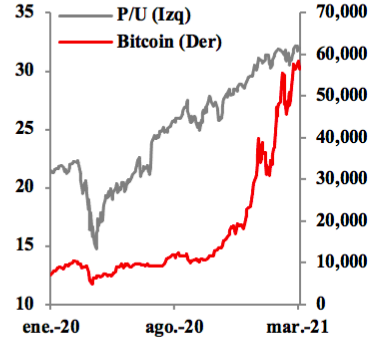
Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg al cierre del 22 de marzo, 2021

Gráfica 17. Tasa de rendimiento del bono del Tesoro Americano a 10 años
%



Fuente: Elaboración propia con datos Bloomberg

Gráfica 18. Valuación precio-utilidad[7] del S&P500 y valor del Bitcoin
Izq: Razón p/u (izq); der: Dólares de EE.UU. por bitcoin



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg

Esto ha detonado un incremento en los precios de las materias primas -como se expuso anteriormente (Gráficas 7 y 13)-, así como una venta significativa de bonos del Tesoro Americano, que se ha reflejado en un aumento de los rendimientos a niveles que no observábamos desde antes de la pandemia (Gráfica 17, arriba). Asimismo, algunos participantes de los mercados comienzan a cuestionar si el mundo está experimentando una 'burbuja'[7] en ciertos precios de los activos, como en los mercados accionarios -particularmente en las emisoras de tecnología-, así como en las criptomonedas, como es el caso del Bitcoin (Gráfica 18, arriba).

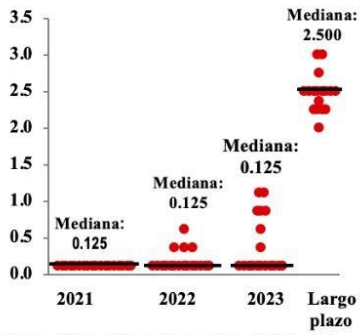
1.3 Inflación política monetaria y estabilidad financiera

A pesar de las preocupaciones de los participantes de los mercados sobre el posible brote inflacionario y la reacción que han tenido los mercados financieros internacionales recientemente, el FOMC del Fed decidió no modificar su postura monetaria en el anuncio del 17 de marzo. Si bien algunos participantes de los mercados esperaban que el FOMC instrumentara una 'operación *twist*' -como la que se ha llevado a cabo en otras ocasiones-, en donde los recursos asignados para comprar activos e inyectar liquidez se reubicaran a instrumentos de más

[7] Véase anexo 3 sección 5

largo plazo para aliviar las presiones de los rendimientos de los bonos con vencimientos más lejanos, el FOMC no anunció este cambio. Sin embargo, sí reiteró que dejará las tasas de referencia alrededor de cero por ciento de aquí a 2023 en sus proyecciones, conocidas como '*dot plot*'[8] (Gráfica 19). Esto no disminuyó la tensión en los rendimientos de los bonos (Gráfica 20), pero sí quitó presiones al dólar, que perdió un poco de terreno en general (Gráfica 21).

Gráfica 19. Proyecciones de los miembros del FOMC sobre la tasa de *Fed Funds*
%

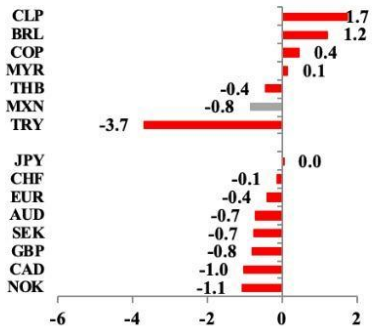


Fuente: Elaboración propia con datos del *Federal Reserve Board*

Gráfica 20. Tasa de rendimiento del bono del Tesoro Americano a 10 años
%, frecuencia intra-día

Fuente: Elaboración propia con datos Bloomberg

Gráfica 21. Comportamiento del dólar de EE.UU. con respecto a divisas seleccionadas
Cambio porcentual del 17-mar al 22-mar



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg

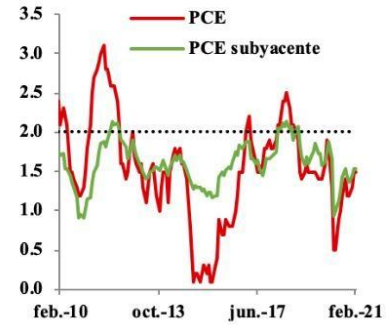
La realidad es que la inflación en la que se enfoca el FOMC -el deflactor subyacente de precios del consumo o '*PCE Core'*[9]-, así como en la que se encuentra embebida en el índice de precios al consumidor subyacente continúa en niveles por debajo del objetivo de 2% del Fed[10] (Gráfica 22). Asimismo, las expectativas de inflación del '*dot plot*' recién actualizadas, tampoco reflejan preocupación por un brote inflacionario (Cuadro 3). Por último, a pesar de que consideramos que la inflación es un fenómeno monetario -aunque esto se ha cuestionado mucho en los últimos años-, todavía se observan niveles de capacidad ociosa importantes que pueden 'acomodar' mayor demanda sin necesidad de detonar aumentos generalizados en los precios (Gráfica 23).

[8] Véase anexo 3 sección 7

[9] Véase anexo 3 sección 8

[10] Véase anexo 3 sección 9

Gráfica 22. Deflactor subyacente de precios del consumo en EE.UU.
% año/año



Fuente: Elaboración propia con datos del *US Census*

Cuadro 3. Proyecciones de los miembros del FOMC sobre la inflación
%

Variable	2021	2022	2023	Largo plazo
Inflación PCE	2.4	2.0	2.1	2.0
Diciembre	1.8	1.9	2.0	2.0
PCE subyacente	2.2	2.0	2.1	--
Diciembre	1.8	1.9	2.0	--

Fuente: Elaboración propia con datos del *Federal Reserve Board*

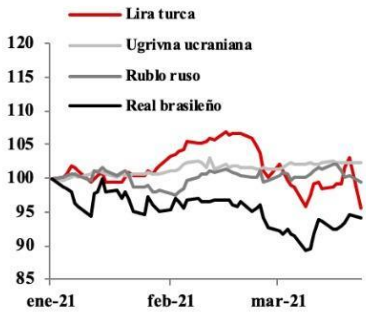
Gráfica 23. Capacidad utilizada en EE.UU.
%

Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg

En este sentido, inclusive en el sector servicios se observa capacidad ociosa en los Estados Unidos. Tal es el caso de hoteles, restaurantes, salas de conciertos y cines -entre otros-, que, gracias a los apoyos fiscales tan substanciales, han podido sobrevivir a pesar de tener ingresos limitados o inclusive, inexistentes. Cuando la población se sienta segura en el tema de salud -probablemente cuando se alcance la 'inmunidad de rebaño'-, podrán hacer uso de estos servicios sin crear presiones inflacionarias de manera importante.

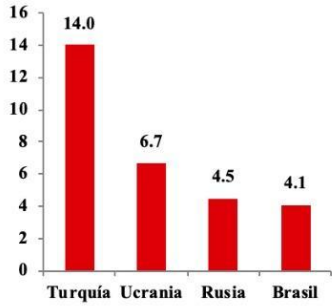
Esta preocupación de los participantes de los mercados financieros a nivel global sobre la posibilidad de que el Fed tuviera que verse en la necesidad de aumentar las tasas de referencia antes de tiempo, ha puesto presión en los precios de varios activos financieros, como ya se comentó, sobre todo en mercados emergentes (Gráfica 24). Asimismo, en algunas economías emergentes, la laxitud monetaria, así como los apoyos fiscales han propiciado aumentos en sus expectativas de inflación a 12 meses (Gráfica 25). Esto ya detonó que las autoridades monetarias de Ucrania, Brasil, Turquía y Rusia hayan decidido elevar sus tasas de referencia recientemente, inclusive más de lo que el consenso del mercado anticipaba (Cuadro 4).

Gráfica 24. Tipo de cambio de divisas algunos mercados emergentes vs. dólar
Divisa por dólar



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg

Gráfica 25. Expectativas de inflación a 12 meses de algunas economías emergentes
%



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg

Cuadro 4. Decisiones de política monetaria recientes en algunas economías emergentes
%, tasas de referencia

País	Expectativa de Mdo	Observado	Anterior	Fecha del último movimiento
Ucrania	6.00	6.50	6.00	4-mar
Brasil	2.50	2.75	2.00	17-mar
Turquía	18.00	19.00	17.00	18-mar
Rusia	4.25	4.50	4.25	19-mar

Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg

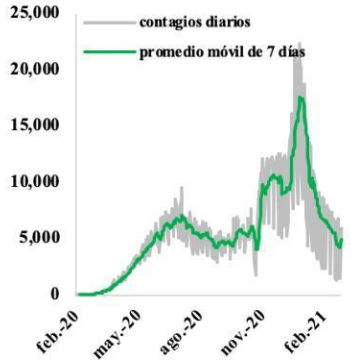
2. Economía mexicana

2.1 Evolución y perspectiva de la economía mexicana

La pandemia de COVID-19 ocasionó que en México las autoridades también instrumentaran políticas de restricción de la movilidad que han tenido un severo impacto en la actividad económica. Si bien los 'semáforos rojos' de hoy no son los mismos de abril de 2020 en términos de grado de restricción, la economía sigue sufriendo la pandemia, no solo en pérdida de vidas humanas, sino también en su impacto económico. En este sentido, la Secretaría de Salud reporta cerca de 2 millones, doscientos mil casos de contagios confirmados (Gráfica 26) y cerca de 200 mil lamentables fallecimientos (Gráfica 27) desde febrero de 2020. Por su parte, el impacto económico llegó a ser de 21.4% en mayo del 2020 y juzgando por el '*nowcast*'[11] del propio INEGI, la actividad económica se debilitó en enero y febrero de este año (Gráfica 28).

[11] Véase anexo 3 sección 10

Gráfica 26. Contagios de COVID-19
Número de personas

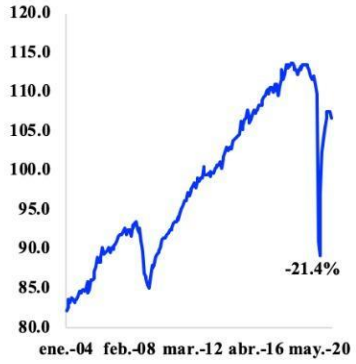


Fuente: Elaboración propia con datos de la Secretaría de Salud

Gráfica 27. Fallecimientos por COVID-19
Número de Personas

Fuente: Elaboración propia con datos de la Secretaría de Salud

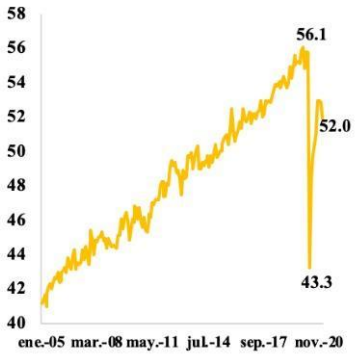
Gráfica 28. Actividad económica – IGAE[1]
Índice (1993=100)



Fuente: Elaboración propia con datos del INEGI
1. Índice ajustado por estacionalidad. Incorpora el '*nowcast*' del INEGI -IOAE-, para enero y febrero de 2021

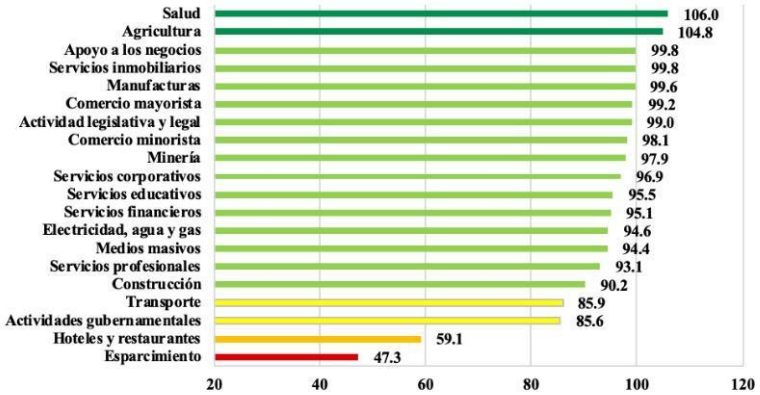
En nuestra opinión, destacan cinco aspectos: (1) Se ha observado una reactivación relativamente rápida desde mayo de 2020; sin embargo, (2) va a tomar varios años recuperar el nivel de actividad económica, así como los empleos con los que contaba la economía antes de la pandemia (Gráfica 29); (3) la demanda externa -particularmente de los Estados Unidos-, ha sido clave en el proceso de reactivación de la actividad económica de nuestro país; (4) la falta de apoyo fiscal para apoyar la preservación de empleos y empresas -sobre todo en los sectores en los que se necesita más interacción humana-, ha hecho que tanto el impacto económico de COVID-19 en la recesión, como en la reactivación sea muy heterogéneo entre sectores, regiones del país y clases socioeconómicas y la recuperación sea lenta en general (Gráfica 30); y (5) la incertidumbre provocada por las iniciativas y políticas gubernamentales ha deteriorado el clima de inversión substancialmente.

Gráfica 29. Población ocupada
Millones de personas



Fuente: Elaboración propia con datos del INEGI

Gráfica 30. PIB - Avance sectorial vs. 4T19
%

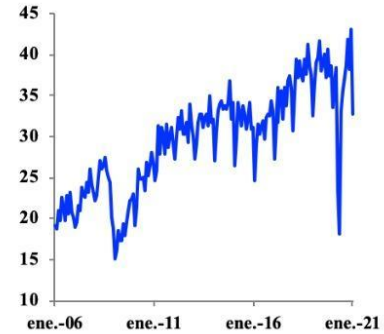


Fuente: Elaboración propia con datos del INEGI

Por el lado externo, después de que en abril se observaran niveles mínimos desde 2008 (Gráfica 31) derivados del cierre de fronteras en todo el mundo, las exportaciones tuvieron una recuperación importante en los últimos meses del año pasado. En este sentido, la reactivación económica ha sido impulsada por la demanda externa, especialmente por las manufacturas[12] (Gráfica 32 y 33). Por último, las remesas registraron máximos históricos impulsadas por los apoyos fiscales extraordinarios otorgados por el gobierno estadounidense.

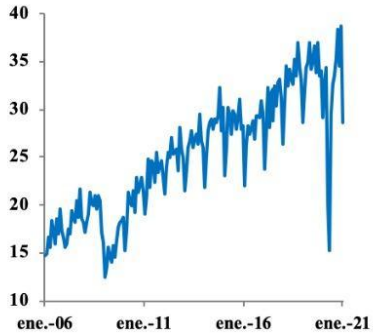
[12] Representan más del 85% de las exportaciones.

Gráfica 31. Exportaciones
Miles de millones de dólares



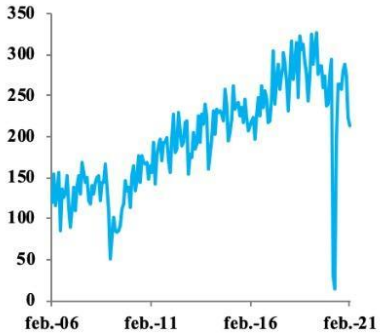
Fuente: Elaboración propia con datos del INEGI

Gráfica 32. Exportaciones manufactureras
Miles de millones de dólares



Fuente: Elaboración propia con datos del INEGI

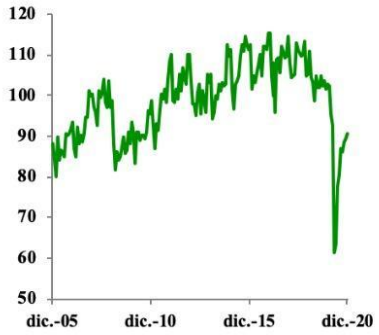
Gráfica 33. Exportación de vehículos ligeros
Número de unidades



Fuente: Elaboración propia con datos de la AMIA

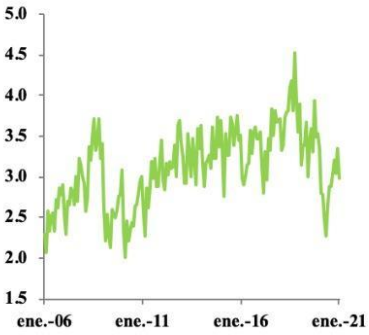
La inversión sigue mostrando cierta debilidad, ya que se ubica en niveles por debajo de los registrados antes de la pandemia (Gráfica 34). Por su parte se ha observado una disminución en la importación de bienes de capital (Gráfica 35). En este sentido, desafortunadamente la serie de iniciativas legislativas, anti-mercado en su mayoría, están provocando un deterioro muy importante en el ya deteriorado clima de inversión (Gráfica 36).

Gráfica 34. Inversión
Índice



Fuente: Elaboración propia con datos del INEGI

Gráfica 35. Importación de bienes de capital
Miles de millones de dólares



Fuente: Elaboración propia con datos del INEGI

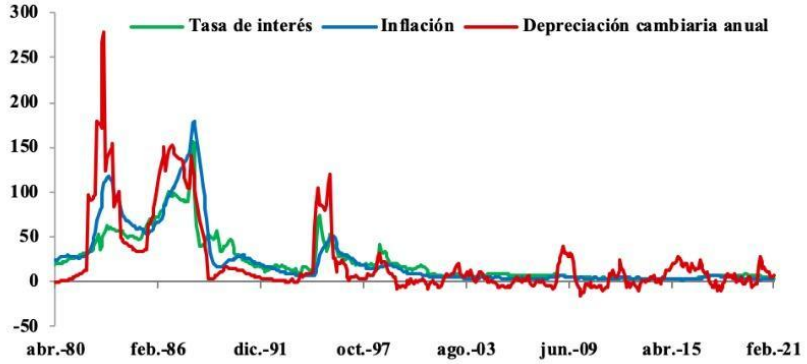
Gráfica 36. Confianza para invertir[1]
Índice

1. "Momento adecuado para invertir en la industria de la construcción" en la Encuesta Mensual de Opinión Empresarial (EMOE)
Fuente: Elaboración propia con datos del INEGI

2.2 Mercados financieros en México

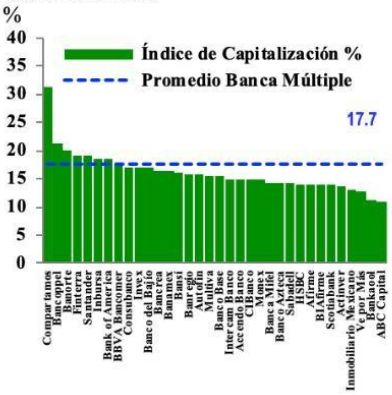
En cuanto a los mercados financieros en México, destaca la fuerte depreciación del peso mexicano frente al dólar de los Estados Unidos al inicio de la pandemia, pero que ha reaccionado favorablemente en cuanto inició la instrumentación de políticas monetarias y fiscales ultra laxas a nivel global. En este sentido, no se observaron depreciaciones de más de 200%, ni aumento de la tasa de inflación anual, ni de las tasas de interés por arriba de 100% (Gráfica 37). En nuestra opinión, esto ha sido posible gracias a que nuestro país cuenta con un banco central autónomo, que adoptó un régimen de tipo de cambio flexible, que ha cumplido la Ley Federal de Presupuesto y Responsabilidad Hacendaria y que el sistema financiero ha permanecido sólido, con la primera banca en el mundo en cumplir con los criterios de capitalización y liquidez de Basilea III (Gráfica 38).

Gráfica 37. Depreciación cambiaria, inflación y tasa de interés



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México

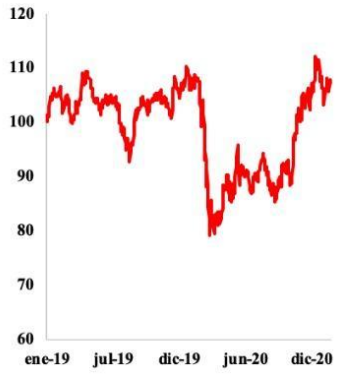
Gráfica 38. Nivel de capitalización de la banca en México



Fuente: Elaboración propia con datos de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV)

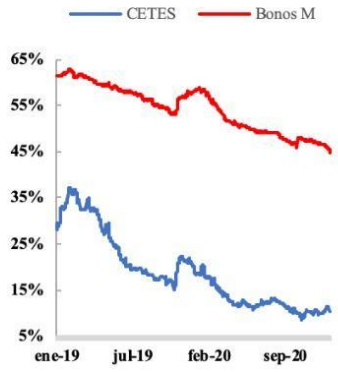
El mercado accionario no fue ajeno al evento de mayor aversión al riesgo que se detonó a principios del año pasado (Gráfica 39). Por su parte, el mercado de renta fija tuvo un comportamiento bastante moderado, a pesar de la reducción de las tenencias de bonos M por parte de extranjeros (Gráfica 40). Al menos hasta que iniciaron las preocupaciones por el posible brote inflacionario a nivel global. Así, las tasas de rendimiento de los bonos gubernamentales en México comenzaron a observar un ajuste al alza, por lo que junto con la politica monetaria en México todavía con sesgo laxo, la curva de rendimientos exhibió recientemente un 'empinamiento' relevante, pero que en nuestra opinión, no son presiones de la magnitud a la que se encuentran expuestos otras economías emergentes (Gráfica 41).

Gráfica 39. Índice S&P/BMV IPC
Índice (enero 2020=100)



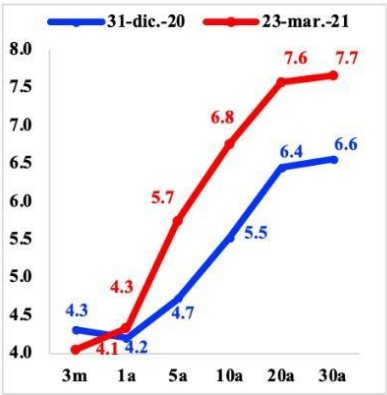
Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg

Gráfica 40. Tenencias de Bonos M en manos de extranjeros
% del total en circulación



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg

Gráfica 41. Curva de rendimientos de los bonos gubernamentales



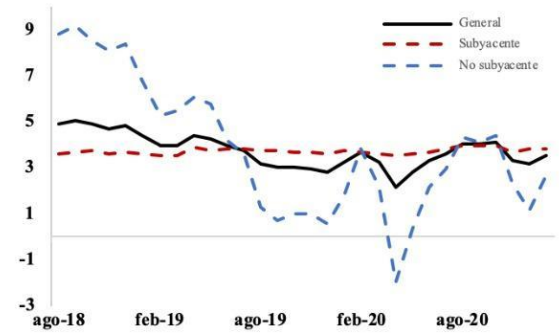
Fuente: Elaboración propia con datos de Banxico

2.3 Inflación, política monetaria y estabilidad financiera

Durante el 2020 la depreciación cambiaria y el aumento en el precio de los alimentos provocaron que la inflación estuviera fuera de la cota alta del intervalo de variación del objetivo del Banco de México, tres de los doce meses del año, a pesar de la caída significativa de los precios de muchos servicios. Sin embargo, la inflación general anual cerró el año en 3.15%, con un tipo de cambio menos presionado y menor inflación en los alimentos. Asimismo, en enero de 2021 la inflación a tasa anual repuntó a 3.54%, este incremento fue principalmente provocado por un aumento en el precio de los energéticos y algunos alimentos (Gráfica 42).

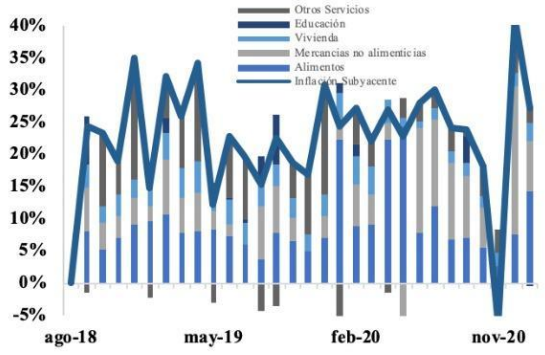
En cuanto a la inflación subyacente, ésta ha observado presiones al alza en los precios de las mercancías y a la baja en los servicios (Gráfica 43). Este aumento fue impulsado por un incremento en los precios de los alimentos. En cuanto a la inflación anual de los servicios, esta ha mantenido una tendencia a la baja debido a los confinamientos instrumentados para detener la pandemia.

Gráfica 42. Inflación anual
Base 100 = segunda quincena de junio de 2018



Fuente: Elaboración propia con datos de INEGI

Gráfica 43. Inflación mensual subyacente
Contibución % de cada componente
Base 100 = segunda quincena de junio de 2018



Fuente: Elaboración propia con datos de INEGI

En línea con la mayoría de los bancos centrales en el mundo que instrumentaron políticas monetarias laxas, el Banco de México extendió su ciclo de baja de tasas que había iniciado en agosto de 2019 y aceleró la magnitud de las reducciones de 25 a 50 puntos base (pb) a partir de marzo de 2020 (Cuadro 5). Asimsimo, la Junta de Gobierno decidió instrumentar 15 medidas adicionales en materia de crédito y liquidez para aliviar presiones temporales en el sistema financiero ante las posibles emergencias que pudiera plantear el impacto económico de la pandemia de COVID-19 (Cuadro 6).

Cuadro 5. Tasa de referencia del Banco de México

Fecha de la decisión	Decisión □Tasa	Nivel de la tasa objetivo %
Ciclo pre-Covid (-100pb)		
15-ago-2019	-25pb	8.00
26-sep-2019	-25pb	7.75
14-nov-2019	-25pb	7.50
19-dic-2019	-25pb	7.25
Ciclo Covid (-325pb)		
13-feb-2020[1]	-25pb	7.00
20-mar-2020[2]	-50pb	6.50
21-abr-2020	-50pb	6.00
14-may-2020	-50pb	5.50
25-jun-2020	-50pb	5.00
13-ago-2020	-50pb	4.50
24-sep-2020	-25pb	4.25
12-nov-2020	- -	4.25
17-dic-2020	- -	4.25
11-feb-2021	-25pb	4.00

Fuente: Elaboración propia con datos de Banxico
1. Reunión no programada
2. Se adelantó la reunión del 26 al 20-mar

Cuadro 6. Medidas adicionales implementadas por el Banco de México en materia de crédito y liquidez para atajar el impacto de Covid-19

Proveer liquidez y reestablecer condiciones de operación en los mercados de dinero
(1) Disminución del Depósito de Regulación Monetaria (DRM)
(2) Ajuste de la tasa de la FLAO
(3) Incremento de liquidez durante horas de operación
(4) Ampliación de títulos elegibles FLAO
(5) Ampliación de contrapartes elegibles FLAO
(6) Ventanilla de intercambio temporal de garantías

Promover el comportamiento ordenado en los mercados de valores gubernamentales y valores corporativos
(7) Fortalecimiento de Programa de Formadores de Mercado de Deuda Gubernamental
(8) Ventanilla de reporto de valores gubernamentales a plazo
(9) Permuta de valores gubernamentales
(10) Facilidad de Reporto de Títulos Corporativos

Fortalecer los canales de crédito
(11) Provisión de recursos a la banca para canalizar crédito a micro, PyMEs y personas físicas
(12) Facilidad de financiamiento a banca múltiple garantizada con créditos corporativos, para financiar a micro y PyMEs

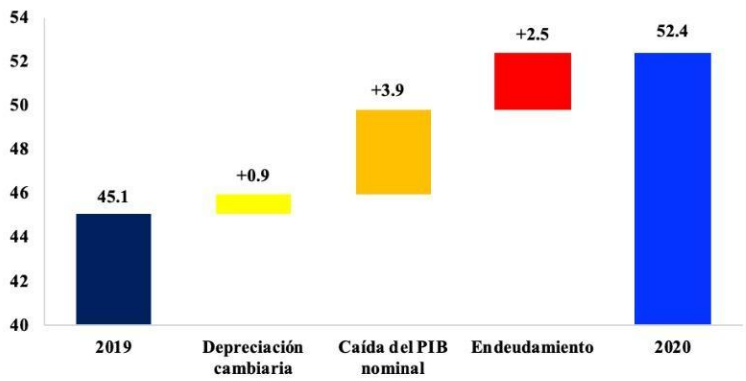
Promover el comportamiento ordenado del mercado cambiario
(13) Ampliación de las coberturas en dólares liquidables en moneda nacional
(14) Subastas de crédito en USD (línea Swap)
(15) Coberturas cambiarias liquidables por diferencia en dólares

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México

El gobierno mexicano optó por no llevar a cabo un paquete de estímulo fiscal como el que se instrumentó en prácticamente todo el mundo (Gráfica 4). Aun así, el cociente de deuda gubernamental, como porcentaje del PIB, aumento 7.3 puntos porcentuales del año 2019 a 2020. Si bien una parte se explica por la depreciación del peso, la caída del PIB nominal tuvo

un impacto muy relevante (Gráfica 44). Por el lado positivo, la falta de apoyo fiscal puede ayudar a México a mantener el 'Grado de Inversión' (Cuadro 7).

Gráfica 44. Aumento de la deuda gubernamental de 2019 a 2020
% del PIB



Fuente: Elaboración propia con datos de Secretaría de Hacienda y Crédito Público, Banxico e INEGI

Cuadro 7. Calificación crediticia de deuda soberana de México y Pemex

Fitch Ratings	S&PGlobal	Moody's
A-	A-	A3
BBB+	BBB+	**Baa1** **Soberano**
BBB	**BBB** **Soberano/** **Pemex**	Baa2
BBB- **Soberano**	BBB-	Baa3
Umbral de 'Grado de Inversión'		
BB+	BB+	Ba1
BB	BB	**Ba2** **Pemex**
BB- **Pemex**	BB-	Ba3

Fuente: Elaboración propia con datos de las agencias calificadoras

El consejo de estabilidad financiera monitoreó los principales riesgos que enfrenta el sistema financiero mexicano: (1) Reactivación más lenta que la esperada; (2) desconocimiento sobre el impacto final de la cartera de crédito en los sectores más afectados; (3) fragilidad en las fuentes de financiamiento de algunas instituciones; (4) posible ajuste en la calificación crediticia soberana y de Pemex; y (5) existen mayores niveles en la percepción del riesgo de crédito y de fondeo para las instituciones que los reportados antes de la pandemia.

3. Postura y defensa de la política monetaria.

Considerando el análisis nacional e internacional previo, así como los pronósticos realizados sobre el INPC[13] y la tasa de referencia[14] -que se ubican aproximadamente en línea con la mediana de los analistas consultados por el Banco de México-, recomendamos reducir la tasa objetivo en 25 puntos base en la siguiente reunión programada de política monetaria de la Junta de Gobierno del próximo 25 de marzo.

A pesar de que se anticipan aumentos en la inflación general ocasionados principalmente por las presiones en el componente no subyacente y los efectos de base de comparación para el INPC en los meses de marzo y abril, nuestro modelo SARIMA[15] sugiere que la inflación general convergerá al rango superior del objetivo del Banco de México para finales del presente año. Asimismo, la inflación subyacente se mantendrá estable, a pesar del alza en los precios internacionales de algunos alimentos y de las situaciones climáticas adversas, debido a la holgura que existe en la actividad económica.

Por otro lado, aunque la campaña de vacunación ha sido gradual, se espera que eventualmente exista una mayor movilidad y que ésta contribuya a la recuperación económica. No obstante, pronosticamos que esta recuperación continúe ralentizada, derivada primordialmente por la carencia de estímulos fiscales significativos, por lo que se espera que el crecimiento y los

[13] Véase anexo 1.

[14] Véase anexo 2.

[15] Véase anexo 1.

niveles de actividad económica continúen por debajo de los niveles pre-pandemia, incluso después de 2023.

A su vez, sabemos que al considerar una reducción en la tasa de interés, se puede propiciar una salida de capitales que podría contribuir a una depreciación de la moneda, lo que a su vez podría generar una presión inflacionaria al aumentar el precio de las importaciones. Asimismo, podría favorecer un alza de los rendimientos de los bonos M a 10 años, sobre todo después de la aprobación del sexto paquete de estímulo fiscal autorizado por el gobierno estadounidense, que fortaleció el dólar de manera generalizada y presionó los rendimientos de los bonos en casi todo el mundo. Sin embargo, el Fed ha mostrado un posicionamiento sólido con respecto a su postura acomodaticia y ha afirmado que mantendrá sin movimientos los niveles de su tasa de referencia hasta principios de 2023, lo que ha permitido que el tipo de cambio peso-dólar converja a un nuevo equilibrio después de esta noticia, a niveles más bajos que en el momento más álgido del episodio de volatilidad reciente. Esto permite que se mantenga el espacio monetario a pesar de observar políticas restrictivas en países comparables, con problemas inflacionarios.

Finalmente, resaltando la importancia de estas variables, nuestras estimaciones a partir de una Regla de Taylor[16] sugieren una disminución de 25 puntos base para reforzar las acciones anteriores ejecutadas a lo largo de los últimos meses.

[16] Véase anexo 2.