

# Proyecciones



## **Estimadas y estimados lectores,**

En esta tercera entrega de nuestra sección itinerante Proyecciones, nos complace presentar el trabajo ganador del Premio *Reto Banxico en su edición 2021*. Extendemos una calurosa felicitación al grupo de estudiantes de la Facultad de Economía integrado por: Daniela Palomo Mondragón, Edgar Francisco Pérez Medina, Laura Díaz Villamil, Luisa Camila Galaz Carrillo, Marcos Carranza Becerra; asesorados por el profesor Luis Daniel Torres González,

El Reto Banxico es un concurso que organiza el Banco de México y está dirigido a estudiantes de licenciatura para promover una relación más estrecha, dinámica y de cooperación con estudiantes, docentes e instituciones educativas del país, en el que se presentan trabajos, por equipos, relacionados con el análisis, diseño y planteamiento de la toma de decisiones sobre política monetaria. La primera edición de este concurso se realizó en 2016 y, en esta última edición, se presentaron más de 200 trabajos de instituciones públicas y privadas de instituciones de educación superior de la República Mexicana.

Con este nuevo galardón, la Facultad de Economía de la UNAM obtiene por segundo año consecutivo el primer lugar del *Reto Banxico*, y nuestra revista mantiene su compromiso de constituirse como una herramienta de genuina motivación para que nuestra comunidad estudiantil continúe con su extraordinario compromiso en el ejercicio intelectual, académico y profesional, en la aplicación de la ciencia económica para el análisis de los problemas y retos que enfrenta nuestro país.

M. en E. I Antonio Chiapa Zenón  
Coordinador Editorial

# Actividad económica, sistema financiero e inflación: un análisis de la economía nacional e internacional en 2021

Ensayo ganador del Reto Banxico

## 1. Entorno internacional

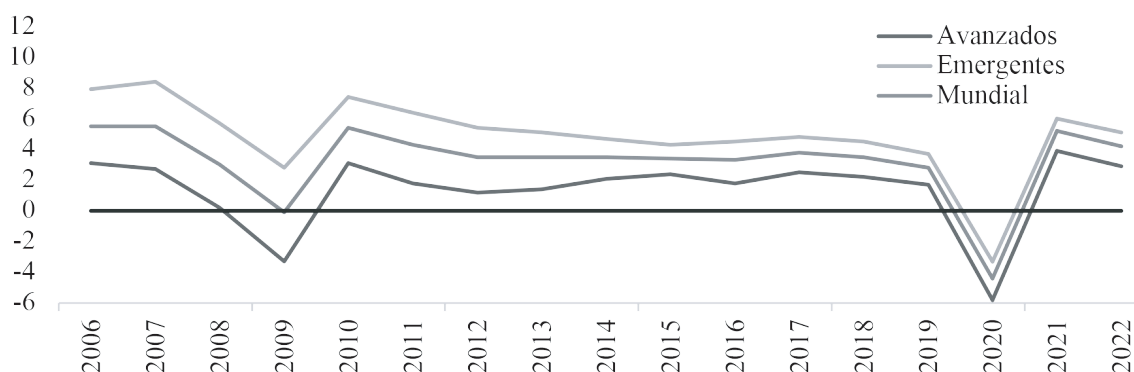
### 1.1 La economía mundial ante la pandemia: evolución y perspectiva

La economía mundial en el 2020 tuvo una fuerte contracción (-4.4%) en la actividad económica producto de las medidas de contención por el brote del COVID-19. La mayor parte de la caída se originó en el segundo trimestre. No obstante, los efectos contraccionistas se aminoraron durante los trimestres siguientes, aunque con cierta heterogeneidad entre países y sectores.

22

### Gráfica 1

Crecimiento del PIB Mundial.  
Variación anual en por ciento, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Fuente: elaboración propia con información del FMI (2021).

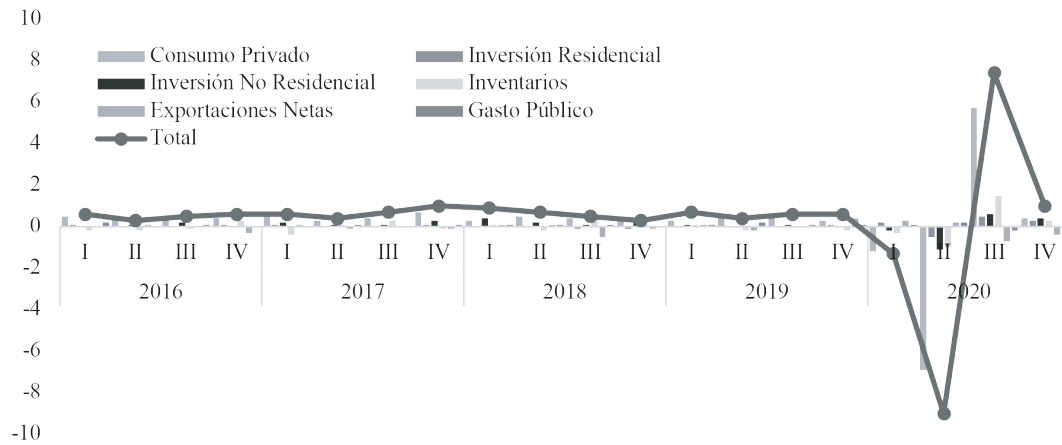
Nota: Las líneas punteadas corresponden a las proyecciones del FMI para 2021 y 2022 (2021).

En los Estados Unidos de América (EUA), respecto al segundo trimestre, la actividad económica tuvo una recuperación del 7% en el tercer trimestre de 2020 como respuesta a la reapertura parcial, empujada principalmente por el consumo privado. El ritmo de la recuperación en el cuarto trimestre fue más moderado (1%) ante una nueva ola de contagios. Por su parte, la producción industrial, después de la caída mensual de abril de -12.69%, siguió expandiéndose por el sector manufacturero y minero.

## Gráfica 2

### EUA: PIB Real y Componentes.

Variación trimestral en por ciento y contribuciones en puntos porcentuales, a.e.

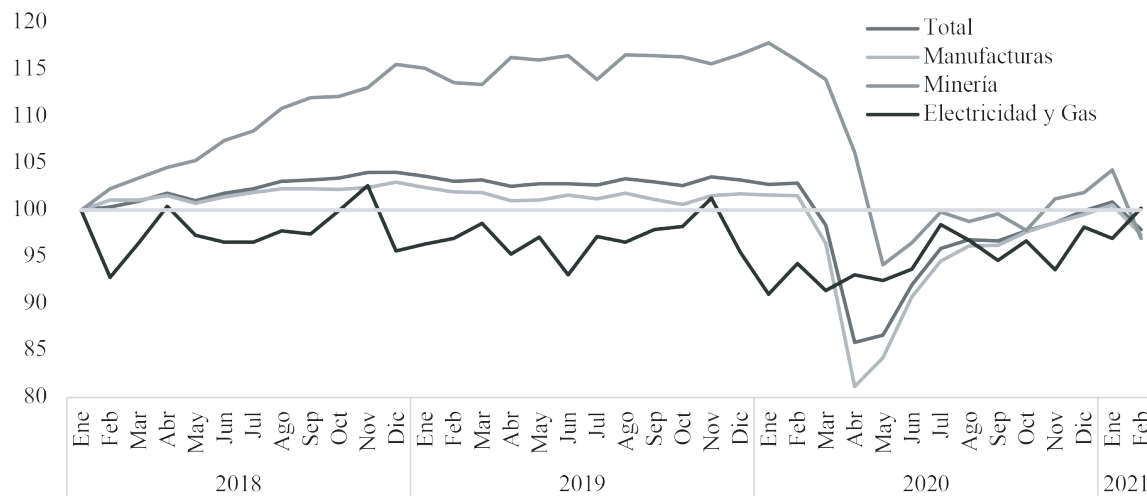


a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Fuente. elaboración propia con información de BEA (2020).

## Gráfica 3

### EUA: Producción Industrial Índice enero 2018=100, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Fuente. elaboración propia con información de la Reserva Federal (2021).

En comparación con otras economías importantes, China fue la primera en retomar un crecimiento positivo de forma persistente. En el cuarto trimestre de 2020 alcanzó tasas de crecimiento anual de 6.5%, permitiendo que algunas economías de Asia mejoren su desempeño. Debido al rebrote de casos, en América Latina y Europa Emergente la actividad en el cuarto trimestre de 2020 se recuperó a un ritmo inferior al tercer trimestre.

Ante un mejor desempeño de las economías producto del avance de vacunación y los próximos estímulos monetarios y fiscales<sup>1</sup>, el Fondo Monetario Internacional ha ajustado al alza los pronósticos de crecimiento de 2021 de 5.2% a 5.5%.

### 1.2 Mercados financieros internacionales

Tras el acuerdo de los miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo de recortar las cuotas de producción de crudo, los precios se han recuperado desde su desplome en abril de 2020. Seguido de unos meses de estabilidad, los precios del petróleo han aumentado desde noviembre de 2020 por una mejora en las perspectivas económicas y, recientemente, por los recortes de Arabia Saudita y los menores inventarios en EUA.

24

**Gráfica 4** Petróleo Crudo.  
Promedio mensual por barril en dólares

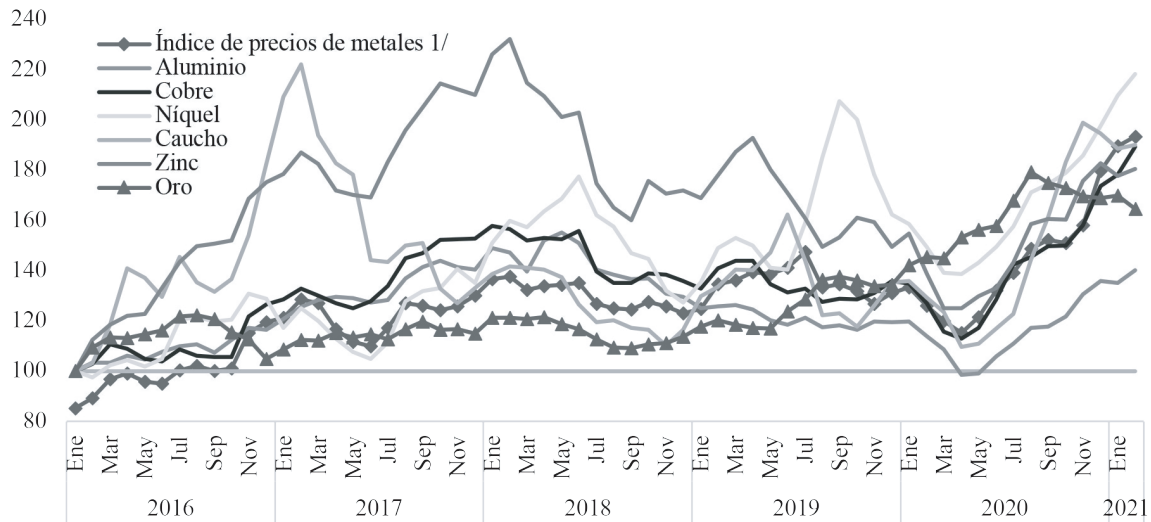


Si bien los precios de los metales cayeron en marzo de 2020 por la débil demanda de bienes manufactureros, el precio del oro aumentó. Con la reactivación gradual de la producción industrial, los precios de los metales aumentaron, sobre todo los últimos meses.

<sup>1</sup> Joe Biden, presidente de EUA, firmó el tercer estímulo fiscal para combatir la pandemia; un cuantioso programa de rescate fiscal de 1.9 billones de dólares.



**Gráfica 5** Precios de metales  
Base 2016=100

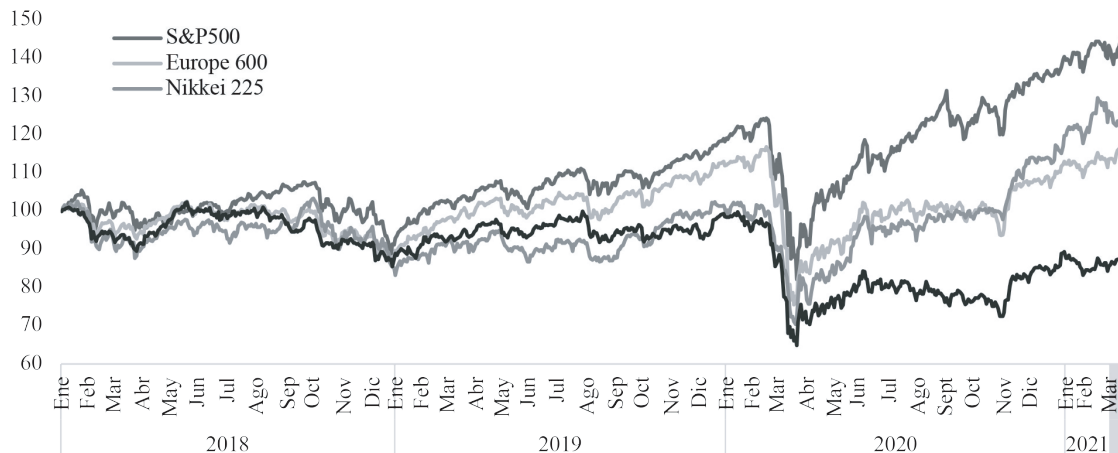


1/ Incluye precios de aluminio, cobalto, cobre, mineral de hierro, plomo, molibdeno, níquel, estaño, uranio y zinc.

Fuente. elaboración propia con información del FMI (2021).

La adopción de medidas para proveer liquidez, aunado a la conclusión del proceso electoral estadounidense y el avance de vacunación, han contribuido a una dinámica alcista en el mercado accionario en las principales bolsas del mundo. Sin embargo, los indicadores de volatilidad han tenido repuntes durante las primeras semanas del 2021.

**Gráfica 6** Mercados Accionarios de Economías Avanzadas Seleccionadas  
Índice. 4 de enero de 2018=100



Fuente. elaboración propia con información de Yahoo Finance (2021).

## Gráfica 7 Volatilidad de los mercados financieros Índice



Fuente. elaboración propia con información de Investing (2021).

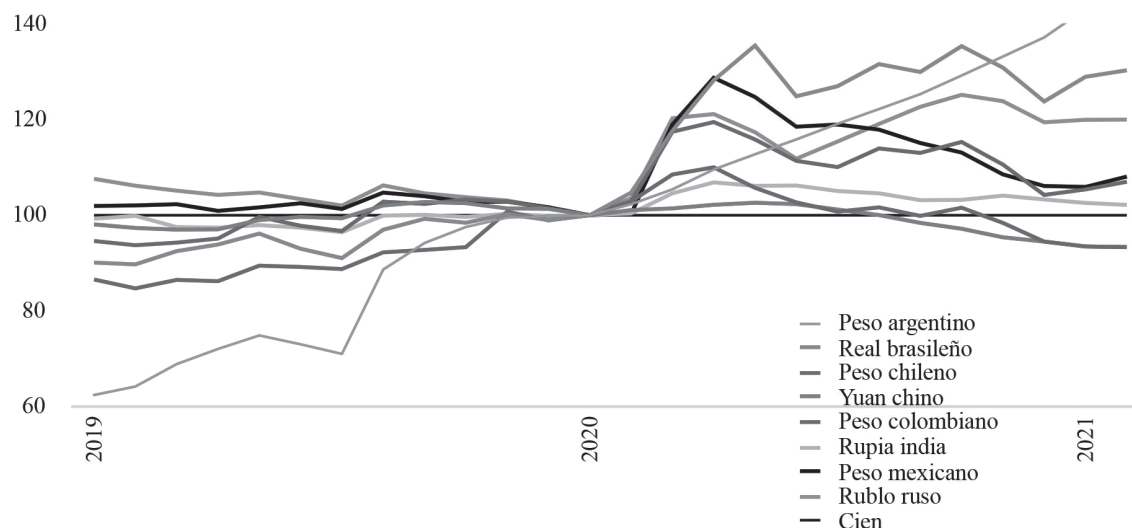
A finales de 2020 y principios de 2021 varias economías revirtieron la tendencia bajista en el rendimiento de bonos gubernamentales a 10 años que se venía dando en años anteriores.<sup>2</sup> Esta tendencia alcista se atribuye a la mejora de las expectativas sobre la actividad económica y una menor aversión al riesgo. Lo anterior condujo a que el diferencial entre bonos de plazos se incrementará en los últimos meses y el diferencial de tasas entre bonos gubernamentales a 10 años de EUA y otros países acentuara su tendencia a la baja.

Por último, como consecuencia del confinamiento prolongado, el mercado cambiario presentó cierta volatilidad y movimientos: un cúmulo de monedas experimentaron una depreciación gradual del tipo de cambio con respecto del dólar.

<sup>2</sup> Se destaca que en EUA la curva de rendimiento creció de 0.66% a 1.71% en el año transcurrido a partir de marzo de 2020.

## Gráfica 8

Economías Emergentes: Tipo de Cambio Respecto al Dólar  
Índice Enero 2020 =100

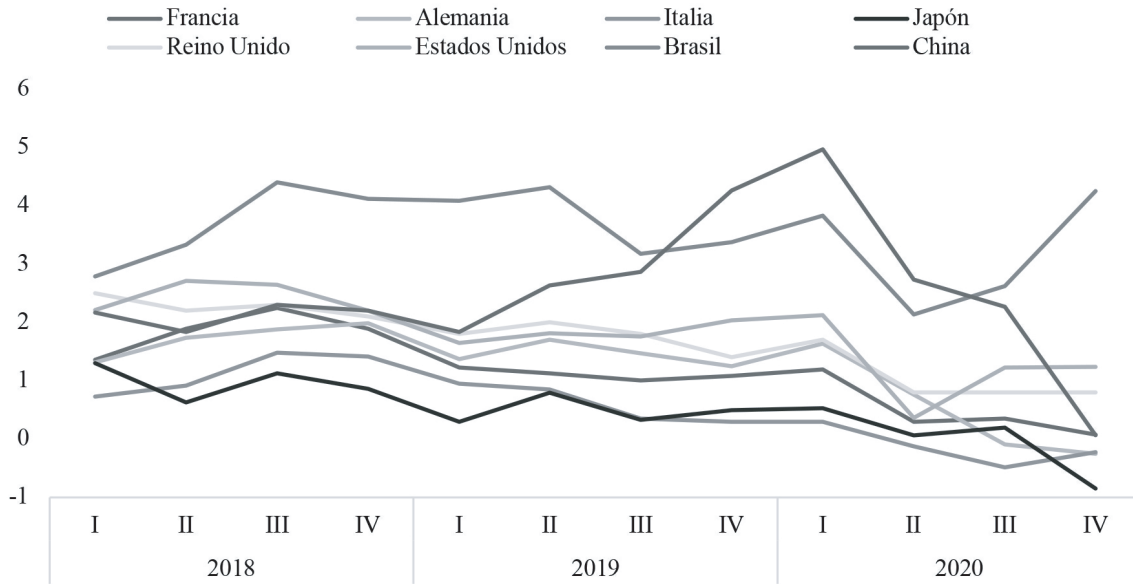


Fuente. elaboración propia con información de The Pacific Exchange Rate Service, University of British Columbia (2021).

### 1.3 Inflación, política monetaria y estabilidad financiera

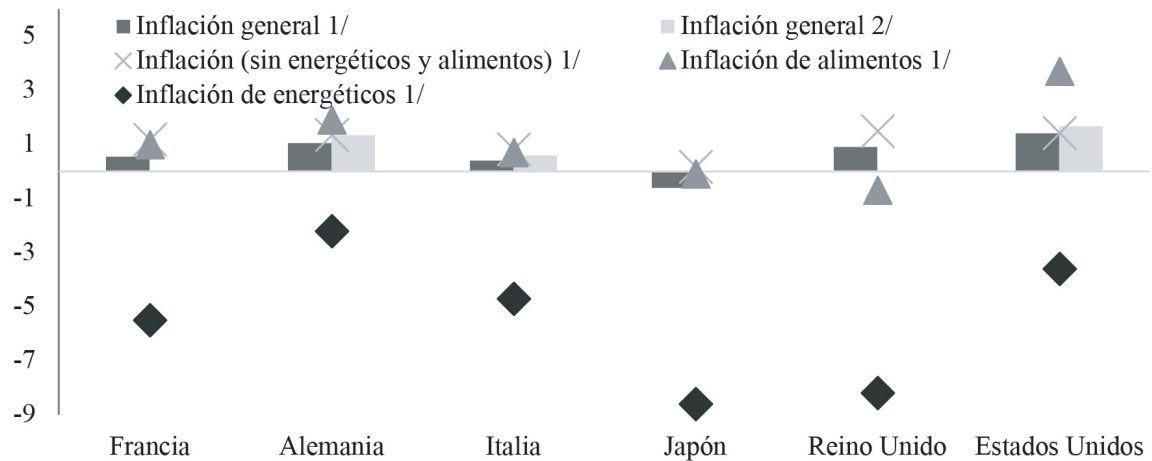
Si bien la inflación en economías avanzadas continúa por debajo de los objetivos de cada banco central, en las economías emergentes el comportamiento ha sido heterogéneo. En lo que va de 2021, la disminución de los precios de energéticos de las economías avanzadas ha empujado a la inflación general a la baja, mientras que las economías emergentes se ven presionadas ante el alza en los precios de alimentos.

**Gráfica 9** Economías Emergentes: Tipo de Cambio Respecto al Dólar  
Índice Enero 2020 =100



Fuente. elaboración propia con información de la OECD (2020).

**Gráfica 10** Economías Avanzadas: Inflación General  
Enero y febrero 2021, en por ciento



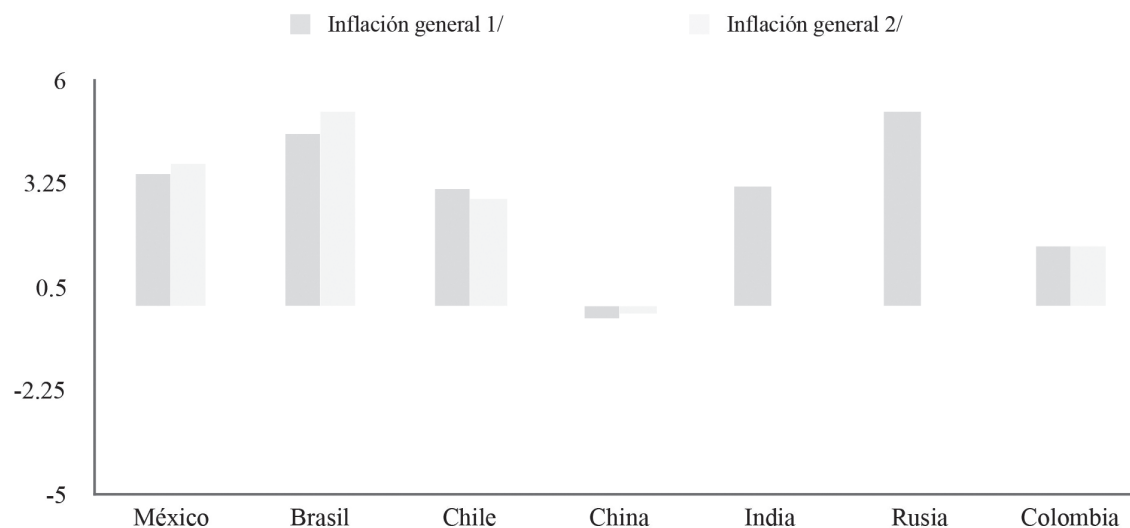
1/ Enero 2021

2/ Febrero 2021

Fuente. elaboración propia con información de la OCDE (2021).

## Gráfica 11

### Economías Emergentes: Inflación General Enero, en por ciento



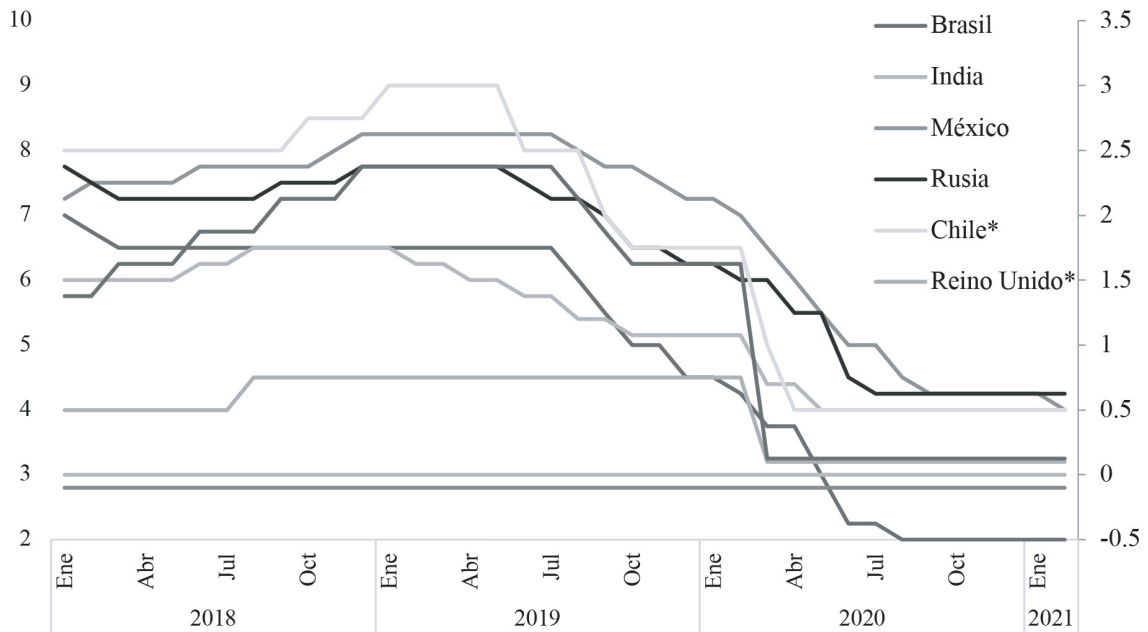
1/ Enero 2021

2/Febrero 2021

Fuente. elaboración propia con información de la OCDE (2021).

Ante el contexto actual, los bancos centrales han disminuido sus tasas de interés a niveles históricamente bajos. Para proveer de crédito, fomentar la actividad económica y la convergencia de las tasas de inflación con sus objetivos, la política monetaria ha descansado en el aumento de sus balances. Igualmente, las autoridades monetarias reiteraron su compromiso por mantener una política acomodaticia en el futuro cercano al persistir las condiciones de holgura.

**Gráfica 12** Tasas de referencia de Bancos Centrales



Los países con asterisco en el eje secundario.  
Fuente. elaboración propia con información del BIS (2021).

Por ejemplo, en marzo de 2021 la Reserva Federal de EUA ha rectificado el rango objetivo para la tasa de fondos federales en 0.0-0.25%, establecido un año atrás. Pretende mantener los niveles mínimos actuales hasta que el mercado laboral alcance el máximo empleo y la inflación aumente a 2% y la exceda en el largo plazo<sup>3</sup>. La compra de activos se mantiene, junto con las facilidades de crédito y liquidez.

El Banco Central Europeo recalcó que su tasa de interés de referencia continuará sin cambios hasta que los pronósticos de inflación converjan con el objetivo del 2%. Asimismo, amplió el programa de compras por emergencia de pandemia hasta marzo de 2022, reafirmando su compromiso por proveer liquidez a la economía.

<sup>3</sup> La FED ha decidido introducir una estrategia de metas de inflación promedio al comprometerse a mantener la inflación promedio en 2% a lo largo del tiempo, permitiendo que la inflación esté por encima del 2% por un periodo acotado. Se espera que en 2021 la inflación sea mayor al 2% Reserva Federal (27 de agosto de 2020). “Review of Monetary Policy Strategy, Tools, and Communications: 2020 Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy” <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/review-of-monetary-policy-strategy-tools-and-communications-statement-on-longer-run-goals-monetary-policy-strategy.htm>

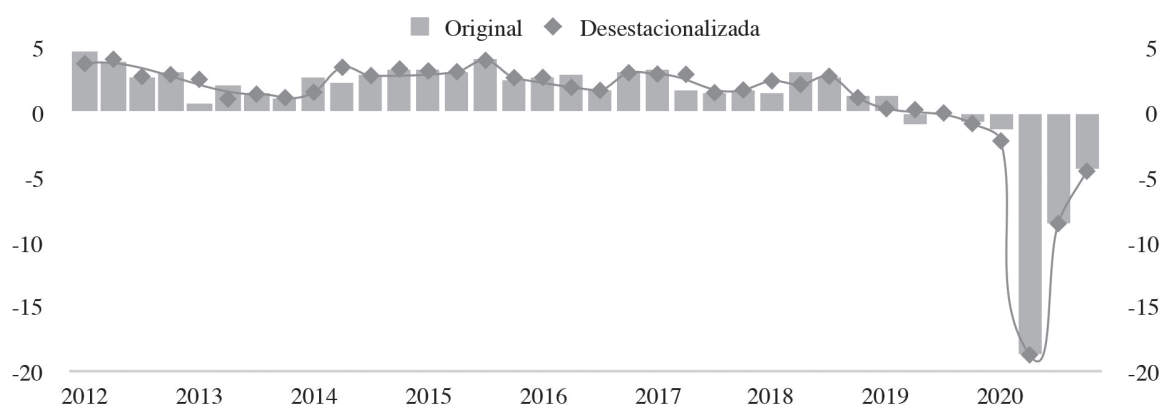


## 2. Evolución y perspectiva actual de la economía mexicana

### 2.1 Actividad Económica

Como resultado del COVID-19 y las acciones implementadas para evitar su propagación, la actividad económica en México presentó un severo deterioro.<sup>4</sup> El PIB registró una caída anual de -8.5% en 2020, producto de una variación anual negativa en todos los trimestres del año. A diferencia de la contracción registrada en el segundo trimestre de 2020 (-16.86%), en el tercero presentó una pronunciada recuperación (12.40%, respecto al segundo semestre) impulsada por la demanda externa y la reapertura parcial de actividades. La recuperación persistió durante el cuarto trimestre de 2020, aunque con una menor aceleración (3.26%).

**Gráfica 13** Producto Interno Bruto. Variación Anual. Por ciento



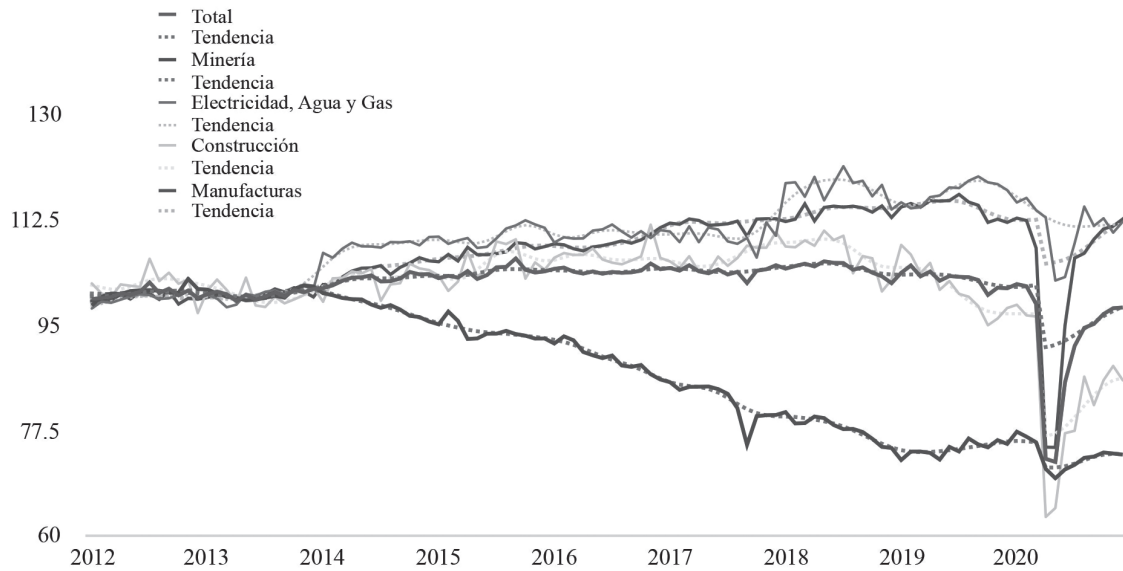
Fuente. elaboración Propia con datos de INEGI (2021).

El impacto negativo de la pandemia sobre los sectores productivos, así como su recuperación, han sido heterogéneos. La producción industrial y los servicios tuvieron caídas de -29.8% y -18.7% respectivamente, y las actividades primarias lograron mantener su tendencia creciente.<sup>5</sup> La recuperación de la actividad industrial a mitad del año estuvo asociada a la mesurada reactivación del sector de la construcción. En diciembre, la construcción y los servicios registraron caídas anuales de -12.2% y -2.35% respectivamente, al contrario, el sector manufacturero presentó una menor repercusión al crecer 0.5% para el mismo periodo.

<sup>4</sup> En conjunto, la actividad permaneció por debajo del nivel previo a la pandemia.

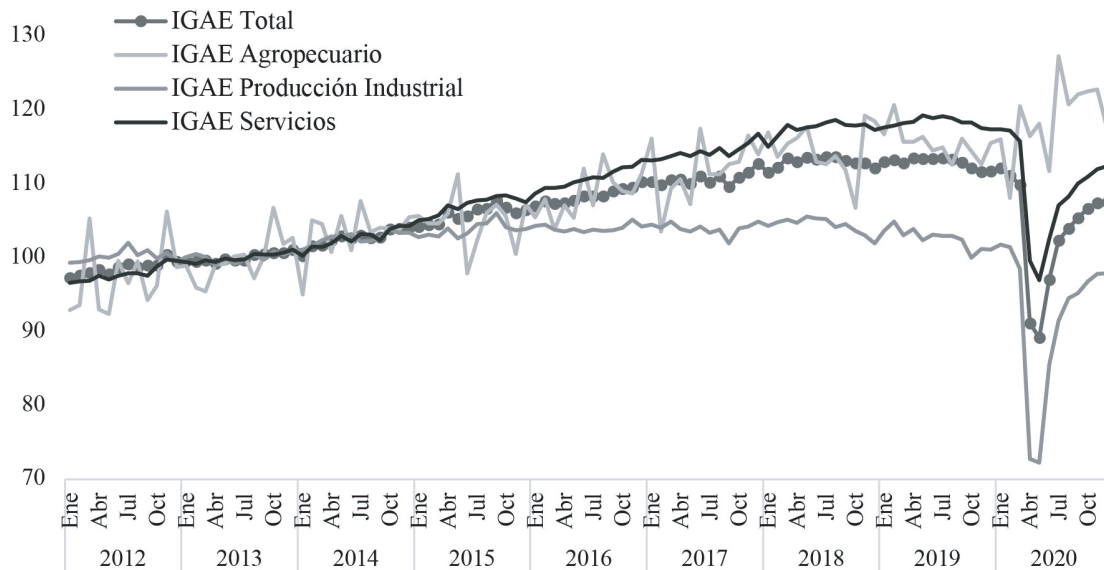
<sup>5</sup> El gobierno federal determinó a las actividades primarias como actividades esenciales, por ende, no hubo una interrupción de labores.

**Gráfica 14** Actividad Industrial  
Índice 2013=100, a. e.



Fuente. elaboración propia con información de Investing y Secretaria de Energía (2021).

**Gráfica 15** Indicador Global de la Actividad Económica  
Índice 2018=100, a. e.

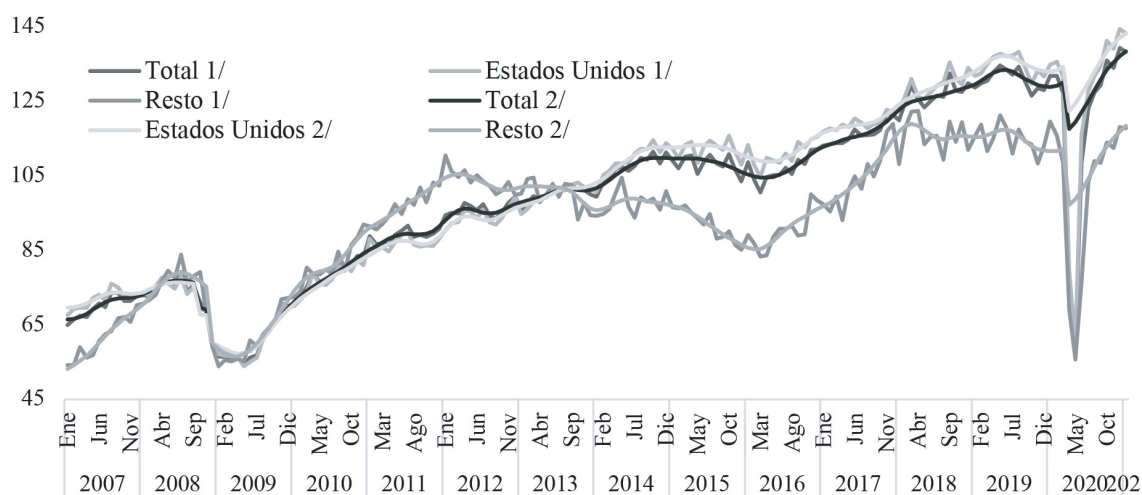


Fuente. elaboración propia con información de Investing y Secretaria de Energía (2021).

La recuperación de la demanda ha sido también heterogénea: mientras que ésta ha sido impulsada sobre todo por las exportaciones, la inversión ha mantenido su tendencia descendente desde mediados de 2018. La reincorporación de actividades económicas en México y sus socios comerciales<sup>6</sup> permitió que las exportaciones aumentaron un 14.5% en el tercer trimestre del 2020 con respecto al anterior, principalmente por el favorable desempeño de las exportaciones automotrices. A pesar de que esta tendencia continuó durante el último trimestre de 2020, hay signos de una desaceleración en enero del 2021.

## Gráfica 16

Exportaciones Manufactureras Totales  
Índice 2013=100, a. e.



1/ Series desestacionalizadas  
2/ Tendencia

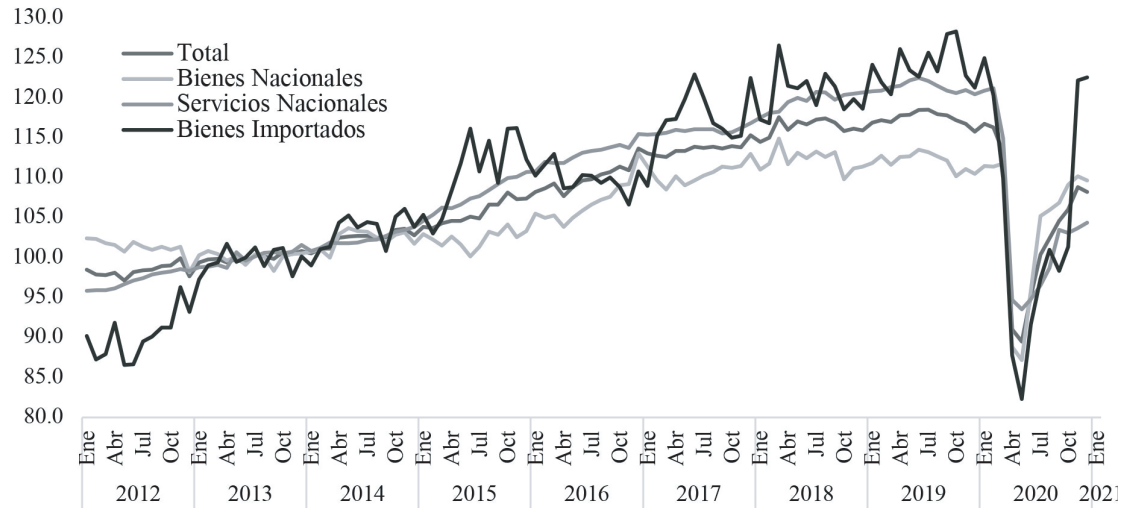
Fuente. elaboración propia con información de Banco de México e INEGI (2021).

Posterior a su caída de marzo a abril en -19.61%, el consumo se ha recuperado de forma gradual. El impulso se ha dado por aumentos en el consumo de bienes, principalmente de origen importado, y de servicios. Sin embargo, la recuperación de ambos se desaceleró durante los últimos trimestres del año dada las nuevas medidas de confinamiento emprendidas por algunas entidades federales. Estas han exacerbado el debilitamiento de algunos de los indicadores relacionados con el consumo: las ventas al menudeo en establecimientos comerciales se contrajeron en los últimos meses.

La recuperación en el consumo se dio como resultado del incremento en las remuneraciones reales, producto de la reincorporación laboral durante los últimos trimestres del 2020. Además, el ingreso por remesas mostró resiliencia durante la pandemia, ubicándose a inicios del 2020 en niveles históricamente elevados.

6 La entrada en vigor del TMEC jugó un papel fundamental en la reactivación de las exportaciones.

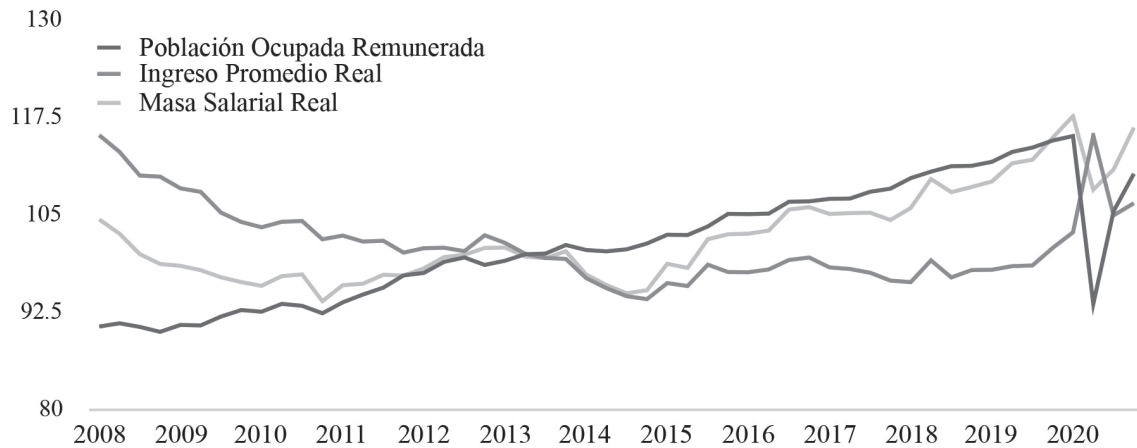
**Gráfica 17** Consumo Privado Total y Componentes  
Índice 2013=100, a. e.  
Variación Porcentual Anual



34

Fuente. elaboración propia con información de Investing y Secretaria de Energía (2021).

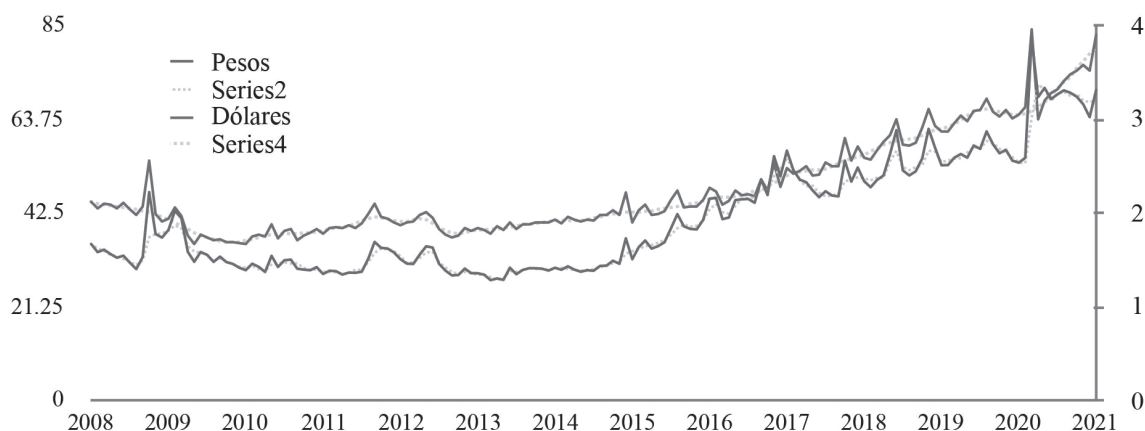
**Gráfica 18** Masa Salarial Real Total  
Índice 2013=100, a. e.



Fuente. elaboración propia con información de Investing y Secretaria de Energía (2021).

## Gráfica 19

Remesas  
Miles de millones de dólares y de pesos constantes, a. e.



En eje secundario remesas en dólares.

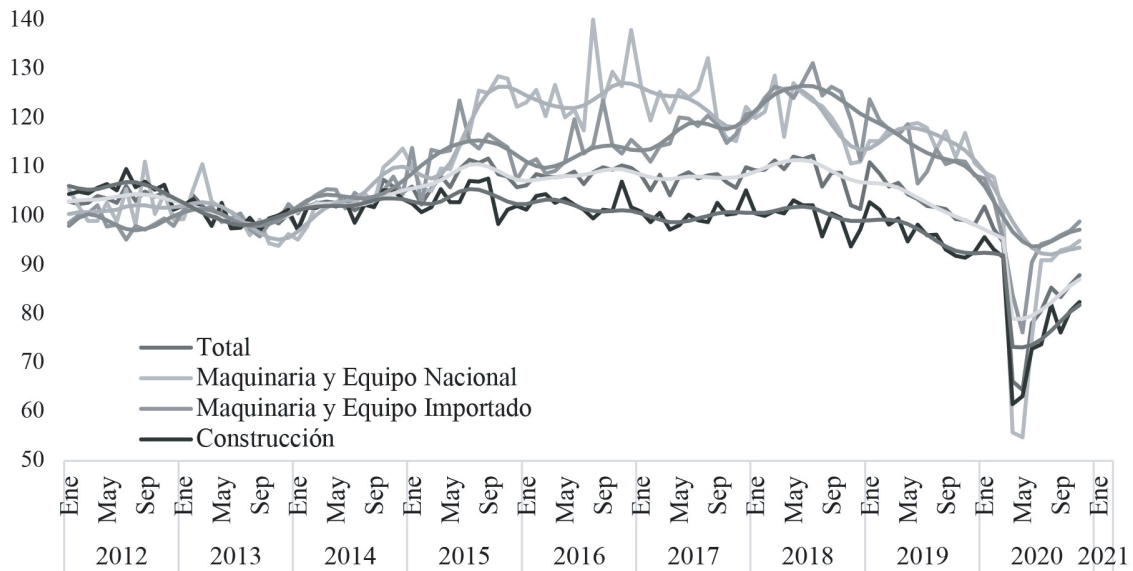
Fuente. elaboración propia con información de Investing y Secretaría de Energía (2021).

La inversión ha caído desde mediados de 2018 como resultado de la debilidad del gasto en maquinaria y equipo y de la inversión en construcción. La tendencia se acentuó derivado de las afectaciones inherentes a la pandemia. Para abril se registró una contracción anual de -38.2%. Su recuperación ha sido lenta. Se observa que, exceptuando la construcción residencial, los componentes de la inversión se mantienen entorno de un 15% debajo de los niveles anteriores a la contingencia sanitaria.<sup>7</sup>

<sup>7</sup> Minuta número 82. Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivos de la decisión de política monetaria anunciada el 11 de febrero de 2021.

**Gráfica 20**

Componentes de la Inversión  
Índice 2013=100, a. e.



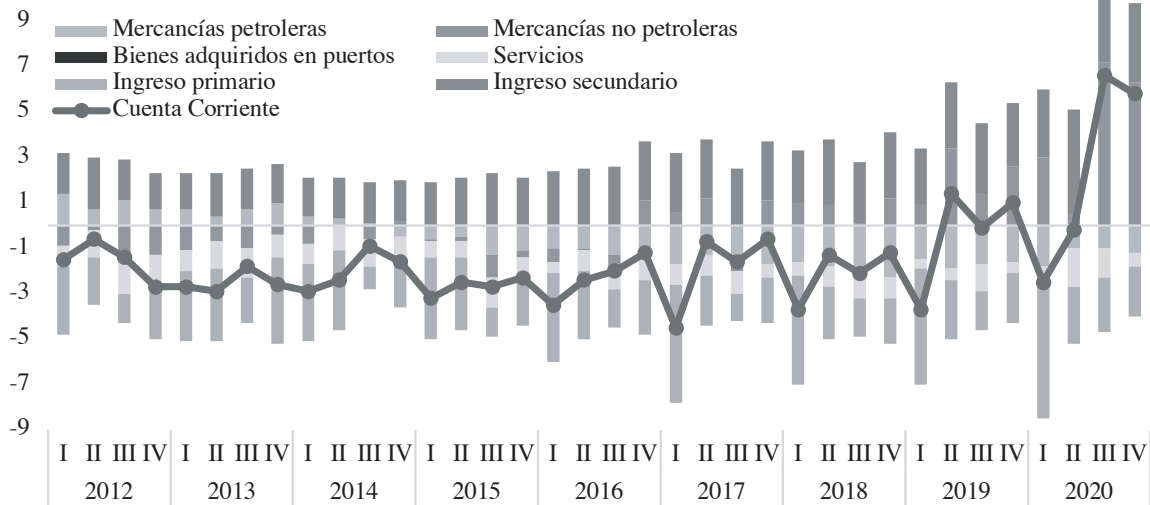
Fuente. elaboración propia con información de Investing y Secretaria de Energía (2021).

La cuenta corriente del país presentó al cierre del 2020 un superávit de 2.4% del PIB, debido a la recuperación de las exportaciones manufactureras en los dos últimos trimestres, los niveles históricos de las remesas y un menor déficit de la balanza petrolera; esto permitió ampliar el superávit de la balanza comercial no petrolera.



## Gráfica 21

### Componentes de la Cuenta Corriente Proporción del PIB trimestral



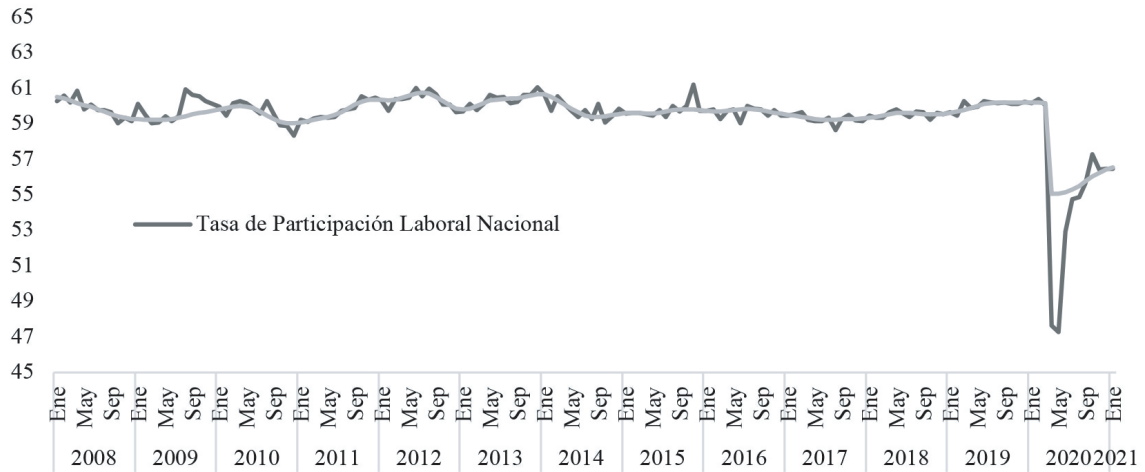
Fuente: elaboración propia con información de Banco de México e INEGI (2021).

El mercado de trabajo se ha visto afectado por el confinamiento: después de la medición recuperación del mercado laboral vista en el tercer trimestre, durante el último trimestre del 2020 se volvió a debilitar.<sup>8</sup> Mientras que la tasa de desocupación nacional y la de desocupación urbana se incrementó en enero de 2021 a 4.45% y 6.59% respectivamente, la tasa de participación laboral, la tasa de desempleo y la tasa subocupación se mantienen deprimidas.<sup>9</sup>

8 Aunado a ello, la falta de consenso sobre la regulación de subcontratación en México puede inhibir la protección del empleo y los derechos laborales.

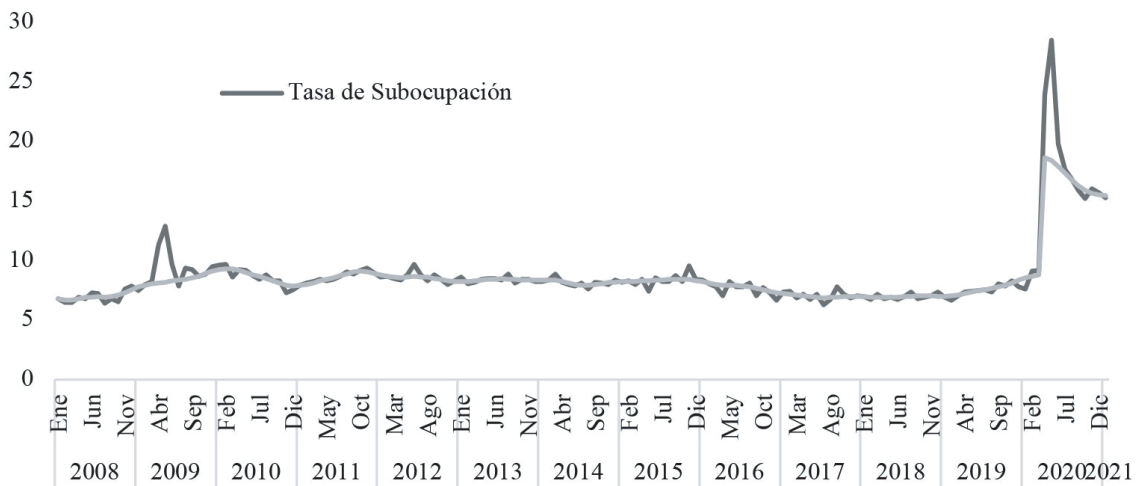
9 Cabe resaltar que el sector informal del mercado laboral es el único que registra tasas de ocupación similares a los observados antes de la pandemia.

**Gráfica 22** Tasa de Participación Laboral Nacional Por ciento, a. e.



Fuente: elaboración propia con información de Banco de México e INEGI (2021).

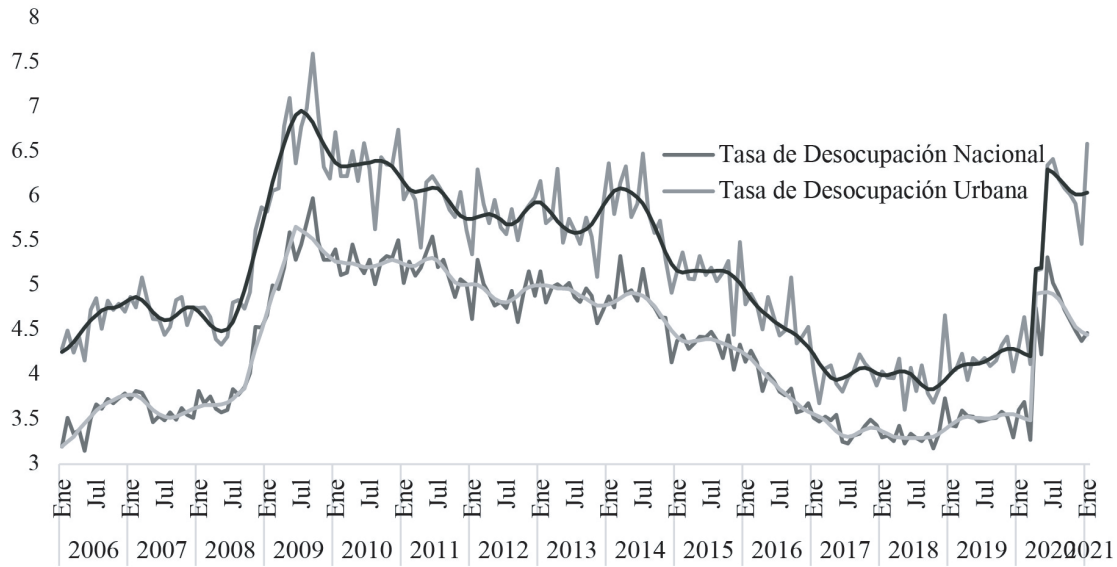
**Gráfica 23** Tasa de Subocupación Nacional Por ciento, a. e.



Fuente: elaboración propia con información de Banco de México e INEGI (2021).

## Gráfica 24

Tasas de Desocupación Nacional y Urbana  
Por ciento, a. e.

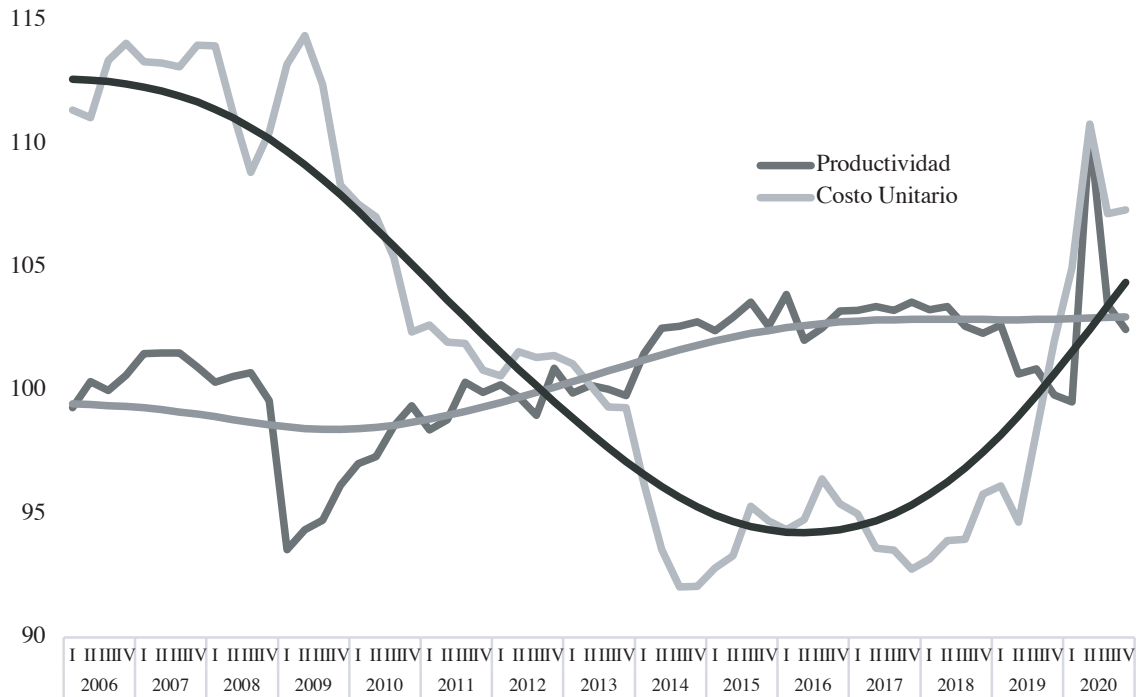


Fuente: elaboración propia con información de Banco de México e INEGI (2021).

Debido al diferencial entre la contracción de horas trabajadas y el valor agregado, la productividad laboral aumentó en el transcurso del año. En el último trimestre, como consecuencia del doble efecto de la reactivación de la producción y el incremento de las horas trabajadas, la productividad laboral se redujo, aunque permaneciendo por encima de los niveles previos a la pandemia. Por su parte, el costo unitario de la mano de obra del total de la economía se incrementó al finalizar el 2020 ante el aumento de las remuneraciones reales.

## Gráfica 25

Productividad y Costo Unitario de la Mano de Obra  
Índice 2013=100, a. e.



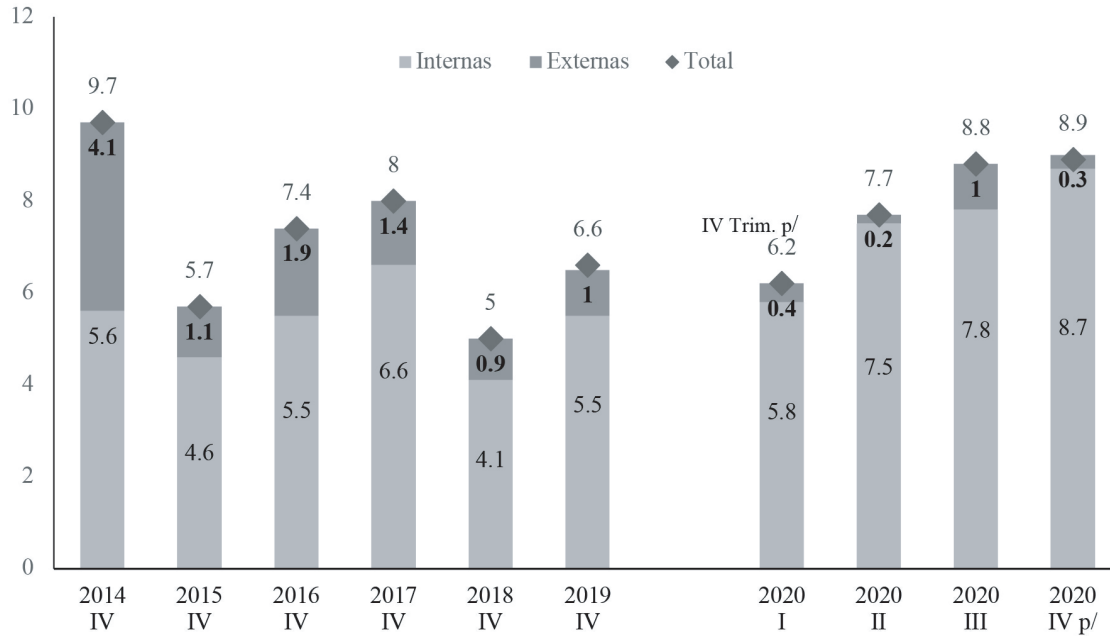
Fuente. elaboración propia con información de Banco de México e INEGI (2021).

### 2.2 Mercados financieros en México

La disminución del flujo en los ingresos del sector privado, derivado del paro de la actividad económica, ha provocado un aumento de la demanda de ahorro precautorio y preferencia por liquidez. Como respuesta, el financiamiento total aumentó en 230 puntos básicos (pb) de 2019 a 2020, mientras que el financiamiento interno pasó de 5.8% del PIB a 8.7% del primer al cuarto trimestre del 2020.

**Gráfica 26**

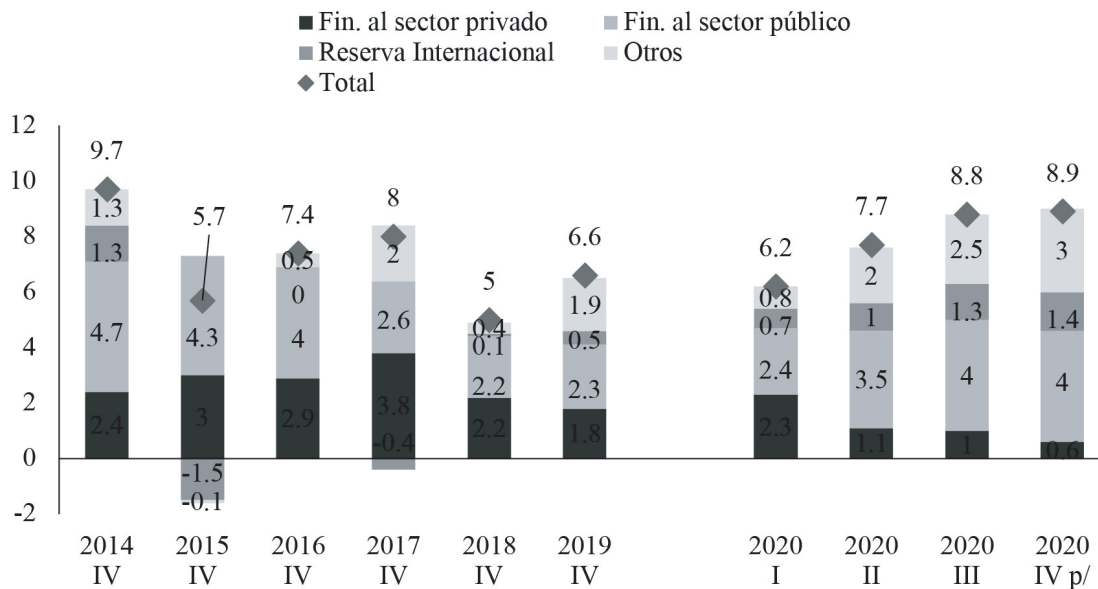
Fuentes de Recursos Financieros de la Economía  
Flujos anuales como porcentaje del PIB



Fuente: elaboración propia con información del Banco de México (2020).

**Gráfica 27**

Usos de Recursos Financieros de la Economía  
Flujos anuales de como porcentaje del PIB

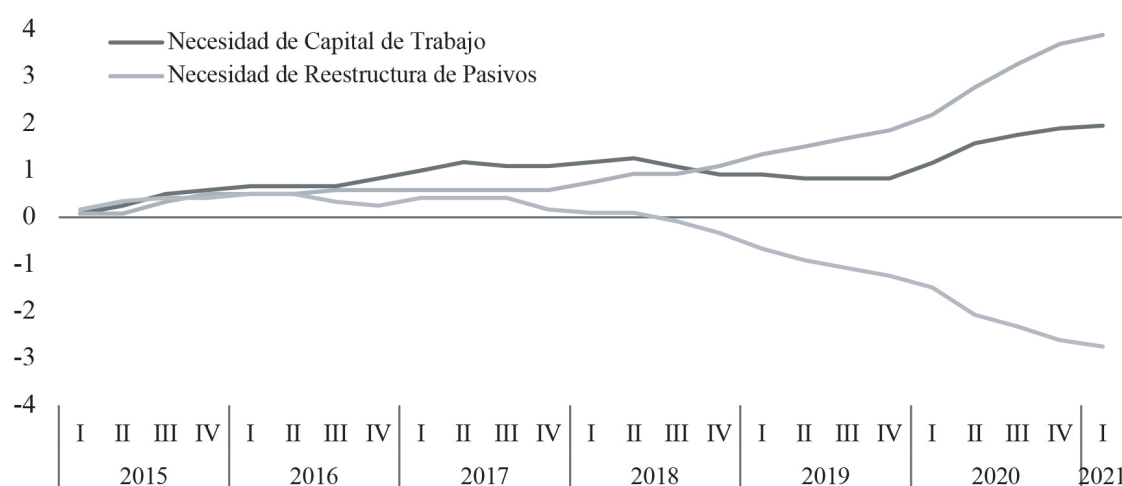


Fuente: elaboración propia con información del Banco de México (2020).

Se observa una sustitución de fuentes externas por internas. Ello obedece a la débil demanda de instrumentos monetarios y valores gubernamentales por no residentes y a la evolución de la cuenta corriente<sup>10</sup>.

El crecimiento del financiamiento al sector público y la desaceleración del financiamiento privado contribuyen al estancamiento de la inversión<sup>11</sup>. Al cuarto trimestre del 2020 la inversión en activo físico fue de -2.33 y la necesidad de reestructurar de pasivos creció 99% del cuarto trimestre de 2019 al cuarto trimestre de 2020.

**Gráfica 28** Factores Relacionados con la Demanda de Crédito de Empresas Grandes según Bancos con Mayor Participación en el Segmento. Índice de difusión acumulado



Fuente: elaboración propia con información de la Encuesta sobre Condiciones Generales y Estándares en el Mercado de Crédito Bancario. (2021).

La colocación externa de deuda corporativa se ubicó en -0.2 mil millones de dólares (mmd) en el cuarto trimestre de 2020, contribuyendo a que el financiamiento externo a empresas registrara una reducción a tasa real anual de 1.7%<sup>12</sup>. También se observa una caída en la oferta de crédito por la banca comercial a empresas. El crédito a hogares mejoró su desempeño en el tercer trimestre de 2020<sup>13</sup>.

10 Banco de México. Reporte Trimestral Octubre-diciembre 2020.

11 La caída en el financiamiento se debe a una menor actividad de las empresas de colocar deuda corporativa y a disminuciones en la cartera de créditos bancarios, lo cual responde tanto a factores de oferta como de demanda.

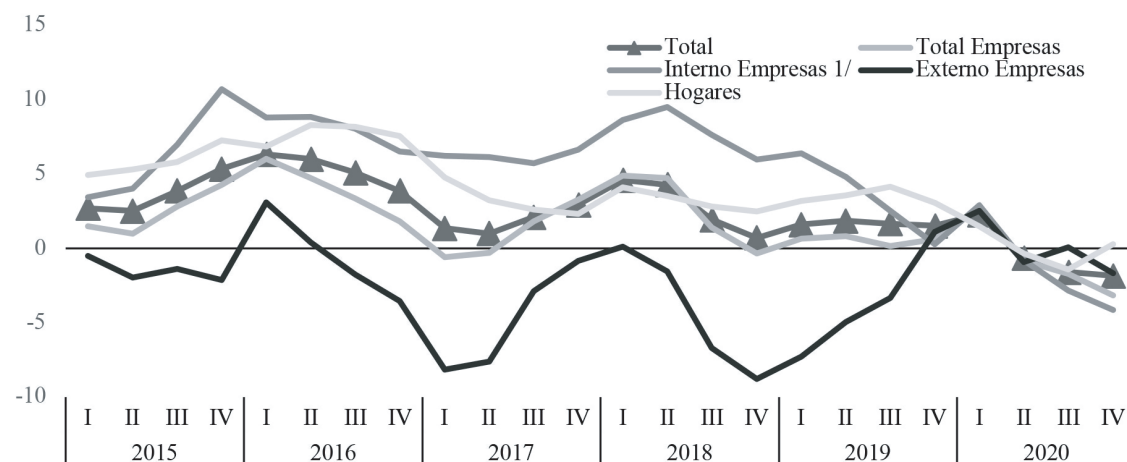
12 Banco de México. Reporte Trimestral Octubre-diciembre 2020

13 El avance en el crédito en el tercer trimestre del 2020 a hogares es explicado por el repunte en la demanda de crédito hipotecario promovido por disminución en la prima de riesgo inflacionaria que inciden en las tasas de interés de largo plazo.



## Gráfica 29

### Financiamiento Total al Sector Privado No Financiero Variación real anual por ciento



1/ Las cifras se ajustan por la salida e incorporación de algunos intermediarios financieros a la estadística de crédito. Incluye el crédito de la banca comercial, de desarrollo y de otros intermediarios financieros no bancarios

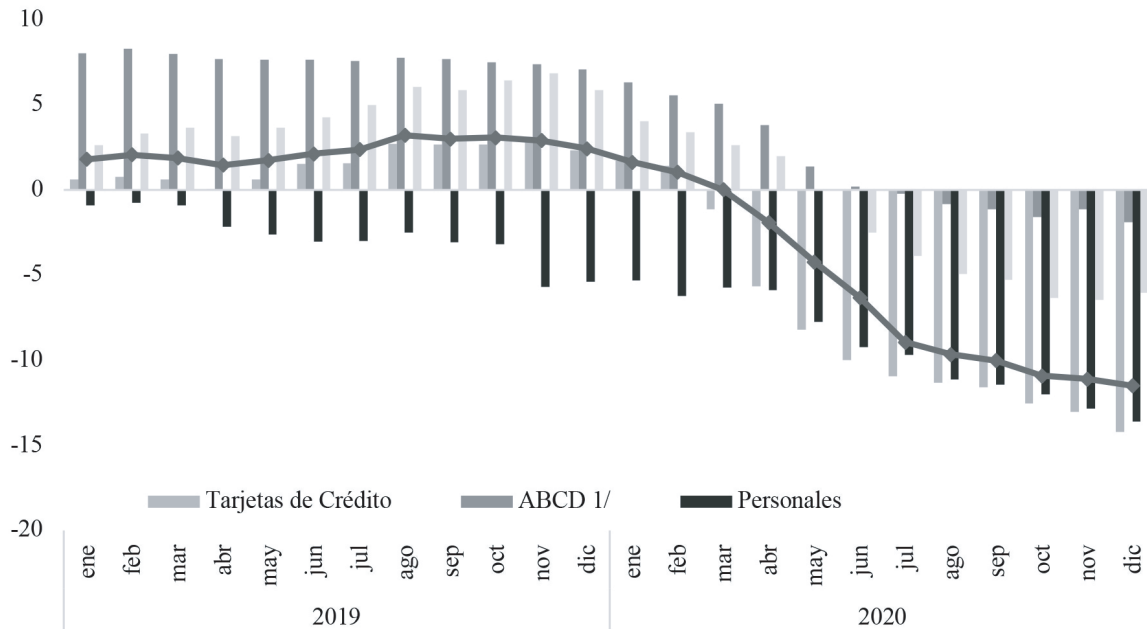
Fuente: elaboración propia con información del Banco de México (2020).

La Encuesta sobre condiciones generales y estándares en el mercado de crédito bancario (EnBan) reporta que la contracción en la oferta de crédito continuó durante el cuarto trimestre 2020, debido a la preocupación por un mayor riesgo crediticio y al consecuente deterioro en la calidad de la cartera de este segmento de empresas y una menor tolerancia al riesgo<sup>14</sup>.

El crédito total otorgado por la banca comercial en marzo de 2020 fue de 0.01% anual; para tocar un mínimo en diciembre de 2020 en -11.5%.

14 Banco de México. Reporte Trimestral octubre- diciembre. 2020.

**Gráfica 30** Crédito Vigente de la Banca Comercial al Consumo  
Variación anual en por ciento



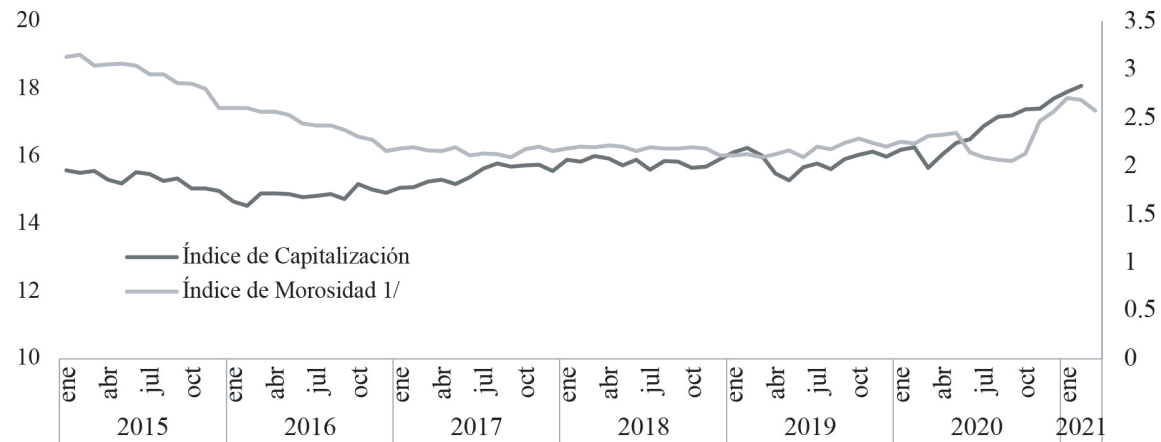
1/ Incluye crédito automotriz y crédito para la adquisición de otros bienes muebles.  
Fuente: elaboración propia con información del Banco de México (2020).

Del primer al tercer trimestre de 2020 la EnBan reporta un traspaso del crédito vigente a cartera vencida debido a que prevalecen condiciones de apretamiento en la economía. Tanto el crédito al consumo como a empresas muestran una lenta recuperación<sup>15</sup>.

El riesgo de crédito de la banca múltiple aumentó 23 pb en el cuarto trimestre de 2020 por aumentos en las probabilidades de incumplimiento del sector privado. La capitalización de la banca comercial se ubica por encima del capital regulatorio (10.5%).

15 Banco de México. Reporte de Estabilidad Financiera. Diciembre 2020.

**Gráfica 31** Índice de Capitalización y Morosidad

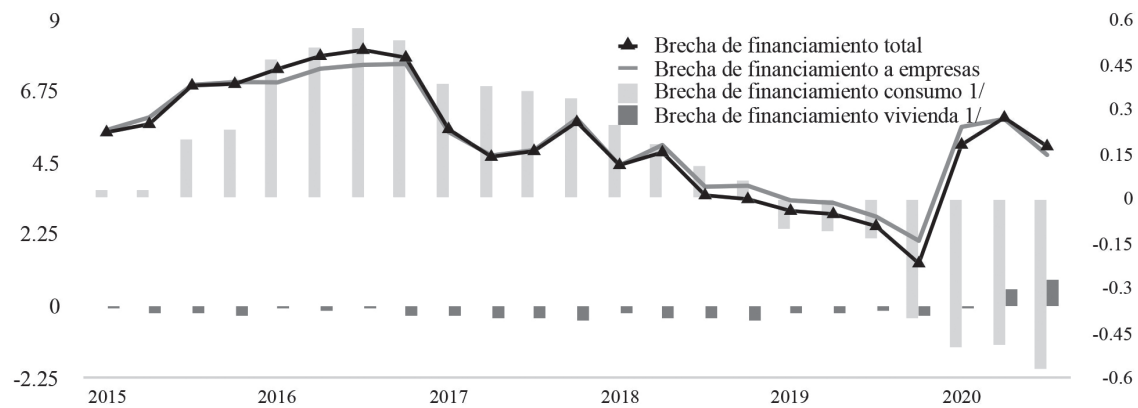


1/ Serie en eje secundario.

Fuente: elaboración propia con información del Banco de México (2020).

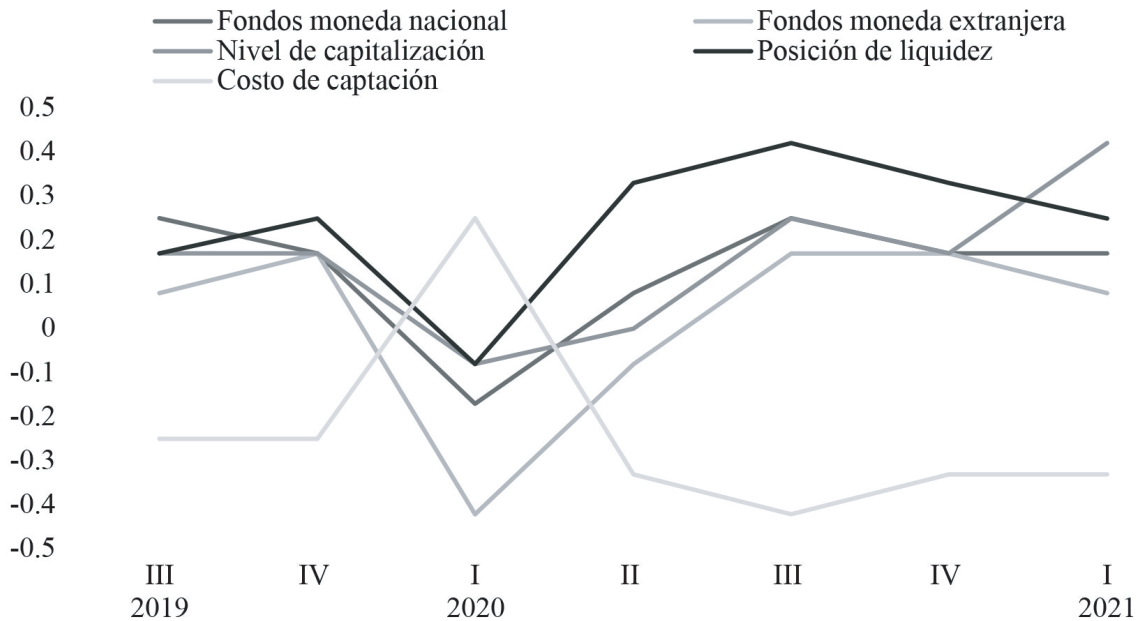
Hasta el tercer trimestre de 2020 la brecha del financiamiento total registró un aumento<sup>16</sup>. Pasó de 1.35 a 5.89 para contraerse a 5.03 al finalizar el año 2020.

**Gráfica 32** Brecha de Financiamiento por Sectores



Fuente: elaboración propia con información del Banco de México (2020).

<sup>16</sup> Por la depreciación cambiaria de marzo y el crecimiento del financiamiento externo (Banco de México, 2020).

**Gráfica 33**Percepción de la Disponibilidad de Fondos  
Índices de difusión

Fuente: elaboración propia con información de la Encuesta sobre Condiciones Generales y Estándares en el Mercado de Crédito Bancario (2021).

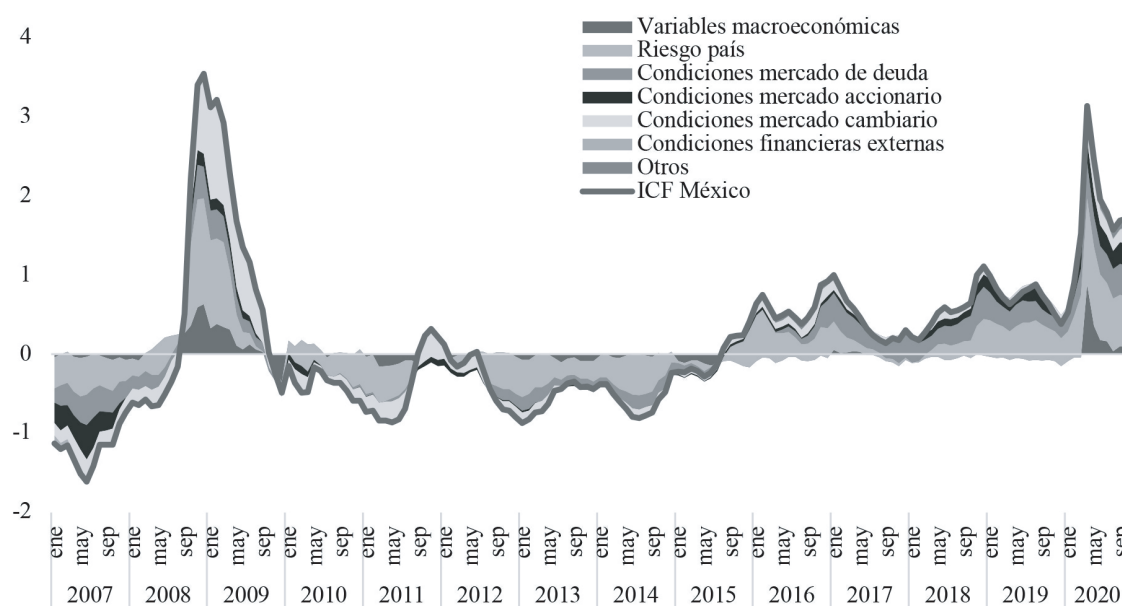
La posición de liquidez y el nivel de capitalización en el tercer trimestre de 2020 fue 0.42 y 0.25, respectivamente. En cuarto trimestre se ubicó en 0.33 y 0.17. El deterioro del crédito representa un riesgo para la recuperación económica.

### 2.3 Estabilidad financiera, inflación y política monetaria en México

#### 2.3.1 Estabilidad financiera

La estabilidad financiera refleja un sistema financiero que resiste perturbaciones adversas. En marzo y abril de 2020 los mercados financieros registraron 3.13 y 2.45 de estrés financiero, niveles no observados desde octubre de 2008. La persistencia de altos niveles de estrés financiero se debe a la incertidumbre alrededor de la evolución de la pandemia.

**Gráfica 34** Índice de Condiciones Financieras  
Desviaciones Estándar



Fuente: elaboración propia con información del Banco de México (2020).

Las condiciones financieras de México se apretaron<sup>17</sup> en el segundo bimestre del 2020, principalmente por el mercado cambiario.<sup>18</sup>

En el mismo periodo las operaciones de reporto con valores gubernamentales y títulos corporativos alcanzaron 100 mil millones de pesos (mdp) y 11 mil mdp, respectivamente.<sup>19</sup>

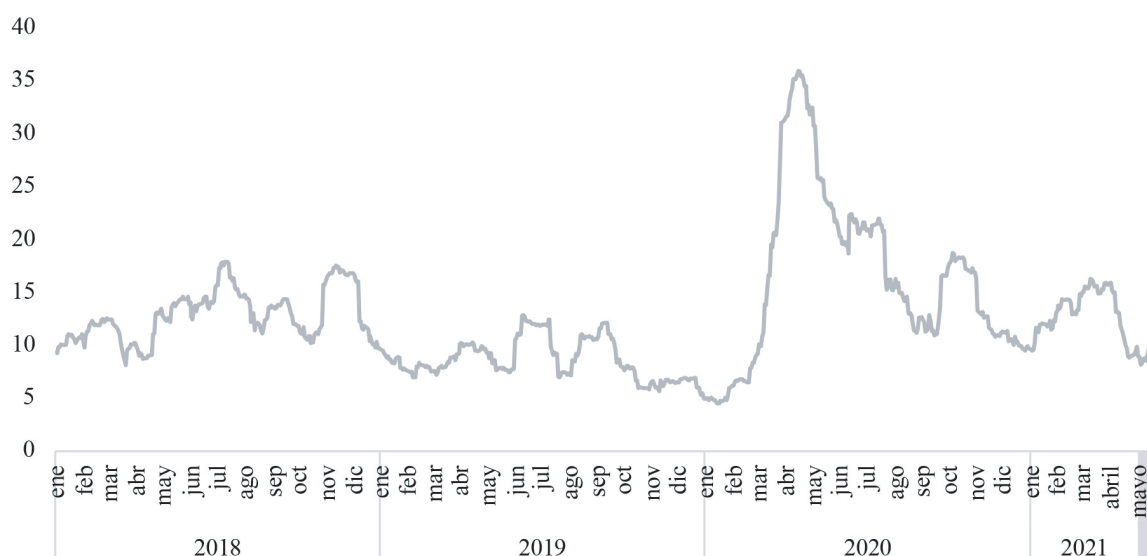
En el segundo semestre de 2020 el tipo de cambio mostró volatilidad ante la depreciación generalizada del dólar en septiembre por las elecciones en EUA, el anuncio de mantener por un tiempo prolongado una política acomodaticia de la Reserva Federal y el rebrote de contagios de COVID-19.

17 El apretamiento de las condiciones financieras no solo se refiere al aumento del costo del financiamiento sino a las condiciones y disponibilidad de este.

18 El tipo de cambio registró un aumento en el diferencial del tipo de cambio interbancario máximo a mínimo y el diferencial de compraventa interbancario del tipo de cambio (Banco de México, 2020).

19 Banco de México. *Reporte de Estabilidad Financiera*. Diciembre 2020.

**Gráfica 35** Volatilidad del Tipo de Cambio a 30 días  
Desviación Estándar Anualizada



Fuente: elaboración propia con información del Banco de México (2020).

La menor asignación de las subastas realizadas en septiembre con ayuda de la línea “swap” de la Reserva Federal demuestra la estabilidad en los mercados de fondeo de dólares.<sup>20</sup> Al 11 de junio de 2020, el BIS registró el uso de 7 de 60 líneas “swap” aprobadas para el Banco Central de México.<sup>21</sup>

La calificación riesgo país y de PEMEX tiene un grado de inversión medio bajo. En caso de Fitch la perspectiva es negativa.

	Fitch Ratings	Moody's	Standard & Poor's
Crédito Petróleos Mexicanos	BB-	Ba2	BBB
Crédito Soberano México	BBB-	Baa1	BBB

### 2.3.2 Inflación

Las medidas sanitarias han afectado la demanda de diversos bienes y servicios y limitado la oferta de mercancías de manera diferenciada. Estos choques simultáneos han impactado a la inflación y sus componentes, revirtiendo la tendencia a la baja observada desde 2017. El alza en los precios

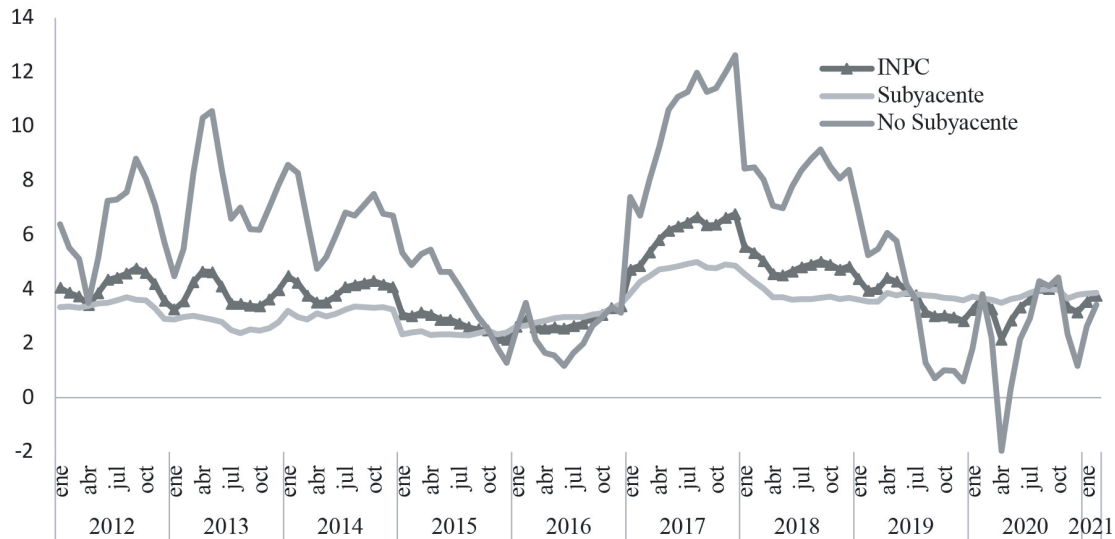
<sup>20</sup> Banco de México. Reporte de Estabilidad Financiera. Diciembre 2020.

<sup>21</sup> Banco Internacional de Pagos (2020). *A monetary lifeline: central bank's crisis response*. Reporte Anual de Economía 2020. <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2020e.pdf>



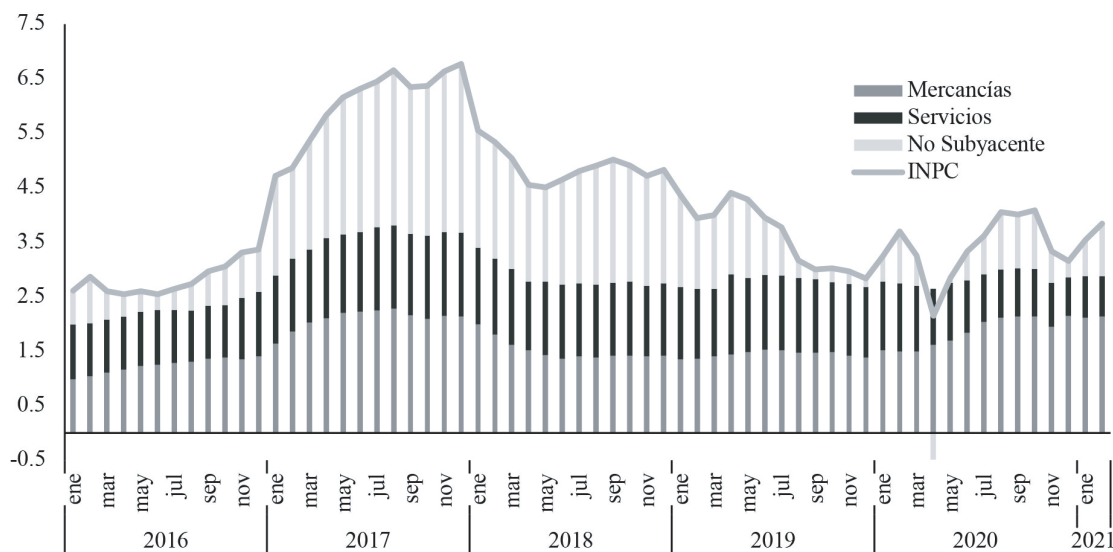
a partir del primer confinamiento se dio principalmente por el componente subyacente. La inflación general, subyacente y no subyacente para febrero de 2021 presentaron niveles de 3.76%, 3.87%, y 3.43%; un incremento respecto al mes de enero.

**Gráfica 36** Índice Nacional de Precios al Consumidor  
Variación en porcentaje anual



Fuente. elaboración propia con información de Banco de México e INEGI (2021).

**Gráfica 37** Índice Nacional de Precios al Consumidor  
Incidencias anuales en puntos porcentuales

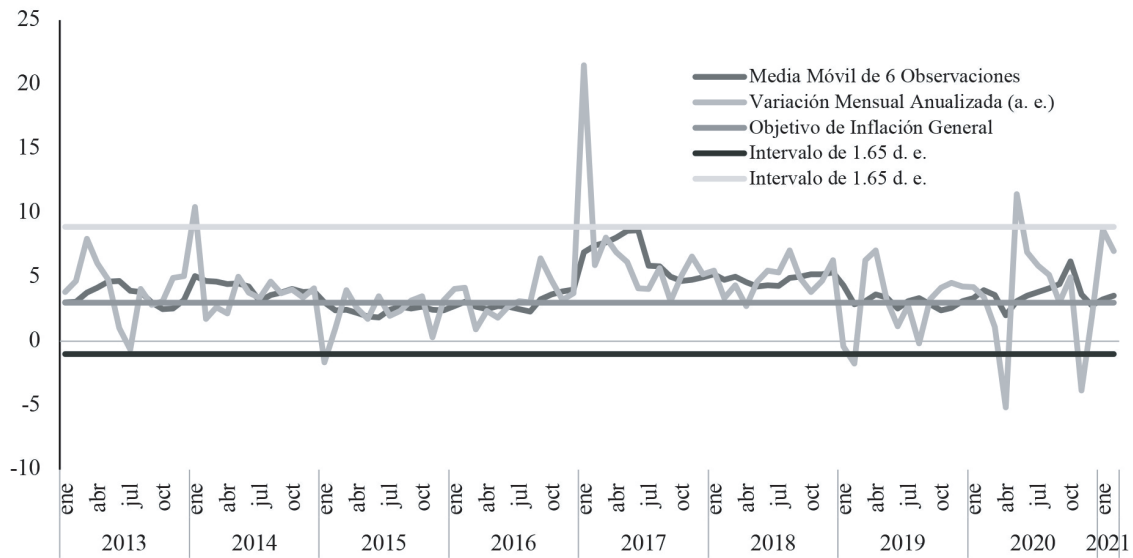


Fuente. elaboración propia con información de Banco de México e INEGI (2021).

Ante una estabilidad de las incidencias anuales de los servicios y mercancías desde finales de 2020, las variaciones en el nivel general de precios son explicadas principalmente por la variabilidad en el componente no subyacente.

La inflación general y subyacente mensual anualizada presentan un fuerte incremento para noviembre de 2020 (8.67%), manteniéndose en niveles elevados durante enero y febrero 2021 (4.32%). Este aumento se explica por una fuerte alza de los precios de los energéticos desde los primeros meses de 2021.<sup>22</sup>

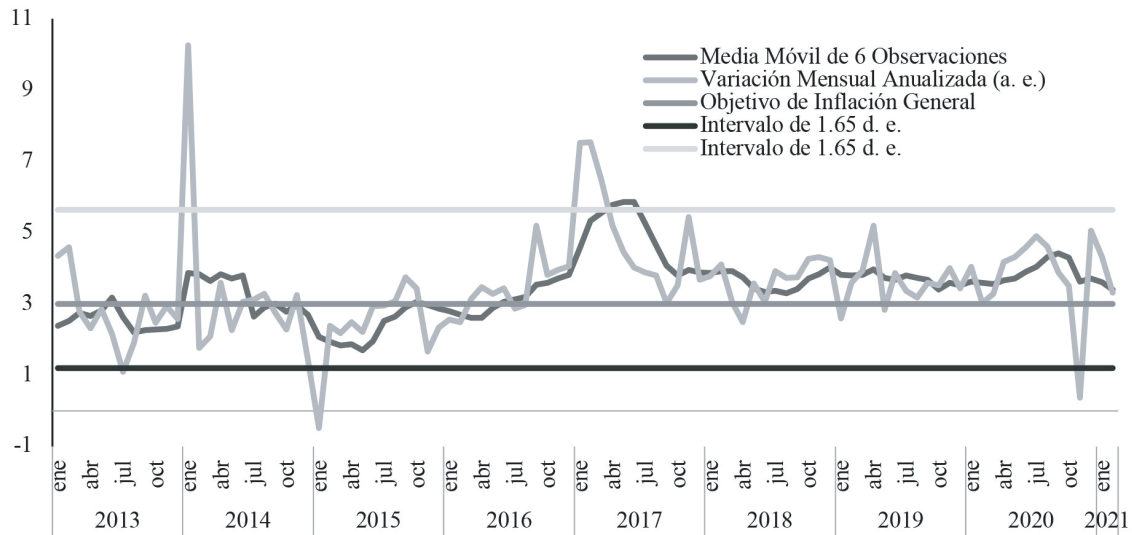
**Gráfica 38** Inflación General Mensual Anualizada



Fuente. elaboración propia con información del Banco de México (2021).

22 Banco de México (2021). Informe Trimestral octubre – diciembre 2020.

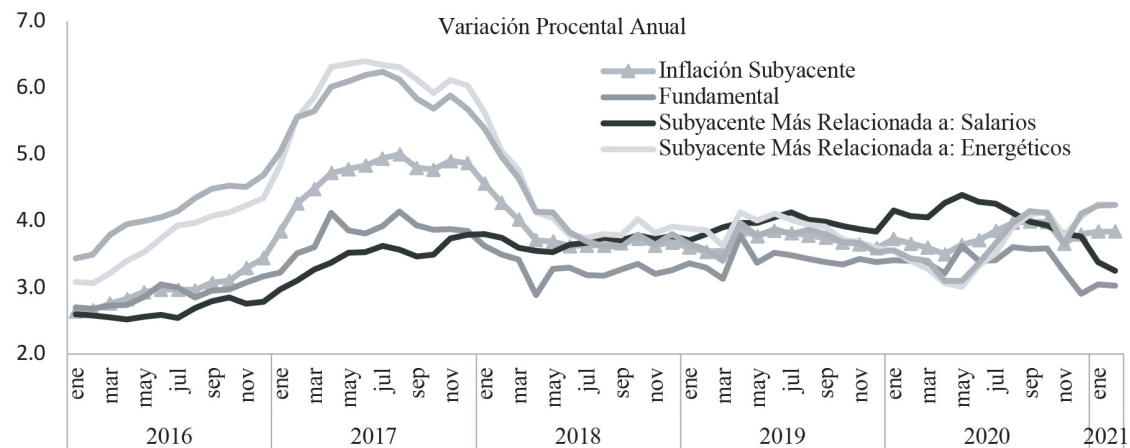
**Gráfica 39** Inflación Subyacente Mensual Anualizada



Fuente. elaboración propia con información del Banco de México (2021).

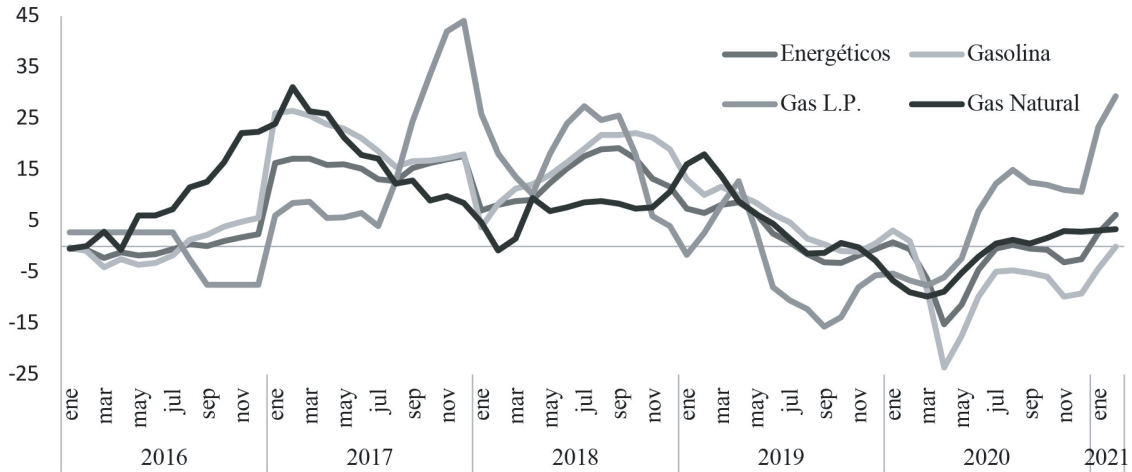
La tendencia reciente de estos indicadores muestra riesgos al alza para la inflación general. Para febrero de 2021, los rubros de energéticos y tipo de cambio presentaron un alza (ambos de 4.24%), mientras que los de salarios y la inflación subyacente fundamental se redujeron generalizadamente a niveles de 3.25% y 3.03%, respectivamente.

**Gráfica 40** Indicadores Más Relacionados a Choques de Oferta e Inflación Subyacente Observada



Fuente: elaboración propia con información del Banco de México (2021).

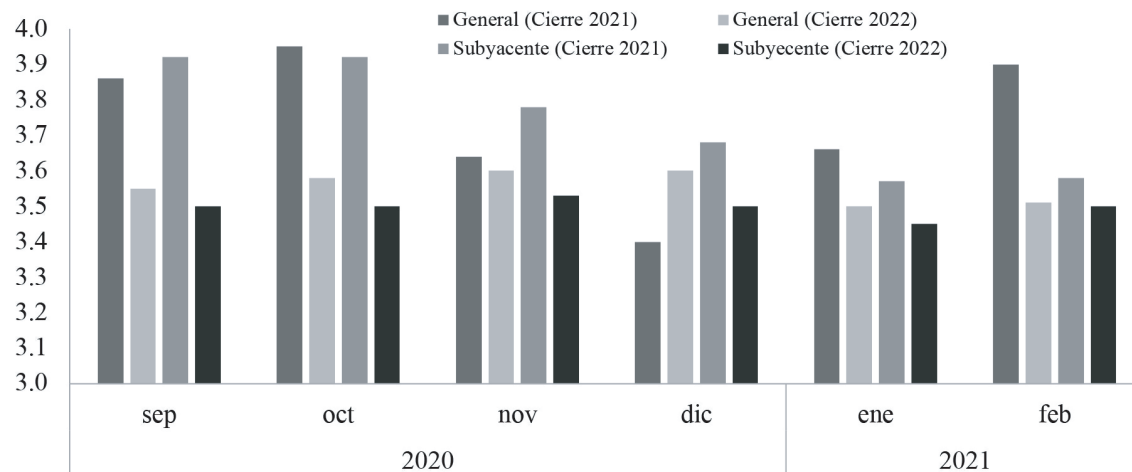
**Gráfica 41** Inflación de los Energéticos Seleccionados



Fuente: elaboración propia con información del Banco de México (2021).

El comportamiento alcista en la inflación ha provocado que las expectativas de inflación anual para el 2021 y 2022 hayan aumentado en febrero de 2021 respecto a los dos meses anteriores.<sup>23</sup>

**Gráfica 42** Mediana de Expectativas de Inflación General y Subyacente al cierre del año



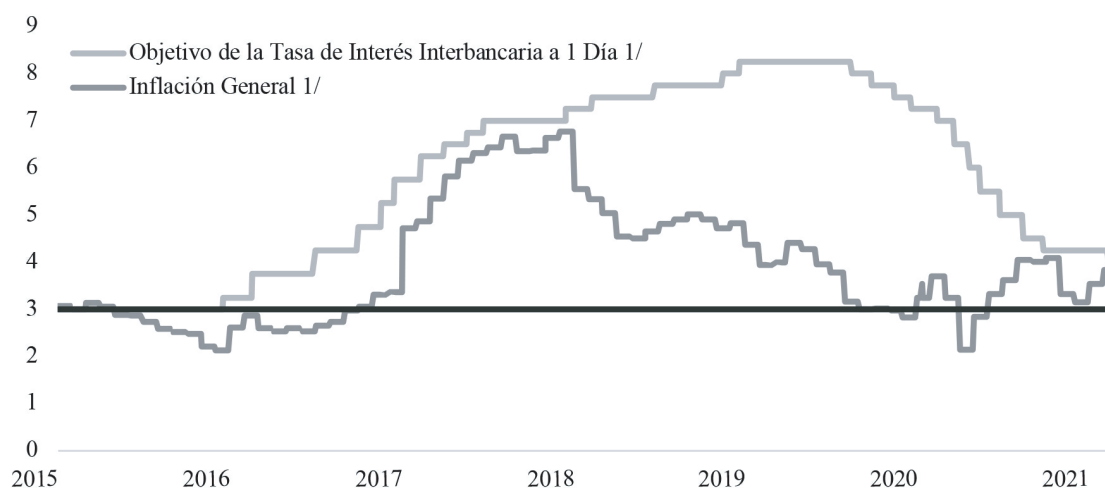
Fuente: elaboración propia con información de la Encuesta de Expectativas del Ban de México Febrero 2021

<sup>23</sup> Las medianas de expectativas de la inflación general y subyacente se incrementaron respecto al mes previo a niveles de 3.66% a 3.9%, y de 3.57% a 3.58%. Las expectativas para 2022 son muy similares, de 3.5% a 3.51%, y de 3.45% a 3.5% respectivamente, es decir, se mantienen ancladas. Véase los resultados de la Encuesta de Expectativas de los Especialistas en Economía en el Sector Privado: febrero 2021.

### 2.3.3 Política monetaria en México

La tasa de interés objetivo actual es de 4%. Las decisiones de política monetaria durante 2020 fueron acomodaticias, derivado de la contracción de actividad económica, los choques financieros y sus efectos sobre la inflación. Junto a esto, se implementaron medidas de liquidez alternativas para impulsar financiamiento a empresas e instituciones financieras, con el fin de promover un sano desarrollo de los mercados tras el cierre de actividades en marzo de 2020,<sup>24</sup> cuya vigencia se amplió en febrero de 2021.<sup>25</sup>

**Gráfica 43** Tasa de Interés Objetivo e Inflación General  
En porcentaje



1/ Cifras a la primera quincena de febrero de 2021.

Fuente: elaboración propia con información de Banco de México (2021).

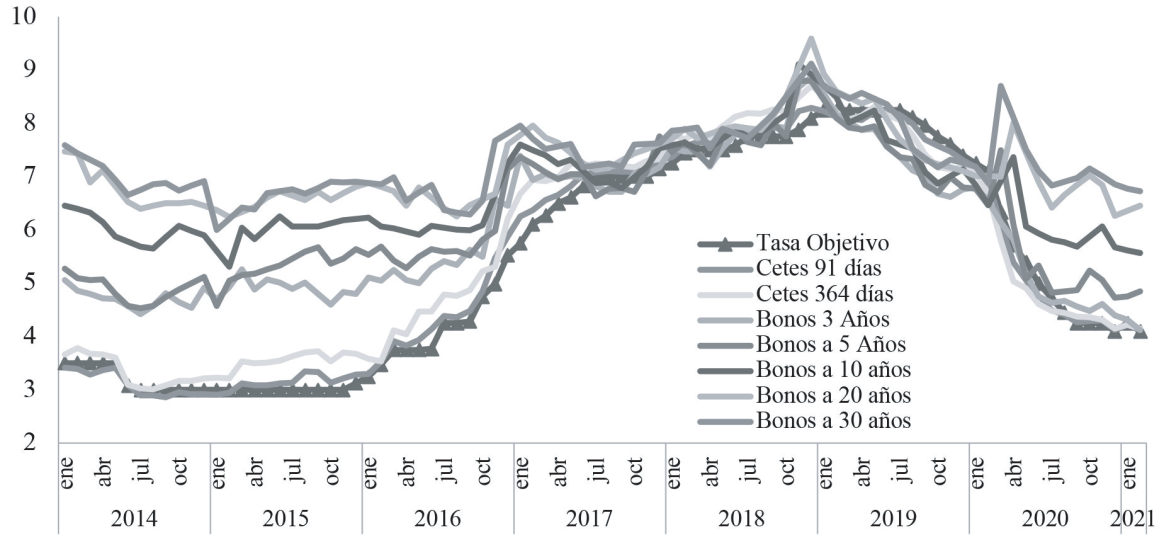
Las tasas de valores gubernamentales continúan con su tendencia a la baja iniciada desde mediados del 2019, siendo afín con las economías emergentes y avanzadas. Las tasas de mediano y largo plazo<sup>26</sup> presentan un nivel relativamente mayor con respecto a los demás valores. Un mayor optimismo en el mercado de deuda se refleja en la pendiente actual de la curva de rendimientos.

24 Comunicado de prensa del 21 de abril de 2020 del Banco de México.

25 Comunicado de prensa del 25 de marzo de 2021 del Banco de México

26 Tasas de Bonos de 5, 10, 20 y 30 años de tasa fija.

**Gráfica 44** Tasas de Valores Gubernamentales  
En porcentaje

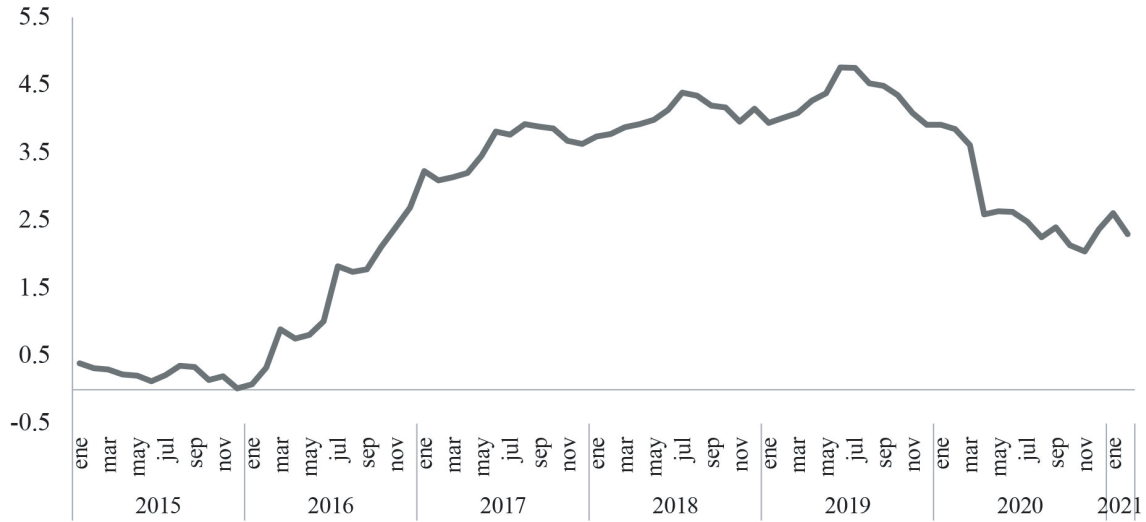


Fuente: elaboración propia con información del Banco de México (2021).

Los diferenciales de tasas de bonos entre México y los EUA<sup>27</sup> disminuyeron desde inicios de 2020, llegando a niveles de 2.86% y 1.78%, aunque con una ligera alza con respecto al del corto plazo. La caída en el diferencial de tasas de 10 años entre ambos países se deriva del empinamiento de la curva de rendimiento de EUA, ante mejores expectativas de crecimiento y menor aversión al riesgo.

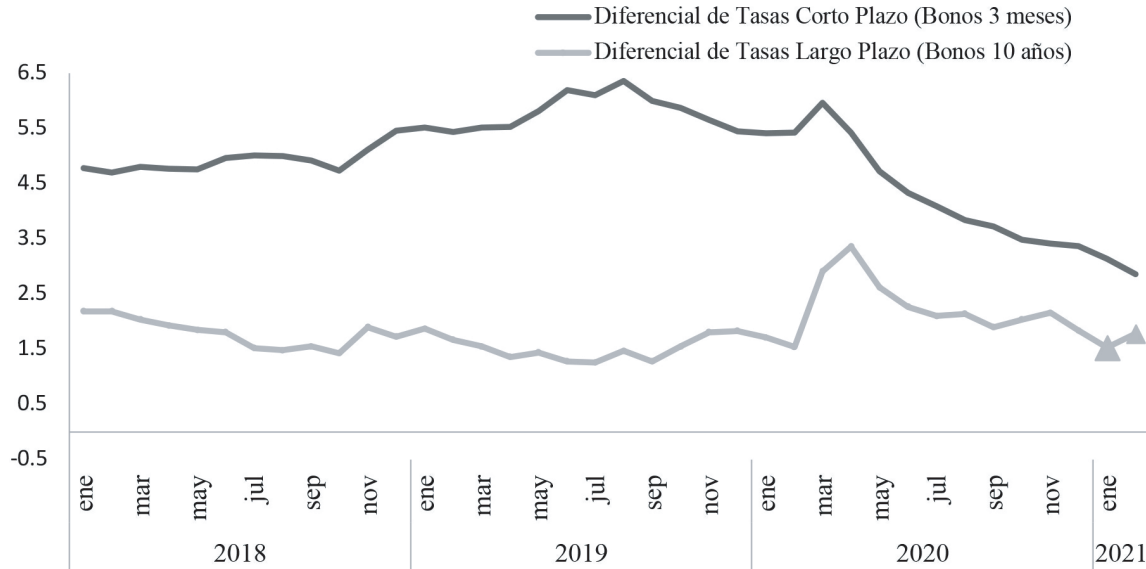
<sup>27</sup> Corto plazo referente a diferencial de tasas de bonos de 3 meses, y largo plazo diferencial de tasas de bonos de 10 años.

**Gráfica 45** Pendiente de la Curva de Rendimientos  
En porcentaje



Fuente: elaboración propia con información del Banco de México (2020).

**Gráfica 46** Pendiente de la Curva de Rendimientos  
En porcentaje



Fuente: elaboración propia con información del Banco de México (2021).

### 3. Postura y defensa de la política monetaria

En este ensayo recomendamos mantener la tasa objetivo en nivel de 4.00%. Ante el panorama de incertidumbre asociado a la pandemia, existen distintos riesgos relacionados a la inflación y a la actividad económica que hemos identificado para la resolución de nuestra postura.

#### *Inflación*

- A la baja: i) prolongación del distanciamiento social más de lo previsto; ii) disminución en la brecha del producto; iii) apreciación cambiaria; y, iv) reducción de presiones inflacionarias mundiales.
- Al alza: i) persistencia del alza en los precios de los energéticos; ii) estímulos fiscales en economías avanzadas; iii) relajamiento de las condiciones sanitarias; iv) depreciación cambiaria; v) incremento sostenido de costos para las empresas (contratación y logística); y, vi) aumento de la demanda interna y externa de bienes y servicios.

56

#### *Actividad económica*

- A la baja: i) incremento en los contagios de COVID-19 y retrasos en la vacunación; ii) reducción en la calificación de PEMEX y deuda soberana; iii) contracción del financiamiento al sector privado no financiero; iv) incertidumbre que afecte a la confianza de los inversionistas; y, v) menor recuperación de la demanda externa.
- Al alza: i) avance eficiente en el programa de vacunación; ii) aumento en la demanda de bienes internos ante paquete fiscal proveniente de EUA; iii) mayor recuperación de la demanda externa; iv) aceleración del financiamiento privado; v) impulso a la inversión y exportaciones por la recuperación de la demanda estadounidense; y, vi) mayores niveles de gasto ante procesos electorales.

El balance de riesgos de la inflación está sesgado al alza<sup>28</sup>, mientras que el de la actividad económica está sesgado al alza<sup>29</sup>. Por ende, mantener la tasa objetivo resulta la mejor decisión ante la información disponible al momento. Aunado a lo anterior, recomendamos continuar con las medidas adicionales orientadas a proveer liquidez, propiciar el funcionamiento de los mercados financieros de forma adecuada y fortalecimiento de los canales de otorgamiento de crédito.

28 Aunado a un contexto en el cual la inflación general, subyacente y no subyacente registran 4.12%, 4.09% y 4.19% respectivamente, de acuerdo a la última información disponible al 24 de marzo de 2021. (INEGI, 2021).

29 El robusto estímulo fiscal de EUA se plantea como un potencial impacto positivo en la demanda interna y, con ello, en la actividad económica en su conjunto.