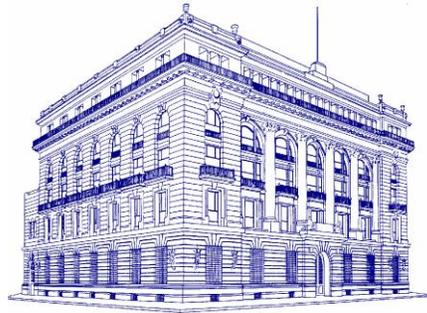


# Política Monetaria

---

Informe sobre el primer  
semestre de 2011



BANCO DE MÉXICO

SEPTIEMBRE, 2011



*JUNTA DE GOBIERNO*

**Gobernador**

AGUSTÍN GUILLERMO CARSTENS CARSTENS

**Subgobernadores**

ROBERTO DEL CUETO LEGASPI

MANUEL RAMOS FRANCIA

MANUEL SÁNCHEZ GONZÁLEZ

JOSÉ JULIÁN SIDAOUI DIB



*El artículo 51 de la Ley del Banco de México contiene disposiciones para conciliar la autonomía del Instituto Central con la necesaria rendición de cuentas sobre su gestión. La fórmula que el Legislativo ha considerado más apropiada para dicho fin es la presentación por el Banco Central de informes sobre sus políticas y actividades. El artículo citado señala en su fracción II, que en septiembre de cada año este Instituto Central enviará al Ejecutivo Federal y al Congreso de la Unión, un informe sobre la ejecución de la política monetaria durante el primer semestre del ejercicio de que se trate.*

*En cumplimiento de lo anterior y por acuerdo de la Junta de Gobierno de este Instituto Central tomado conforme a lo previsto en la fracción IX del artículo 46 de la Ley que lo rige, este Banco de México envía al Ejecutivo Federal y al Congreso de la Unión el presente informe sobre la ejecución de la política monetaria durante el primer semestre del ejercicio comprendido del 1º de enero al 31 de diciembre de 2011.*

*En apego al ordenamiento legal, este informe enfatiza las acciones de política monetaria instrumentadas durante el semestre. Cabe mencionar que dichas acciones fueron reseñadas en los Informes sobre la Inflación del primero y segundo trimestres del presente año, e informadas oportunamente al público a través de los boletines de prensa emitidos por la Institución.*



## CONTENIDO

1. Introducción.....	1
2. Evolución Reciente de la Inflación .....	3
2.1. La Inflación en el Primer Semestre de 2011 .....	3
2.2. Salarios .....	5
3. Entorno Económico y Financiero Prevaliente en el Primer Semestre de 2011 .....	7
3.1. Condiciones Externas .....	7
3.1.1. <i>Actividad Económica Mundial</i> .....	7
3.1.2. <i>Precios de las Materias Primas</i> .....	9
3.1.3. <i>Tendencias Generales de la Inflación en el Exterior</i> .....	10
3.1.4. <i>Mercados Financieros Internacionales</i> .....	12
3.2. Evolución de la Economía Mexicana.....	14
3.2.1. <i>Actividad Económica</i> .....	14
3.2.2. <i>Ahorro Financiero y Financiamiento en el País</i> .....	18
4. Política Monetaria y Determinantes de la Inflación.....	21
5. Consideraciones Finales.....	30



## 1. Introducción

La expansión de la economía mundial continuó durante el primer semestre de 2011, pero a un ritmo más moderado. Lo anterior, en parte, fue el resultado de factores transitorios, como los efectos de los desafortunados desastres naturales en Japón sobre las cadenas globales de suministro y los elevados precios de las materias primas. El crecimiento en las principales economías avanzadas, en general, siguió viéndose afectado por la debilidad de su demanda interna y por los complejos problemas estructurales que enfrentan, en particular Estados Unidos y Europa. Por su parte, en la mayoría de las economías emergentes el crecimiento se mantuvo elevado en el semestre, si bien algunas de ellas mostraron indicios de una moderación hacia finales del periodo, en parte como consecuencia de una menor demanda del exterior.

En Estados Unidos el crecimiento del PIB disminuyó significativamente durante el primer semestre de 2011, en buena medida, debido a una mayor debilidad en el consumo privado. Esto último a pesar de la continuación de los estímulos fiscal y monetario. La moderación en el gasto de los hogares no sólo respondió al incremento en el precio de los energéticos, sino también a factores estructurales que afectaron a la economía de este país, como la débil posición financiera de las familias, el elevado desempleo, la fragilidad del mercado de vivienda y los bajos niveles de confianza de los consumidores.

La inflación mundial aumentó durante la primera mitad del año, no obstante, en la mayoría de las economías, permaneció por debajo de los niveles alcanzados en ciclos económicos previos. En las economías avanzadas la inflación registró incrementos aunque partiendo de tasas muy bajas, debido, principalmente, a los aumentos en los precios de las materias primas en los primeros meses del año. La política monetaria en los países avanzados continuó siendo acomodaticia. En contraste, en diversas economías emergentes, su elevado crecimiento se reflejó en presiones inflacionarias, ante lo cual algunos bancos centrales continuaron retirando parte del estímulo monetario que habían introducido en el pasado.

En los primeros tres meses de 2011 se observó una mejoría de las condiciones en los mercados financieros internacionales. No obstante, éstas se deterioraron durante el segundo trimestre. Este deterioro fue reflejo de la disminución de las perspectivas de crecimiento de la economía mundial, especialmente de las economías avanzadas, del recrudecimiento de la crisis de la deuda soberana en la zona del euro y de la incertidumbre derivada de las dificultades para llegar a una solución de los problemas fiscales en Estados Unidos.

Durante el primer semestre de 2011 la actividad productiva de México continuó mostrando una trayectoria positiva, si bien algunos indicadores apuntan a una posible moderación en su ritmo de expansión hacia finales de dicho periodo. En efecto, la producción y las exportaciones manufactureras se vieron impulsadas por la demanda externa, en tanto que la moderada recuperación de la demanda interna propició una tendencia positiva del sector servicios. No obstante, algunos de los componentes del gasto interno mostraron cierta disminución en su ritmo de crecimiento hacia finales del semestre. La holgura prevaleciente en el mercado laboral, la cual contribuyó a que los aumentos

salariales continuaran siendo moderados y a que los costos laborales unitarios mantuvieran una tendencia a la baja, junto con la gradual reactivación del financiamiento de la banca comercial y los niveles reducidos del déficit de la cuenta corriente, indican que durante el primer semestre del presente año no se observaron presiones generalizadas sobre los precios ni sobre las cuentas externas del país.

En el primer semestre de 2011 la inflación general disminuyó significativamente. En todos los meses de este periodo el indicador referido se mantuvo dentro del intervalo de variabilidad de más/menos un punto porcentual que determinó el Banco de México alrededor de la meta de inflación de 3 por ciento. Además, la inflación subyacente, que refleja en mayor grado la tendencia de mediano plazo de la inflación general, en todo el periodo se ubicó en niveles cercanos a 3 por ciento. La evolución de la inflación subyacente fue producto de dos tendencias: primero, la de los precios de los servicios y de las mercancías distintas a los alimentos a la baja y, segundo, la correspondiente a los alimentos, bebidas y tabaco al alza. Esta última fue especialmente influida por los aumentos que se observaron en los precios de los cigarrillos, como consecuencia de las modificaciones tributarias, así como de las tortillas por el incremento en las cotizaciones del maíz en los mercados internacionales. De hecho, la inflación subyacente anual excluyendo los efectos de los dos bienes señalados durante todos los meses del primer semestre de 2011 se ubicó en niveles menores a 3 por ciento.

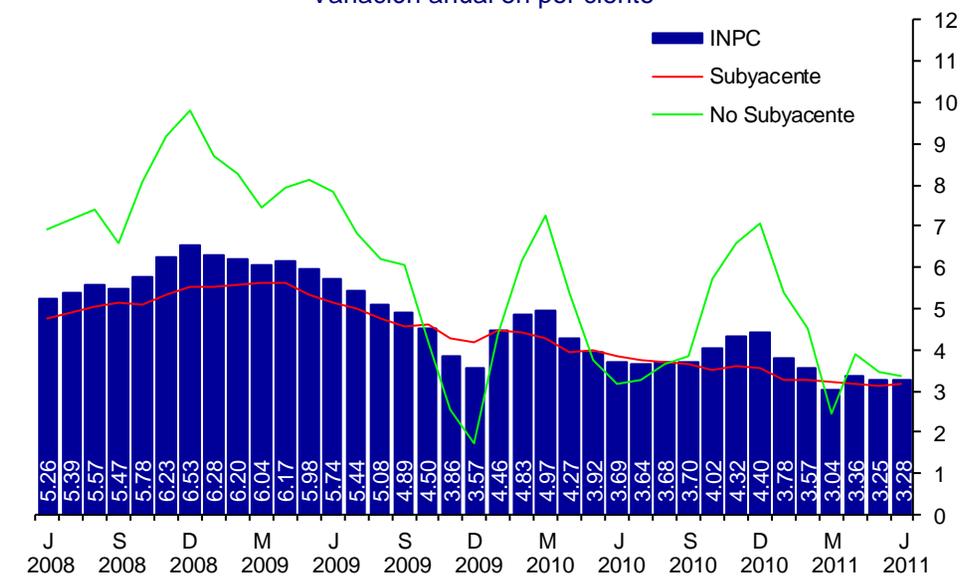
En este contexto, la Junta de Gobierno del Banco de México decidió mantener sin cambio el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 4.5 por ciento durante el primer semestre del año. La Junta indicó que continuaría vigilando el comportamiento de las expectativas de inflación, la brecha del producto, los precios de los granos y de otras materias primas, así como diversos determinantes de la inflación que pudieran alertar acerca de presiones generalizadas sobre los precios. Lo anterior con el fin de que, en esa eventualidad, el Instituto Emisor ajustase oportunamente la postura monetaria para lograr la convergencia de la inflación a su objetivo permanente de 3 por ciento.

## 2. Evolución Reciente de la Inflación

### 2.1. La Inflación en el Primer Semestre de 2011

Al cierre del primer semestre de 2011 las inflaciones anuales general y subyacente se situaron en 3.28 y 3.18 por ciento. Ello implicó una importante reducción respecto a los datos que se observaron al cierre de 2010, ya que éstos fueron 4.40 y 3.58 por ciento (Gráfica 1 y Cuadro 1). Es pertinente señalar que ambos indicadores se mantuvieron dentro del intervalo de variabilidad de más/menos un punto porcentual que determinó el Banco de México alrededor de la meta de 3 por ciento. La disminución que presentó la inflación, en adición a una postura de política monetaria congruente con la convergencia de ésta hacia su meta, se explica por una serie de factores que incidieron tanto en el componente subyacente como en el no subyacente del INPC.

**Gráfica 1**  
**Índice Nacional de Precios al Consumidor**  
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México.

Entre los factores que influyeron en el nivel cercano a 3 por ciento que alcanzó la inflación subyacente destacaron los siguientes:

1. El desvanecimiento de los efectos asociados a los ajustes tributarios y al alza en las tarifas y precios públicos autorizados por distintos niveles de gobierno que entraron en vigor a principios de 2010.<sup>1</sup>
2. La intensificación de la competencia entre las cadenas comerciales, así como en la industria de las telecomunicaciones.
3. La ausencia de presiones inflacionarias asociadas a los costos laborales de producción.

<sup>1</sup> Detalles sobre las referidas modificaciones tributarias pueden consultarse en el Addendum al Informe sobre la Inflación, Julio – Septiembre 2009.

## 4. Una evolución favorable del tipo de cambio.

**Cuadro 1**  
**Índice Nacional de Precios al Consumidor y Principales Componentes**  
 Variación anual en por ciento

	Variación Anual						
	Dic-2010	Ene-2011	Feb-2011	Mar-2011	Abr-2011	May-2011	Jun-2011
<b>INPC</b>	<b>4.40</b>	<b>3.78</b>	<b>3.57</b>	<b>3.04</b>	<b>3.36</b>	<b>3.25</b>	<b>3.28</b>
<b>Subyacente</b>	<b>3.58</b>	<b>3.27</b>	<b>3.26</b>	<b>3.21</b>	<b>3.18</b>	<b>3.12</b>	<b>3.18</b>
<b>Mercancías</b>	<b>3.82</b>	<b>3.60</b>	<b>3.71</b>	<b>3.97</b>	<b>4.07</b>	<b>4.12</b>	<b>4.36</b>
Alimentos, Bebidas y Tabaco	4.35	4.51	4.78	5.55	5.98	6.25	6.87
Mercancías no Alimenticias	3.38	2.88	2.86	2.75	2.60	2.48	2.43
<b>Servicios</b>	<b>3.36</b>	<b>3.00</b>	<b>2.89</b>	<b>2.57</b>	<b>2.44</b>	<b>2.30</b>	<b>2.19</b>
Vivienda	2.64	2.34	2.12	2.10	2.19	2.14	2.11
Educación (Colegiaturas)	4.64	4.62	4.49	4.46	4.47	4.42	4.39
Otros Servicios	3.58	3.06	3.07	2.34	1.93	1.67	1.46
<b>No Subyacente</b>	<b>7.09</b>	<b>5.39</b>	<b>4.53</b>	<b>2.46</b>	<b>3.90</b>	<b>3.45</b>	<b>3.34</b>
<b>Agropecuarios</b>	<b>6.96</b>	<b>4.03</b>	<b>3.09</b>	<b>-1.69</b>	<b>3.70</b>	<b>3.26</b>	<b>2.73</b>
Frutas y Verduras	14.00	7.50	4.76	-6.36	5.71	4.14	1.62
Jitomate	15.97	11.46	54.99	-8.68	71.32	33.68	11.76
Pecuarios	2.46	1.77	2.04	1.86	2.33	2.87	3.69
Huevo	-8.51	-9.08	-6.48	-5.99	-8.15	-3.04	4.24
<b>Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno</b>	<b>7.16</b>	<b>6.15</b>	<b>5.32</b>	<b>4.96</b>	<b>4.04</b>	<b>3.59</b>	<b>3.61</b>
<b>Energéticos</b>	<b>6.44</b>	<b>6.12</b>	<b>5.88</b>	<b>5.96</b>	<b>5.00</b>	<b>4.38</b>	<b>4.62</b>
Gasolina de Bajo Octanaje	12.74	11.96	11.89	11.77	11.64	11.55	11.68
Gasolina de Alto Octanaje	5.36	4.91	4.98	4.84	4.81	4.79	4.97
Electricidad	3.96	4.21	3.53	3.59	1.75	-1.58	-1.25
Gas Doméstico	1.41	1.01	1.06	1.46	2.06	5.86	5.87
<b>Tarifas Autorizadas por Gobierno</b>	<b>8.39</b>	<b>6.20</b>	<b>4.38</b>	<b>3.27</b>	<b>2.62</b>	<b>2.84</b>	<b>2.51</b>
<b>Subyacente sin Tortilla de Maíz y Tabaco</b>	<b>3.42</b>	<b>2.96</b>	<b>2.90</b>	<b>2.76</b>	<b>2.70</b>	<b>2.63</b>	<b>2.66</b>

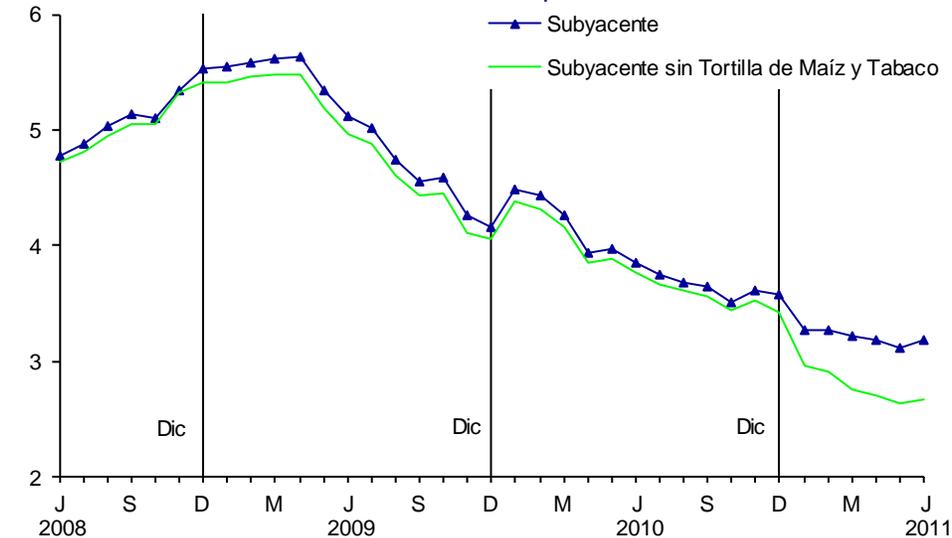
Fuente: Banco de México.

La baja que exhibió la inflación subyacente durante el primer semestre de 2011 se reflejó en todos los grupos que integran al subíndice subyacente de los servicios así como en las mercancías distintas a los alimentos, bebidas y tabaco. No obstante, la referida reducción fue acotada por el mayor ritmo de crecimiento de los precios del último grupo mencionado. Ello fue producto de dos elementos principales: a) el aumento en las cotizaciones de la tortilla de maíz, derivado de la evolución de los precios de ese grano en los mercados internacionales y, b) el alza en el precio de los cigarrillos, debido a la revisión al Impuesto Especial sobre Producción y Servicios al tabaco. Cabe destacar que si se realizase el cálculo de la inflación subyacente anual excluyendo de la canasta a los cigarrillos y a la tortilla de maíz, ésta se situaría en 2.66 por ciento en junio de 2011 (en diciembre de 2010 este dato habría sido 3.42 por ciento, Cuadro 1 y Gráfica 2).

El índice de precios no subyacente, por su parte, cerró el primer semestre de 2011 con una inflación anual de 3.34 por ciento, cifra 3.75 puntos porcentuales menor a la registrada en diciembre de 2010. Las mejores condiciones de oferta en diversas frutas y verduras se reflejaron en bajas de sus precios, con lo que la variación anual del subíndice de precios de los productos agropecuarios pasó de 6.96 por ciento al final de 2010 a 2.73 por ciento en junio de 2011. Por lo que toca al subíndice de precios de los energéticos y tarifas autorizadas por distintos niveles de gobierno, los menores incrementos respecto

al año previo en varias tarifas de transporte público, en derechos por suministro de agua y en trámites vehiculares (destacando especialmente la reducción en el cobro de tenencia vehicular en varias entidades del país), junto con menores tasas de crecimiento en el genérico de electricidad, influyeron para que el mencionado subíndice terminara el primer semestre del año con una variación de 3.61 por ciento, mientras que en diciembre de 2010 el dato correspondiente fue 7.16 por ciento.

**Gráfica 2**  
**Subíndices de Precios Subyacente y Subyacente sin Tortilla de Maíz y Tabaco**  
 Variación anual en por ciento



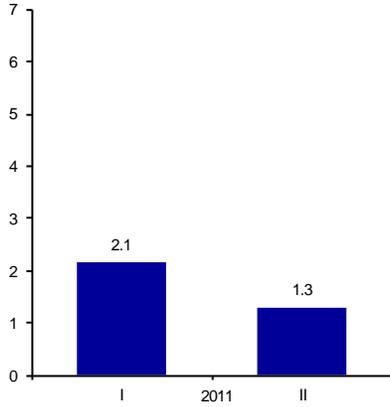
Fuente: Banco de México.

## 2.2. Salarios

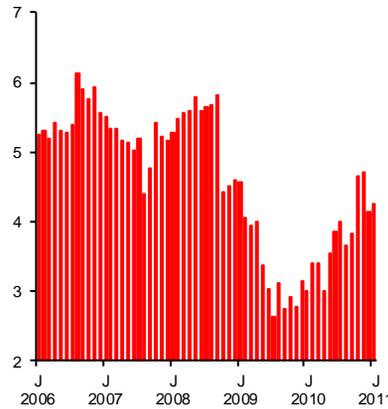
La variación anual del ingreso nominal promedio de los trabajadores del total de la economía registró niveles de 2.1 por ciento durante el primer trimestre de 2011 y de 1.3 por ciento durante el segundo trimestre (Gráfica 3a). En lo referente a las remuneraciones del sector formal, la tasa de crecimiento anual promedio del salario base de cotización al IMSS fue 4.2 por ciento durante los primeros seis meses de 2011, mientras que el semestre anterior fue 3.5 por ciento (Gráfica 3b). Por su parte, el incremento al salario contractual negociado por empresas de jurisdicción federal fue 4.5 por ciento durante el primer semestre de 2011, mientras que en el mismo lapso del año previo este dato fue 4.6 por ciento (Gráfica 3c). En la Sección 4 se muestra que la evolución de los salarios, en combinación con los incrementos que se observaron en la productividad laboral de la economía, implicó una caída en los costos unitarios de la mano de obra, lo que contribuyó no sólo a limitar posibles presiones sobre los precios, sino también a impulsar la creación de empleos.

### Gráfica 3 Indicadores Salariales

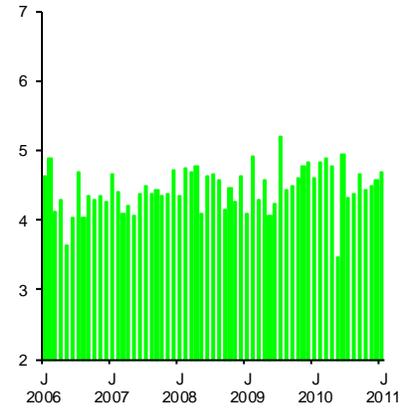
a) Ingreso Nominal Promedio para el Total de la Economía <sup>1/</sup>



b) Salario Base de Cotización al IMSS <sup>2/</sup>



c) Salario Contractual <sup>3/</sup>



1/ El ingreso promedio mensual se calcula con base en las remuneraciones por hora y el número de horas trabajadas en el periodo. Los datos correspondientes a 2011 son de carácter preliminar y están basados en proyecciones demográficas del INEGI.

2/ Durante el primer semestre de 2011 se registraron en promedio 14.9 millones de cotizantes a dicho Instituto.

3/ El número de trabajadores de empresas de jurisdicción federal que anualmente reportan sus incrementos salariales a la Secretaría del Trabajo y Previsión Social (STPS) equivale aproximadamente a 1.9 millones.

Fuente: Cálculos elaborados por el Banco de México con información del INEGI, IMSS y STPS.

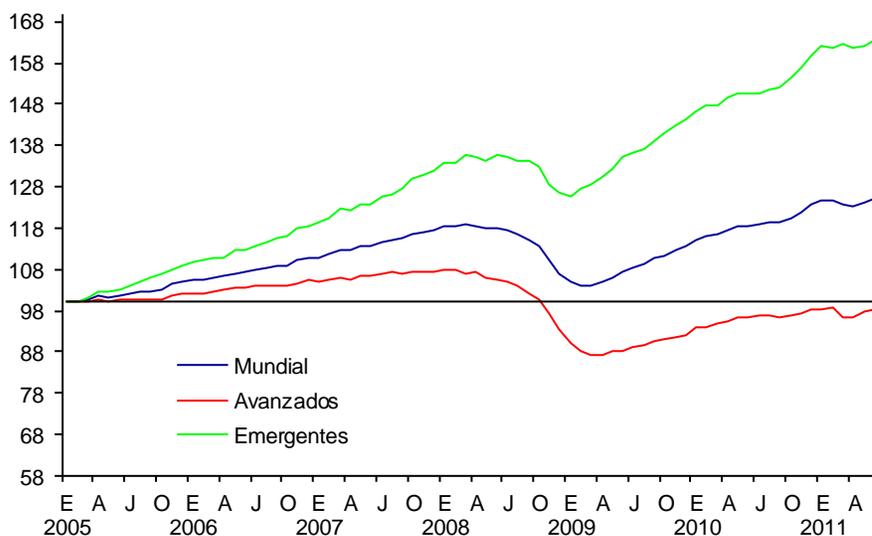
### 3. Entorno Económico y Financiero Prevalciente en el Primer Semestre de 2011

#### 3.1. Condiciones Externas

##### 3.1.1. Actividad Económica Mundial

La economía mundial continuó expandiéndose en la primera mitad de 2011, aunque a un ritmo más moderado en el segundo trimestre. Si bien el menor dinamismo reflejó en parte factores transitorios, tales como los efectos de los desastres naturales en Japón sobre las cadenas globales de producción y los elevados precios de las materias primas, factores estructurales explicaron la atonía de la recuperación. Así, el menor vigor de la economía mundial siguió manifestando los complejos problemas que enfrentan las economías de Estados Unidos y Europa. Lo anterior contribuyó a una desaceleración significativa del crecimiento de la producción industrial, tanto en las economías avanzadas, como en las emergentes (Gráfica 4), aunque en estas últimas siguió observándose en general un elevado ritmo de expansión.

**Gráfica 4**  
**Producción Industrial Mundial**  
 Índice enero 2005=100, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.  
 Fuente: CPB Netherlands.

En Estados Unidos, la actividad económica mostró una marcada desaceleración en el primer semestre de 2011, al registrar el PIB un crecimiento de 1.0 por ciento, a tasa anualizada, que se compara con el 2.8 por ciento observado en el segundo semestre de 2010. Ello reflejó, principalmente, un menor crecimiento del consumo privado.<sup>2</sup> Por su parte, la producción industrial redujo de manera importante su ritmo de expansión durante el segundo trimestre a 1.0 por ciento a tasa trimestral anualizada, sustancialmente menor al observado en el primer trimestre de 4.8 por ciento. Lo anterior se debió principalmente a los

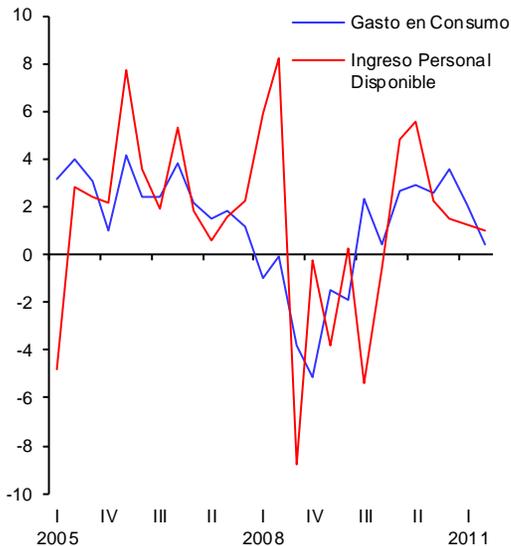
<sup>2</sup> De acuerdo al informe preliminar del Bureau of Economic Analysis (BEA).

efectos de los desastres naturales en Japón sobre las cadenas de producción a nivel mundial.

El gasto de los consumidores se desaceleró en la primera mitad de 2011. A pesar de los estímulos fiscal y monetario, el gasto de las familias prácticamente se estancó en el periodo abril-junio, al registrar un crecimiento de tan sólo 0.4 por ciento a tasa trimestral anualizada, luego de haber crecido 2.1 por ciento en el primer trimestre del año (Gráfica 5a). En lo anterior influyó el impacto negativo de los incrementos en los precios de las gasolinas y el menor crecimiento del ingreso personal disponible.

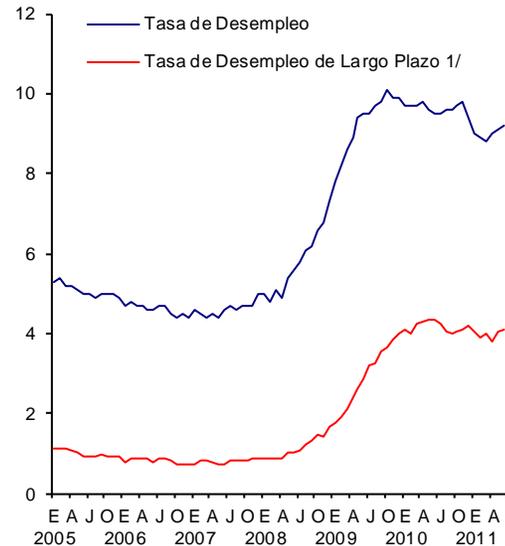
**Gráfica 5**  
**Actividad Económica en Estados Unidos**

a) Gasto en Consumo e Ingreso Personal Disponible  
Variación trimestral anualizada en por ciento, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.  
Fuente: BEA.

b) Tasa de Desempleo  
En por ciento de la Fuerza Laboral, a. e.



1/ Tasa de desempleo por más de 27 semanas.  
a. e. / Cifras con ajuste estacional.  
Fuente: BLS.

Durante los primeros meses del año se observaron algunos indicios de mejoría en el mercado laboral, pero hacia finales del semestre éste se deterioró de manera importante. Después de haberse creado en promedio casi 180 mil empleos mensuales durante los primeros cuatro meses del año, la nómina no agrícola aumentó en promedio menos de 40 mil plazas en mayo y junio. Así, la tasa de desempleo se redujo ligeramente de 9.4 por ciento en diciembre a 9.2 por ciento en junio, a pesar de que la tasa de participación de la fuerza laboral disminuyó de 64.3 a 64.1 por ciento en el período referido. Además, la tasa de desempleo de largo plazo (más de 27 semanas) permaneció en niveles elevados durante el semestre, en alrededor de 4 por ciento (Gráfica 5b).

En la zona del euro, el ritmo de expansión de la actividad económica se moderó significativamente durante la primera mitad de 2011. El PIB creció en apenas 0.6 por ciento durante el segundo trimestre del año, a tasa trimestral anualizada, después del crecimiento de 3.1 por ciento observado durante el primer trimestre. Esta desaceleración ocurrió en el contexto de una profunda

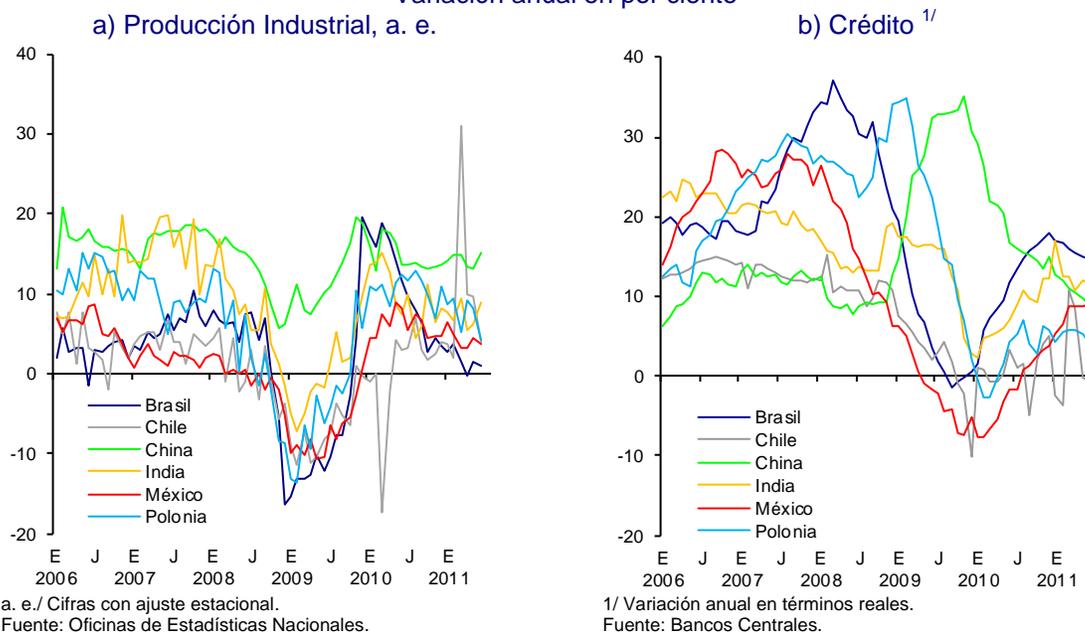
crisis de confianza, en particular sobre la sostenibilidad de los programas de consolidación fiscal en varios países.

La recuperación de la economía de Japón en los primeros dos meses de 2011 se vio interrumpida por los efectos del terremoto y el tsunami ocurridos en marzo. Sin embargo, durante el segundo trimestre varios indicadores de producción y demanda mejoraron al disiparse el impacto de los desastres naturales.

Las economías emergentes en general exhibieron durante el primer semestre de 2011 un crecimiento vigoroso, apoyado por una demanda interna fuerte, aunque hacia finales del período en algunas de éstas se observaron incipientes señales de moderación (Gráfica 6a). En varios casos, el crecimiento del crédito fue significativo, contribuyendo al sobrecalentamiento de algunas de estas economías (Gráfica 6b). A pesar del retiro de parte de los estímulos implementados en el pasado, en la mayoría de los casos prevalecieron posturas monetarias y fiscales expansivas durante la primera mitad del año.

**Gráfica 6**  
**Producción Industrial y Crédito en Economías Emergentes**

Variación anual en por ciento



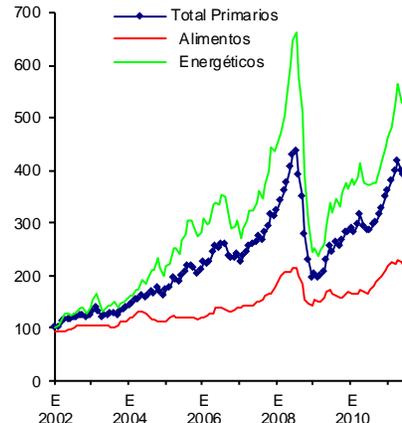
### 3.1.2. Precios de las Materias Primas

Durante los primeros meses de 2011 las cotizaciones de las materias primas continuaron exhibiendo la trayectoria ascendente iniciada en la segunda parte de 2010, revirtiéndose dicha tendencia en los últimos meses del período que se analiza. En particular, el índice de precios de las materias primas que publica el Fondo Monetario Internacional (FMI) registró un incremento de 20.2 por ciento entre enero y abril (Gráfica 7). En general, el alza en los precios de las materias primas fue impulsada por el dinamismo de las economías emergentes. En el caso particular del precio del petróleo, el alza fue apoyada también por la situación de inestabilidad geopolítica en la región de Medio Oriente y el Norte de África.

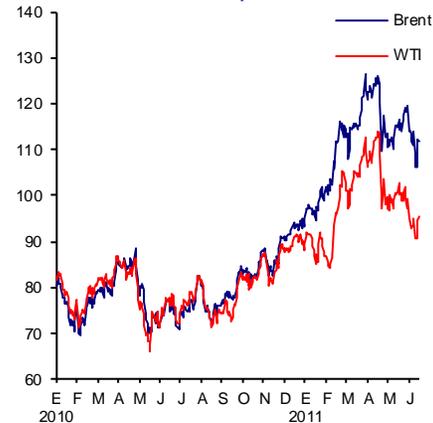
Posteriormente, durante mayo y junio el índice de precios de las materias primas retrocedió 6.7 por ciento. Ello fue reflejo del menor dinamismo de la actividad económica mundial y del ajuste a la baja en sus expectativas de crecimiento. Cabe señalar que la evolución del precio del petróleo obedeció tanto a la reducción esperada en su demanda, como a la disminución de la prima de riesgo asociada con los conflictos geopolíticos en Medio Oriente y el Norte de África.

**Gráfica 7**  
**Precios de Productos Primarios**  
b) Precios del Petróleo  
En dólares por barril

a) Alimentos y Energéticos  
Índice enero de 2002=100

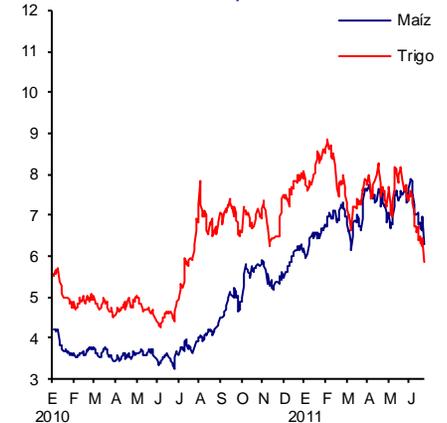


Fuente: FMI.



Fuente: Bloomberg.

c) Maíz y Trigo  
En dólares por bushel



Fuente: Bloomberg.

### 3.1.3. Tendencias Generales de la Inflación en el Exterior

La inflación mundial aumentó durante el primer semestre de 2011, si bien los niveles alcanzados en la mayoría de las economías fueron significativamente menores que en ciclos económicos previos. La inflación general registró movimientos al alza en las economías avanzadas durante el periodo referido, aunque partiendo de tasas muy bajas (Gráfica 8a). Ello debido, primordialmente, a los incrementos en los precios de las materias primas en los primeros meses del año, particularmente de los energéticos. Por su parte, la inflación subyacente también aumentó, aunque permaneció en niveles reducidos. Lo anterior debido al amplio grado de holgura en el uso de los recursos que prevaleció durante el primer semestre del año en las principales economías avanzadas y a que las expectativas de inflación de mediano y largo plazo continuaron bien ancladas.

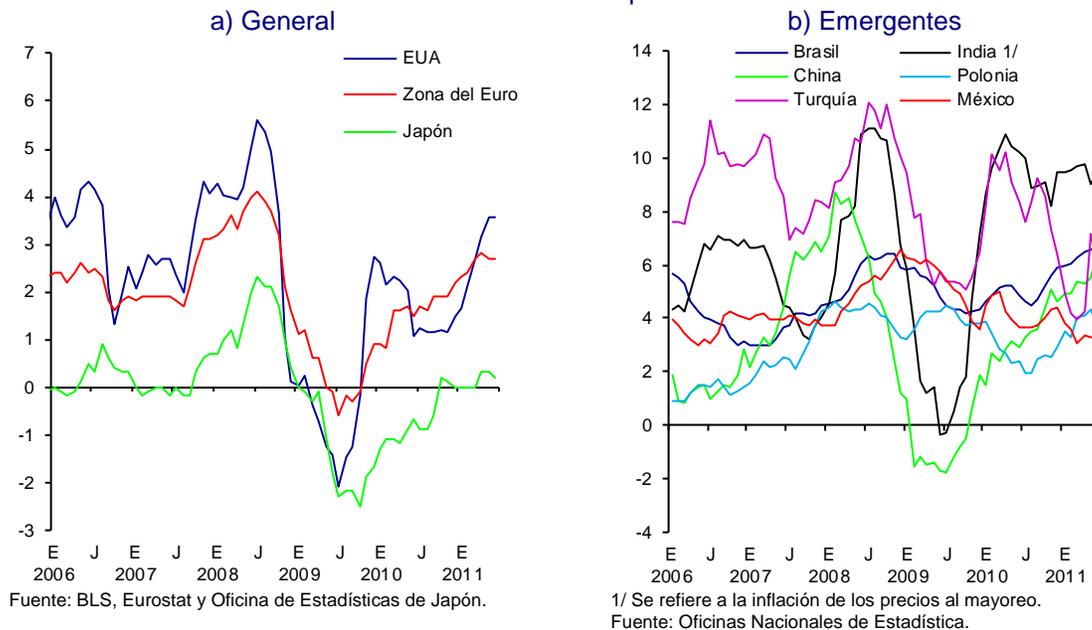
En Estados Unidos, la inflación general anual repuntó en los primeros seis meses de 2011 debido principalmente al efecto de los precios más altos de las gasolinas y de los bienes importados, y al impacto en algunos precios derivado de las interrupciones en las cadenas productivas a nivel global. En junio, la inflación general alcanzó 3.6 por ciento, comparada con 1.5 por ciento en diciembre de 2010 (Gráfica 8a). Por su parte, la inflación subyacente aumentó de 0.8 a 1.6 por ciento en el periodo referido.

En este contexto, el Comité de Política Monetaria del Banco de la Reserva Federal mantuvo sin cambio el intervalo objetivo de la tasa de fondos federales de 0 a 1/4 por ciento durante el primer semestre. Además, continuó

anticipando que dicho objetivo se mantendrá en niveles excepcionalmente bajos por un periodo prolongado. En la reunión de política monetaria que se celebró en junio, el Comité señaló que esperaba que la inflación se redujera a niveles congruentes o menores a los de su mandato al disiparse los efectos de los incrementos en los precios de las materias primas a principios de año. Por otra parte, conviene señalar que la Reserva Federal finalizó el programa de compras extraordinarias de bonos del Tesoro en junio, tal como se había programado. No obstante, señaló que mantendrá su política de reinvertir los vencimientos del principal de sus tenencias de valores, lo que implica que el tamaño de su balance se mantendrá en sus niveles actuales.<sup>3</sup>

En la zona del euro, la inflación general aumentó de 2.2 por ciento en diciembre de 2010 a 2.7 por ciento al finalizar el primer semestre de 2011, reflejando fundamentalmente los incrementos en los precios de los productos primarios. Por su parte, la inflación subyacente también repuntó, al ubicarse en 1.6 por ciento en junio (1.1 por ciento en diciembre de 2010). El Banco Central Europeo aumentó su tasa de interés de referencia en 25 puntos base en abril, por primera vez desde julio de 2008, y la mantuvo sin cambio en 1.25 por ciento en mayo y junio, señalando que su postura monetaria continuaba siendo acomodaticia ante los riesgos que enfrentaba la recuperación de la actividad económica.

**Gráfica 8**  
**Inflación en Economías Avanzadas y Emergentes Seleccionadas**  
 Variación anual en por ciento



El elevado crecimiento observado en diversas economías emergentes propició presiones inflacionarias (Gráfica 8b). Ante ello, algunos bancos centrales continuaron retirando parte del fuerte estímulo monetario que habían introducido. No obstante, considerando los mayores riesgos a la baja sobre las perspectivas

<sup>3</sup> No obstante, el Comité de Política Monetaria también indicó que revisará periódicamente el tamaño y la composición de su cartera de valores y que está preparado para modificarla de la manera que lo considere apropiado.

de crecimiento de la economía mundial y la reducción de los precios internacionales de las materias primas, hacia finales del semestre algunos bancos centrales moderaron su discurso restrictivo respecto a la política monetaria.

#### 3.1.4. Mercados Financieros Internacionales

Si bien las condiciones en los mercados financieros internacionales mejoraron durante el primer trimestre de 2011, ante un aumento en la incertidumbre de los inversionistas éstas mostraron un deterioro durante el segundo trimestre. Lo anterior obedeció a un detrimento en las perspectivas de crecimiento de la economía mundial, en particular de las economías avanzadas, un agravamiento de la crisis de la deuda soberana en la zona del euro y a la incertidumbre sobre la situación fiscal en Estados Unidos.

El debilitamiento de la actividad económica en Europa contribuyó a un deterioro en la situación de la deuda soberana en la zona del euro y acentuó los riesgos de contagio a través de los mercados financieros ante la fuerte exposición de los bancos de varios países. En este contexto, durante el primer trimestre del año, las autoridades de la Unión Europea avanzaron en el fortalecimiento de la estrategia de manejo de la crisis de la zona del euro, en la coordinación de sus políticas y en su estructura de gobierno. Con relación al manejo de la crisis, las autoridades europeas se comprometieron a establecer la capacidad efectiva de préstamo del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (EFSF, por sus siglas en inglés) en 440 mil millones de euros (mme).<sup>4</sup> Además, se determinó una capacidad efectiva de financiamiento de 500 mme para el Mecanismo Europeo de Estabilidad (ESM, por sus siglas en inglés), a través de diversos esquemas de financiamiento.<sup>5</sup> Por su parte, los países de la Unión Europea reafirmaron su intención de realizar pruebas de estrés más estrictas para evaluar la salud de las instituciones financieras importantes de la región.<sup>6</sup>

No obstante, las medidas tomadas por las autoridades europeas no fueron consideradas por los participantes en los mercados como suficientes y efectivas para enfrentar la crisis, por lo que durante el segundo trimestre resurgieron las tensiones en los mercados financieros frente al agravamiento de los problemas fiscales y financieros de algunos países de Europa y el elevado riesgo de contagio a otros países. Esto se tradujo en un significativo deterioro de los indicadores de riesgo soberano de los países con problemas fiscales (Gráfica 9a), lo cual se magnificó por la insistencia de algunas autoridades europeas respecto a que el sector privado participara en un nuevo paquete de rescate para Grecia. Ello debido a que dicha medida podría retrasar el retorno a los mercados de deuda de los países con dificultades fiscales.

La incertidumbre respecto a la continuación de los desembolsos programados del paquete de ayuda del Fondo Monetario Internacional (FMI) y la Unión Europea (UE) a Grecia se incrementó notablemente durante el segundo trimestre. Lo anterior obedeció a un crecimiento de la actividad económica menor

<sup>4</sup> El 24 de junio el Consejo Europeo acordó, además de esta medida, elevar el máximo de las garantías comprometidas del EFSF a 780 mil millones de euros y la posibilidad de que éste intervenga, bajo condiciones extraordinarias, en el mercado primario de deuda soberana.

<sup>5</sup> El ESM entrará en vigor en junio de 2013 y asumirá el papel de la EFSF y del Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera (EFSM, por sus siglas en inglés), como proveedor de asistencia financiera a los países miembros de la Unión Europea.

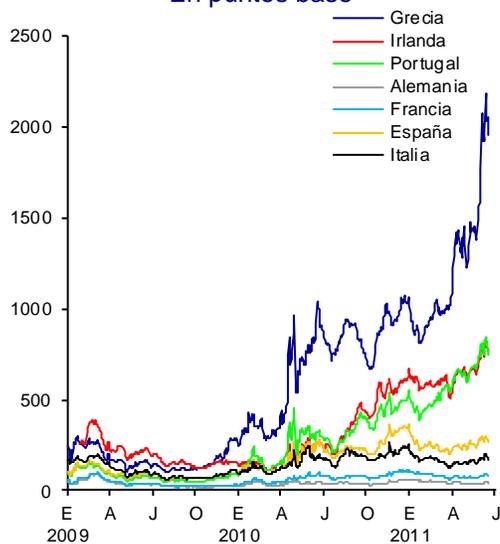
<sup>6</sup> La recientemente creada Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés) estableció en marzo los criterios y escenarios para la realización de las pruebas de estrés en los bancos, las cuales se llevaron a cabo antes de junio de 2011.

al programado en dicho país y a un incumplimiento de las metas fiscales, lo que aumentó los requerimientos de financiamiento e impidió el acceso de este país a los mercados de deuda. En respuesta a ello, las autoridades europeas acordaron otorgar financiamiento adicional a cambio de esfuerzos del gobierno griego para alcanzar una consolidación fiscal, implementar reformas estructurales que promuevan el crecimiento, y avanzar en la privatización de activos gubernamentales. La aprobación por parte del Parlamento griego a finales de junio de un paquete de medidas fiscales, permitió que se autorizara un nuevo desembolso de recursos para Grecia.<sup>7</sup>

Por su parte, ante sus crecientes dificultades de refinanciamiento, Portugal decidió a principios de marzo solicitar apoyo financiero a las autoridades europeas y al FMI. El gobierno de este país anunció en los primeros días de mayo un acuerdo con estas instancias respecto a los compromisos que asumiría para acceder a la asistencia financiera.<sup>8</sup>

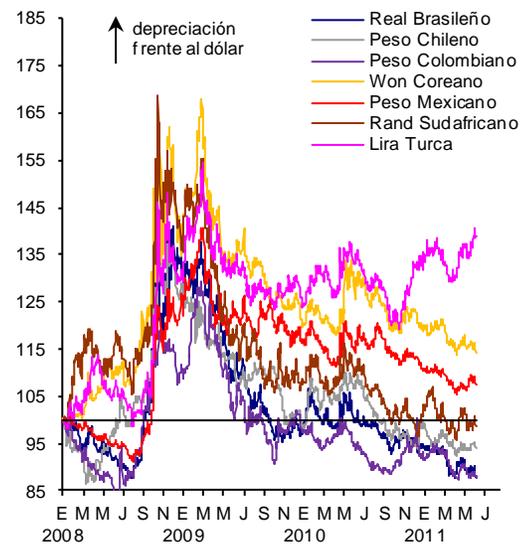
**Gráfica 9**
**Costo de Cobertura por Incumplimiento de Pago y Tipos de Cambio**

a) Economías Seleccionadas: Costo de Cobertura por Incumplimiento de Pago  
En puntos base



Fuente: Bloomberg.

b) Tipos de Cambio de Economías Emergentes  
Índice 01/01/2008=100



Nota: Un aumento del índice implica una depreciación de la moneda local respecto al dólar.

Fuente: Bloomberg.

En los mercados cambiarios, el dólar de Estados Unidos mostró en general una propensión a depreciarse frente a la mayoría de las monedas durante el semestre, continuando con la tendencia observada desde mediados de 2010. El euro se apreció en el primer trimestre, en tanto que en el segundo registró variaciones moderadas, aun cuando se incrementó la incertidumbre por la situación financiera de algunos de los miembros de la zona. Por su parte, las monedas de las economías emergentes continuaron durante el semestre una tendencia hacia la apreciación, con excepciones, como el caso de la lira turca (Gráfica 9b).

<sup>7</sup> La Unión Europea y el FMI habían desembolsado, hasta junio de 2011, alrededor de 53 mil millones de euros de los 110 mil millones comprometidos en mayo de 2010.

<sup>8</sup> El monto del paquete de apoyo a Portugal fue de 78 mme (26 mme del FMI y 52 mme de la Unión Europea). El país se comprometió a reducir su déficit presupuestal a 3 por ciento del PIB para 2013, a implementar reformas estructurales para promover el crecimiento y a fortalecer su sistema financiero.

Si bien los mercados de valores, particularmente de las economías avanzadas, mostraron ganancias en los primeros tres meses del año, en el segundo trimestre los mercados accionarios, tanto de las economías avanzadas como de las emergentes, exhibieron caídas, entre otros factores, debido a la incertidumbre en Europa.

Finalmente, durante los primeros tres meses del año se registró volatilidad en los flujos de capital hacia las economías emergentes. Ésta se intensificó en el segundo trimestre ante el incremento en la incertidumbre de los inversionistas en los mercados financieros debido, entre otros factores, al deterioro en las perspectivas de crecimiento a nivel global y de la situación de la deuda soberana en la zona del euro.

## **3.2. Evolución de la Economía Mexicana**

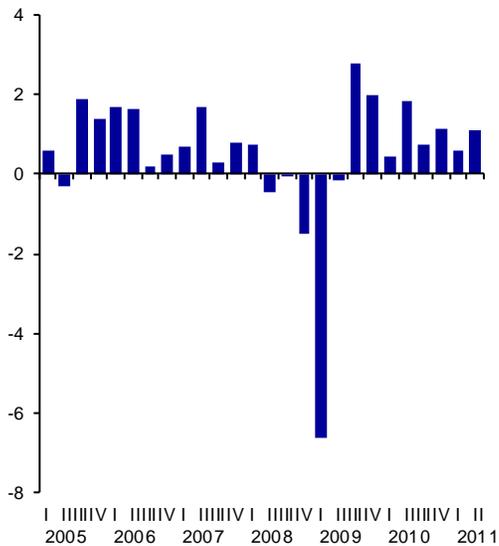
### **3.2.1. Actividad Económica**

Durante el primer semestre de 2011, la actividad económica del país continuó registrando una tendencia positiva, observándose crecimientos trimestrales desestacionalizados del PIB de 0.59 y 1.11 por ciento en el primero y segundo trimestres, respectivamente (Gráfica 10a). No obstante, los indicadores oportunos señalaban una posible moderación en el ritmo de crecimiento de la actividad productiva hacia finales de dicho periodo. En particular, el IGAE presentó variaciones mensuales de 0.99 y -0.21 por ciento en mayo y junio, en ese orden. Asimismo, en esos dos meses la producción industrial mostró variaciones mensuales respectivas de 0.96 y -0.57 por ciento, respondiendo en buena medida al comportamiento de la actividad manufacturera (Gráfica 11a y Gráfica 11b). Como reflejo de la evolución anterior, el PIB presentó un crecimiento anual de 3.9 por ciento en el primer semestre del presente año, el cual se compara con una variación de 4.8 por ciento en el segundo semestre de 2010 (Gráfica 10b).

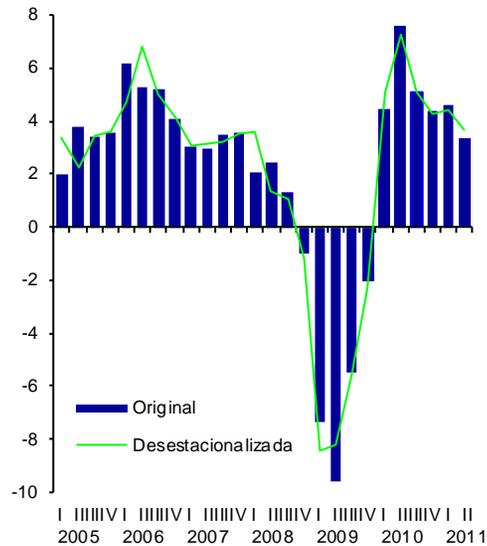
Al interior del sector manufacturero, la producción del subsector de equipo de transporte se vio afectada adversamente a principios del segundo trimestre por factores cuyos efectos fueron temporales (Gráfica 11c). Al respecto, cabe recordar que en abril las empresas automotrices ubicadas en México se vieron afectadas como resultado de la interrupción en el abastecimiento de partes debido a los desastres naturales ocurridos en Japón. Aunado a lo anterior, algunas otras empresas realizaron paros de actividades adicionales a los asociados a la Semana Santa, con la finalidad de adecuar sus líneas de ensamblaje automotriz para la producción de los modelos 2012. Posteriormente, la producción de vehículos presentó aumentos mensuales desestacionalizados en mayo y junio, recuperándose así de la caída registrada en abril.

**Gráfica 10**  
**Producto Interno Bruto**

a) Variaciones trimestrales en por ciento  
Datos desestacionalizados



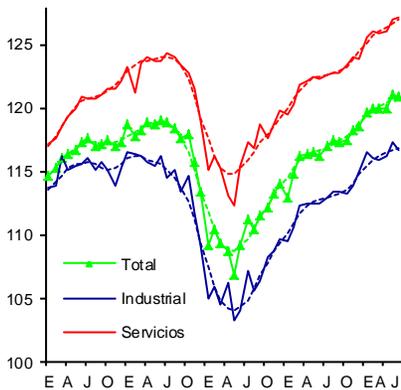
b) Variaciones anuales en por ciento



Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México. INEGI.

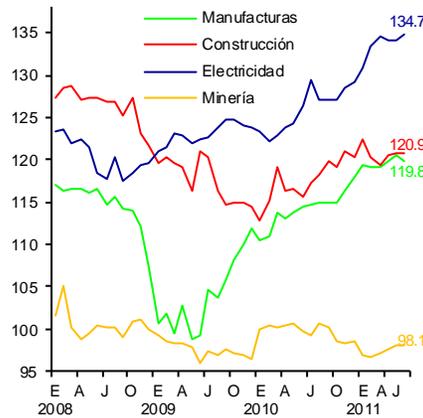
**Gráfica 11**  
**Indicadores de Actividad Económica**  
Índice 2003=100

a) Indicador Global de la Actividad Económica  
Datos desestacionalizados y de tendencia



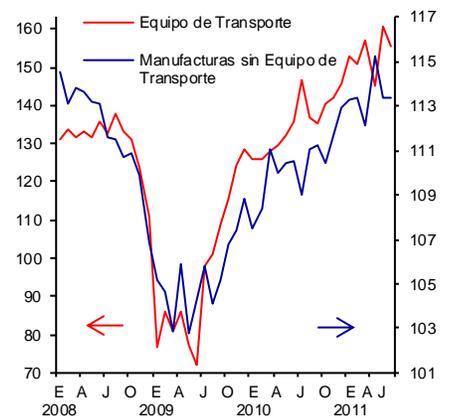
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

b) Actividad Industrial  
Datos desestacionalizados



Fuente: Indicadores de la Actividad Industrial, Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

c) Actividad Manufacturera  
Datos desestacionalizados

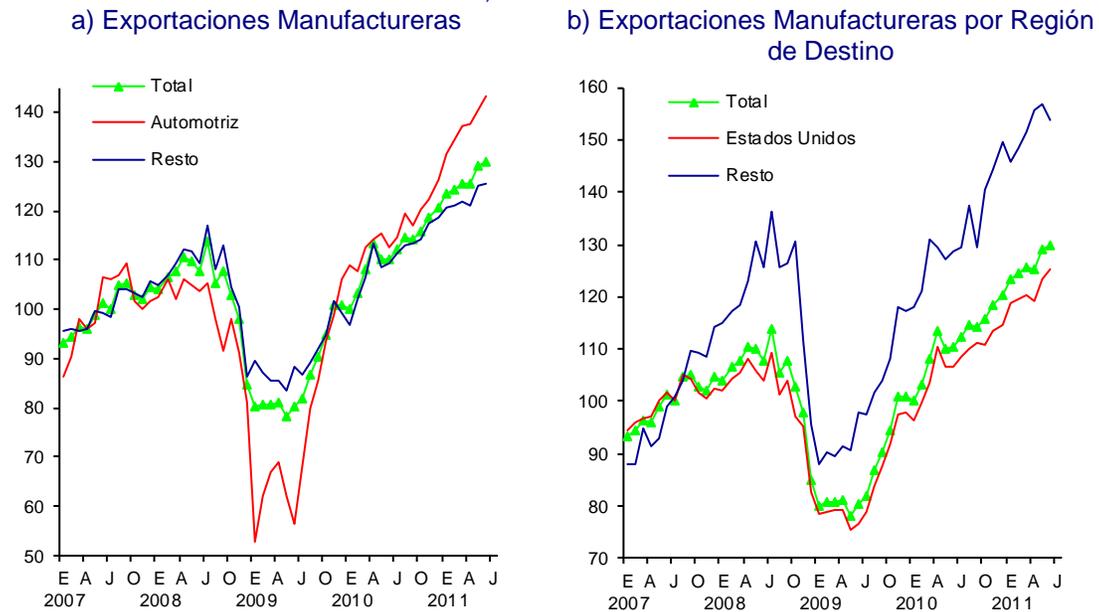


Fuente: Indicadores de la Actividad Industrial, Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

Las actividades del sector servicios también presentaron una tendencia positiva durante el semestre que se reporta (Gráfica 11a). Tal evolución fue reflejo de crecimientos tanto de los servicios vinculados al sector externo (p. ej. comercio y los transportes), como de los orientados al mercado interno (p. ej. como los servicios financieros y de seguros; servicios profesionales, científicos y técnicos; telefonía; y los servicios de esparcimiento, culturales y deportivos), este último propiciado por la moderada recuperación de la demanda interna.

En lo que respecta a la demanda externa, ésta continuó mostrando una evolución favorable, lo que contribuyó a que las exportaciones manufactureras del país mostraran un importante dinamismo durante el primer semestre de 2011. Tal desempeño se presentó de forma relativamente generalizada por tipo de productos y se origina tanto de mayores ventas al mercado estadounidense, como al resto del mundo (Gráfica 12). Derivado de lo anterior, no se observó un impacto claro de la desaceleración de la economía de Estados Unidos sobre la producción nacional. Cabe señalar que, en parte, la referida evolución de las exportaciones también refleja el efecto favorable de la depreciación del tipo de cambio real, en comparación con sus niveles previos a la crisis global.

**Gráfica 12**  
**Indicadores de Comercio Exterior**  
 Índice 2007=100; datos desestacionalizados

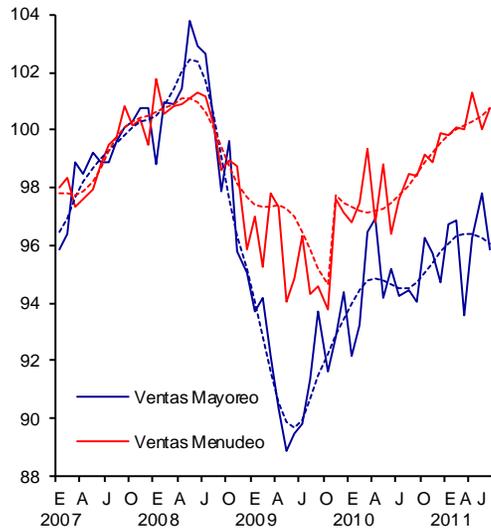


Fuente: Banco de México.

En lo referente a la demanda interna, si bien ésta mostró una trayectoria positiva durante el primer semestre de 2011, algunos de sus componentes parecerían haber registrado una moderación en su dinamismo hacia finales de dicho periodo. Tal evolución se puede observar tanto en las ventas internas, particularmente en las correspondientes a los establecimientos al mayoreo, como en los gastos en inversión (Gráfica 13). Cabe señalar que este último rubro continuó ubicándose durante el primer semestre en niveles menores a los observados antes de la crisis global.

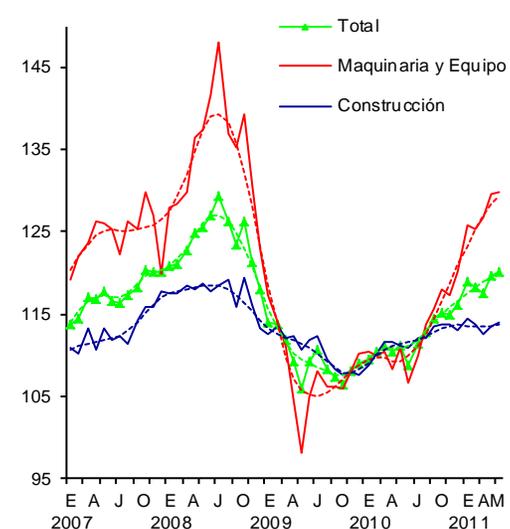
**Gráfica 13**
**Indicadores de Demanda Interna**

a) Ventas de Establecimientos Comerciales  
Índice 2008=100; datos  
desestacionalizados y de tendencia



Fuente: Elaborado por Banco de México con información de la Encuesta Mensual sobre Establecimientos Comerciales, INEGI.

b) Inversión y sus Componentes  
Índice 2005=100;  
datos desestacionalizados y de tendencia



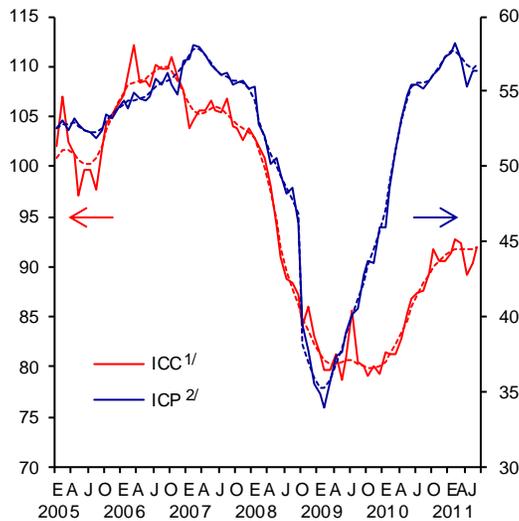
Fuente: Elaborado por Banco de México con información del Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

La referida evolución del gasto interno reflejó el hecho de que, si bien algunos de sus determinantes presentaron una recuperación gradual, sus niveles permanecieron en general bajos. En particular, la masa salarial real del sector formal de la economía siguió mostrando una trayectoria positiva, principalmente como reflejo de mayores niveles de empleos en ese sector. Sin embargo, ésta moderó su ritmo de crecimiento en los últimos meses del periodo que se reporta. Asimismo, tanto el índice de confianza de los consumidores, como las remesas familiares, registraron una cierta mejoría, pero permanecieron en niveles inferiores a los observados antes de la crisis global (Gráfica 14a y Gráfica 14b). Por su parte, si bien el indicador de confianza de los productores había mostrado una mejoría en 2010, durante el primer semestre de 2011 éste comenzó a mostrar una tendencia a la baja (Gráfica 14a). Finalmente, el financiamiento de la banca comercial al consumo continuó expandiéndose a tasas moderadas, en tanto que el otorgado a las empresas privadas, si bien registró una moderación en su ritmo de crecimiento, también mantuvo una tendencia positiva durante el primer semestre de 2011.

**Gráfica 14**
**Indicadores de Confianza y Remesas Familiares**

a) Índices de Confianza del Consumidor (ICC) y del Productor (ICP)

Datos desestacionalizados y de tendencia



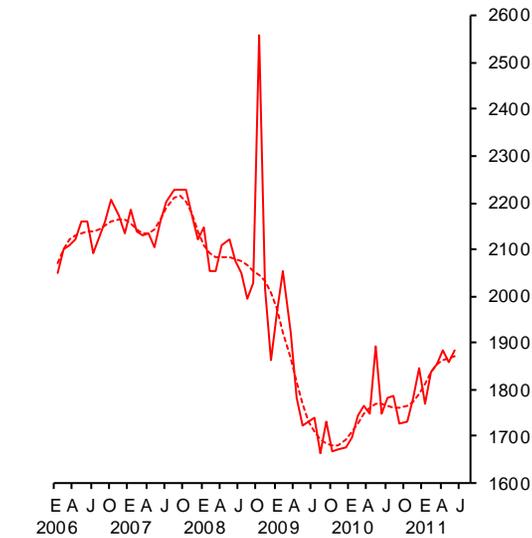
1/ Enero de 2003=100.

2/ Indicador con referencia a 50 puntos.

Fuente: Encuesta Nacional sobre la Confianza del Consumidor y Encuesta Mensual de Opinión Empresarial; INEGI y Banco de México.

b) Remesas Familiares

Millones de dólares; datos desestacionalizados y de tendencia



Fuente: Banco de México.

### 3.2.2. Ahorro Financiero y Financiamiento en el País

Al segundo trimestre de 2011 la disponibilidad de recursos financieros en la economía presentó un flujo anual efectivo equivalente a 9.3 por ciento del PIB (Cuadro 2). Este resultado se explicó principalmente por las elevadas entradas de recursos del exterior, mientras que las fuentes internas de recursos presentaron flujos moderados. Así, los flujos anuales registrados a partir del tercer trimestre de 2010 fueron los más elevados desde que se elabora esta estadística (cuarto trimestre de 2002).

El ahorro financiero total de la economía, definido como el agregado monetario M4 menos el saldo de billetes y monedas en poder del público, y compuesto por el ahorro financiero de residentes y no residentes, registró en junio de 2011 un crecimiento real anual de 10.1 por ciento. Este comportamiento fue resultado principalmente del crecimiento del ahorro de no residentes, debido a la presencia de condiciones que favorecieron la entrada de recursos externos a nuestro país. Entre estas destacaron los sólidos fundamentos macroeconómicos de la economía mexicana, y un diferencial de tasas de interés importante respecto de las economías avanzadas. Sin embargo, derivado del incremento en la incertidumbre en los mercados financieros internacionales, la volatilidad de estos flujos registró un aumento en junio de este año. Por su parte, el ahorro financiero de los residentes creció a tasas moderadas.

En lo que respecta a la utilización de los flujos de recursos financieros, al igual que en periodos anteriores, la información al segundo trimestre de 2011 muestra que alrededor de dos terceras partes de estos se destinaron a la acumulación de reservas internacionales por parte del Banco de México y al

sector público (Cuadro 2). En el primer semestre de este año, la acumulación de reservas internacionales fue de 15,753 millones de dólares, superior a la observada en el mismo periodo de 2010, de 10,527 millones de dólares. El incremento en el saldo de la reserva internacional permitió el fortalecimiento de la posición de la economía mexicana ante la posibilidad de turbulencia en los mercados financieros globales. Respecto a la utilización de recursos financieros del sector público, destaca el menor flujo anual de financiamiento canalizado a los estados y municipios. Por su parte, el flujo anual de financiamiento al sector privado se incrementó, en particular el crédito a los hogares.

El financiamiento al sector privado no financiero continuó con su moderada recuperación durante la primera mitad de 2011, en congruencia con la actividad económica en ese periodo y sus perspectivas. A junio de 2011, este indicador presentó un crecimiento real anual de 5.9 por ciento, en contraste con el incremento real anual de 0.8 por ciento que observó esta variable en junio del año anterior.

Con relación al financiamiento interno a las empresas privadas no financieras, en junio de 2011 se registró una tasa de crecimiento en términos reales anuales de 8.8 por ciento. Ello se explicó en gran medida por el aumento del crédito otorgado por la banca comercial. A su vez, la percepción de mejores condiciones de acceso y costo del crédito bancario por parte de las empresas favoreció esta tendencia.<sup>9</sup> Por su parte, el saldo de la emisión interna de deuda mostró un incremento real anual de 7.9 por ciento durante el mismo periodo.

El saldo del financiamiento externo en dólares a empresas privadas no financieras presentó en junio de 2011 un crecimiento anual de 12.3 por ciento, impulsado principalmente por el financiamiento otorgado a través de proveedores externos. La emisión de deuda en el exterior también prolongó su expansión, incrementando su saldo en dólares en 8.9 por ciento durante este mismo periodo. En efecto, el aumento de la incertidumbre que afectó a los mercados financieros internacionales, particularmente durante el segundo trimestre del año, no limitó el acceso a este tipo de financiamiento. En el transcurso del primer semestre, destacaron diez empresas privadas mexicanas que colocaron 4,381.2 millones de dólares en los mercados internacionales.

<sup>9</sup> Véase los resultados de la Encuesta de Evaluación Coyuntural del Mercado de Crédito a las Empresas para el primer y el segundo trimestre de 2011, elaborada por el Banco de México.

**Cuadro 2**  
**Fuentes y Usos de Recursos Financieros de la Economía**  
**Porcentaje del PIB**

	Flujos Anuales					Saldo	
	2008 II	2009 II	2010 II	2010 IV	2011 II	2011 II	Estructura%
<b>Total Fuentes</b>	<b>4.6</b>	<b>4.2</b>	<b>7.9</b>	<b>9.5</b>	<b>9.3</b>	<b>78.6</b>	<b>100.0</b>
Fuentes Internas <sup>1/</sup>	4.0	5.1	4.1	4.2	4.1	54.6	69.4
Fuentes Externas <sup>2/</sup>	0.7	-1.0	3.7	5.2	5.2	24.0	30.6
<b>Total Usos</b>	<b>4.6</b>	<b>4.2</b>	<b>7.9</b>	<b>9.5</b>	<b>9.3</b>	<b>78.6</b>	<b>100.0</b>
Sector Público	1.3	3.1	3.5	3.9	3.5	38.5	49.0
Sector Público (RFSP) <sup>3/</sup>	1.3	2.9	2.6	3.5	3.3	36.2	46.0
Estados y Municipios	0.1	0.3	0.9	0.4	0.1	2.3	3.0
Reserva Internacional <sup>4/</sup>	1.4	-1.3	2.8	2.2	2.5	11.1	14.1
Sector Privado	3.5	0.6	1.5	2.5	2.8	31.3	39.8
Hogares	1.6	0.2	0.3	0.9	1.3	13.9	17.6
Consumo	0.6	-0.6	-0.1	0.2	0.4	3.9	5.0
Vivienda <sup>5/</sup>	1.0	0.8	0.4	0.8	0.9	10.0	12.7
Empresas	1.9	0.4	1.2	1.6	1.5	17.4	22.2
Crédito de Intermediarios Financieros <sup>6/</sup>	1.3	0.6	0.2	0.9	1.1	8.6	11.0
Emisión de Instrumentos de Deuda	0.4	0.1	0.3	0.2	0.2	2.0	2.6
Externo	0.2	-0.3	0.6	0.5	0.2	6.8	8.6
Activos Externos de la Banca Comercial <sup>7/</sup>	0.6	0.2	-0.4	0.5	0.4	1.8	2.3
Otros conceptos <sup>8/</sup>	-2.3	1.5	0.5	0.3	0.2	-4.1	-5.2

Nota: La suma de las partes puede no coincidir con el total debido al redondeo. Cifras expresadas en por ciento del PIB promedio de los últimos cuatro trimestres. En la información de flujos (revalorizados) se elimina el efecto de las variaciones del tipo de cambio.

1/ Incluye el agregado monetario M4 en poder de Residentes. Los flujos revalorizados anuales de las Fuentes Internas excluyen del M4 el efecto de la reforma a la Ley del ISSSTE. La información sobre el saldo de las Fuentes Internas incluye el efecto de esta reforma.

2/ Incluye el agregado monetario M4 en poder de No Residentes, el endeudamiento externo del Gobierno Federal, de organismos y empresas públicas y PIDIREGAS externos, los pasivos externos de la banca comercial y el financiamiento al sector privado no financiero.

3/ Requerimientos Financieros del Sector Público (RFSP) y su saldo histórico (SHRFSP), reportados por la SHCP. Las cifras de los flujos revalorizados excluyen el impacto de la reforma a la Ley del ISSSTE sobre los RFSP. La información del SHRFSP sí incluye el efecto de esta reforma sobre la deuda pública.

4/ Según se define en la Ley del Banco de México.

5/ Cartera total de los intermediarios financieros, del Instituto del Fondo Nacional de la Vivienda para los Trabajadores (Infonavit) y del Fondo de la Vivienda del ISSSTE (Fovissste). Incluye programas de reestructura.

6/ Cartera total de los intermediarios financieros. Incluye programas de reestructura.

7/ Incluye las disponibilidades en el exterior y el financiamiento al sector externo.

8/ Incluye cuentas de capital y resultados y otros activos y pasivos de la banca comercial y de desarrollo, del Banco de México, de los intermediarios financieros no bancarios y del INFONAVIT, así como pasivos no monetarios del IPAB, entre otros conceptos.

Fuente: Banco de México.

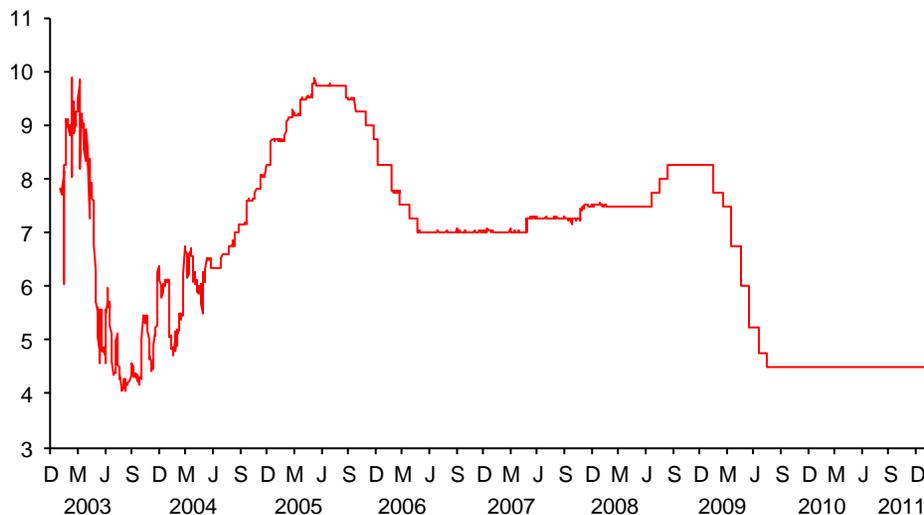
El crédito a los hogares continuó con una tendencia positiva, incrementando su saldo en términos reales en 7.2 por ciento de junio de 2010 al mismo mes de 2011. Ello fue resultado, entre otros factores, de los mayores niveles de empleo. El crédito vigente de la banca comercial al consumo presentó mayores tasas de crecimiento debido fundamentalmente a la mayor actividad del crédito para la adquisición de bienes de consumo duradero (ABCD) y otros, el cual se expandió 24.4 por ciento durante este periodo. En particular, destacaron los créditos de nómina, los cuales observaron un dinamismo significativo durante el primer semestre de 2011. Por su parte, el segmento de tarjetas de crédito también continuó su expansión, presentando en junio de 2011 una variación real anual de 2.6 por ciento. Finalmente, el crédito vigente de la banca comercial para la adquisición de vivienda mantuvo su trayectoria positiva y estable a lo largo del primer semestre, registrando en junio de 2011 un crecimiento de 5.3 por ciento en términos reales anuales.

## 4. Política Monetaria y Determinantes de la Inflación

La postura de política monetaria durante el primer semestre estuvo orientada a lograr la convergencia gradual de la inflación hacia el objetivo permanente de 3 por ciento. Con ese objetivo, durante el primer semestre del presente año la Junta de Gobierno del Banco de México mantuvo la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 4.5 por ciento (Gráfica 15). Entre los elementos que influyeron en dicha decisión se encuentran:

- i. Una evolución favorable del tipo de cambio, a pesar del incremento en la incertidumbre en los mercados financieros internacionales.
- ii. Una recuperación de la actividad productiva que no generó presiones sobre los precios toda vez que la brecha de producto continuó cerrándose a un ritmo menor que lo previsto.
- iii. El impacto limitado sobre la inflación y sus expectativas de los aumentos en los precios internacionales de las materias primas que tuvieron lugar en los primeros meses del año.
- iv. Expectativas de inflación para los diferentes horizontes que se mantuvieron bien ancladas, dentro del intervalo de variabilidad de más/menos un punto porcentual alrededor del objetivo permanente de 3 por ciento.

**Gráfica 15**  
**Tasa de Interés Interbancaria a 1 día <sup>1/</sup>**  
 Por ciento anual



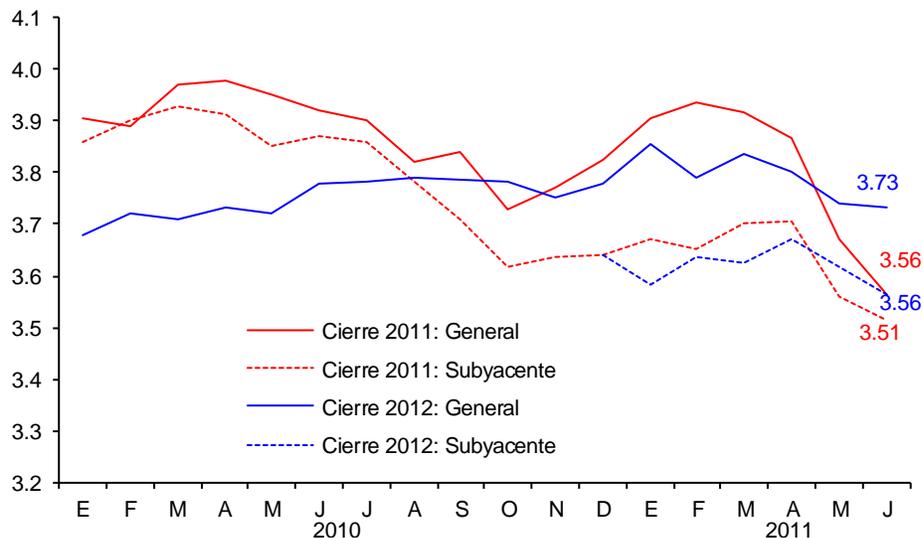
<sup>1/</sup> A partir del 21 de enero de 2008 se muestra el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a 1 día.

En congruencia con la tendencia a la baja de la inflación, durante el primer semestre de 2011 las expectativas de inflación de los analistas económicos para los horizontes de corto plazo registraron disminuciones, aunque se mantuvieron por arriba de 3 por ciento. El promedio de las expectativas de inflación general para el cierre de 2011 disminuyó de 3.91 por ciento en la

encuesta de enero (encuesta del Banco de México), a 3.56 por ciento en la de junio del presente año (Gráfica 16). Por su parte, la media de las expectativas del componente subyacente se redujo de 3.67 a 3.51 por ciento y la expectativa implícita para la inflación no subyacente pasó de 4.68 a 3.73 por ciento, en el lapso referido. Por su parte, la media de las expectativas de inflación general para el cierre de 2012 registró una disminución, al pasar de 3.86 por ciento en enero a 3.73 por ciento en junio de 2011. En este caso, el promedio de la expectativa de inflación subyacente para dicho horizonte se redujo de 3.58 a 3.56 por ciento en igual periodo, mientras que la correspondiente a la no subyacente pasó de 4.75 a 4.29 por ciento.

Para horizontes de mayor plazo, las expectativas de inflación se mantuvieron estables durante el primer semestre de 2011. Las expectativas de inflación para el cierre de 2013 y para el promedio para los siguientes 4 años permanecieron alrededor de 3.6 por ciento, mientras que la correspondiente al promedio para el periodo de 5 a 8 años se mantuvo cerca de 3.5 por ciento.

**Gráfica 16**  
**Expectativas de Inflación General y Subyacente**  
 Cierre 2011 y 2012



Fuente: Encuesta de Banco de México.

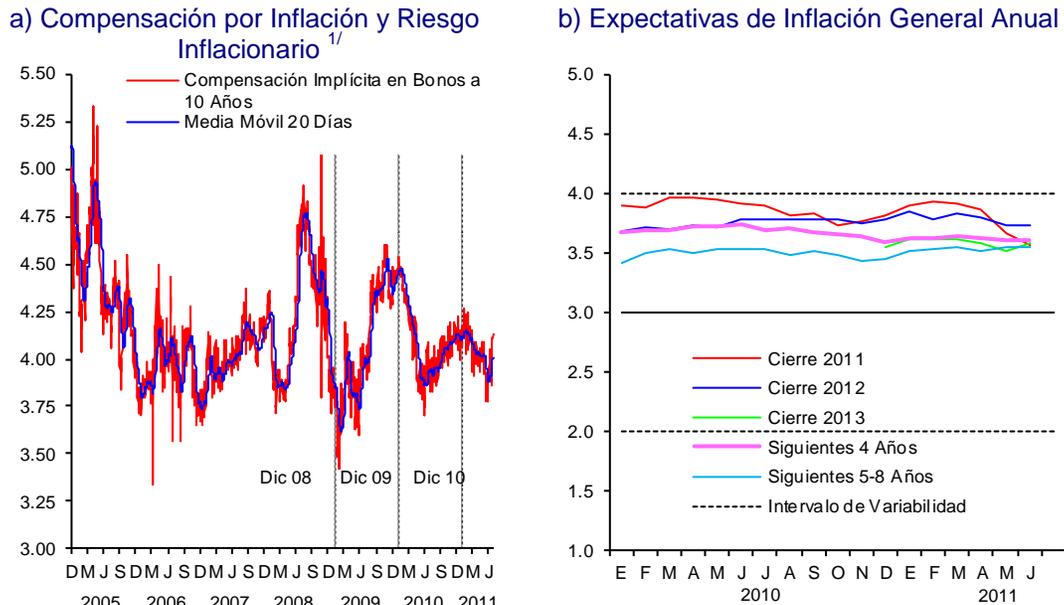
Además, la tendencia de la compensación por inflación y riesgo inflacionario (diferencia entre el rendimiento nominal del bono a 10 años y el rendimiento real asociado a los instrumentos de deuda indexados a la inflación del mismo plazo), después de haber alcanzado 4.3 por ciento a mediados de enero, disminuyó y se mantuvo durante el semestre en cuestión en niveles cercanos a 4 por ciento, si bien el indicador puntual mostró cierta volatilidad (Gráfica 17a).<sup>10</sup> Ello sugiere que, considerando que la prima por riesgo inflacionario es positiva, las expectativas de inflación de largo plazo implícitas en los referidos instrumentos se sitúan por debajo de 4 por ciento.

Lo anterior muestra, como se mencionó, que las expectativas de inflación para los diferentes horizontes permanecieron ancladas durante el primer

<sup>10</sup> Cabe señalar que, por su naturaleza, estos indicadores suelen verse afectados por cambios en las condiciones de liquidez prevalentes en el mercado de dinero. Por consiguiente, deben interpretarse con cautela dada la volatilidad que es común observar en su comportamiento.

semestre del presente año dentro del intervalo de variabilidad de más/menos un punto porcentual alrededor del objetivo permanente de 3 por ciento (Gráfica 17b).

**Gráfica 17**  
**Compensación por Inflación y Riesgo Inflacionario en Bonos de Largo Plazo y**  
**Expectativas de Inflación General Anual**  
 Por ciento anual



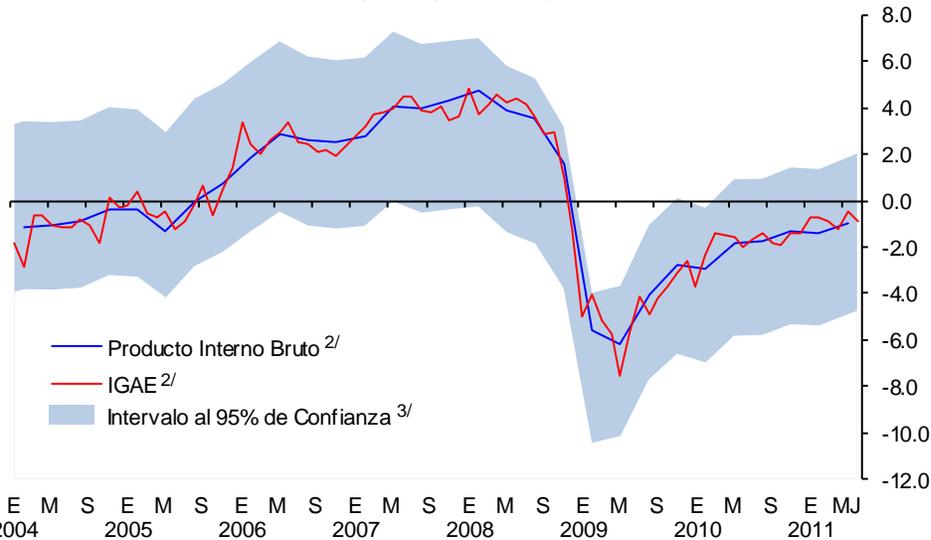
1/ La compensación por inflación y riesgo inflacionario implícita en bonos a 10 años se calcula con base en los datos de tasas de interés nominal y real del mercado secundario.

Fuente: Banco de México.

Fuente: Encuesta de Banco de México.

La evolución registrada durante el primer semestre de 2011, tanto por el PIB, como por el IGAE, indica que el ritmo al que se fue cerrando la brecha del producto disminuyó y, por ende, ésta se mantuvo en terreno negativo (Gráfica 18). Esto sugeriría que los niveles en los que operó la economía durante el periodo de referencia no generaron presiones generalizadas sobre los precios.

**Gráfica 18**  
**Estimación de la Brecha del Producto <sup>1/</sup>**  
 Porcentaje del producto potencial



<sup>1/</sup> Estimadas con el filtro de Hodrick- Prescott con corrección de colas; ver Banco de México (2009), "Informe sobre la Inflación, Abril-Junio 2009", pág.74.

<sup>2/</sup> Cifras del PIB al segundo trimestre de 2011; cifras del IGAE a junio de 2011.

<sup>3/</sup> Intervalo de confianza de la brecha del producto calculado con un método de componentes no observados.

Fuente: Elaborado por Banco de México con información del INEGI.

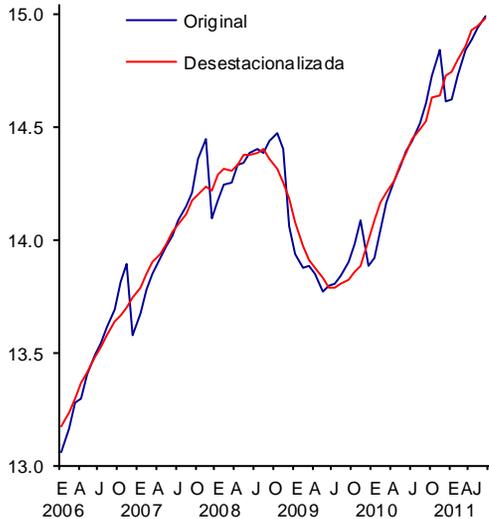
De manera congruente con lo anterior, diversos indicadores complementarios sugieren que durante el primer semestre del presente año no se observaron presiones sobre los precios de los principales insumos ni sobre las cuentas externas del país. En particular, cabe mencionar lo siguiente:

- a) En lo que corresponde al mercado laboral, si bien durante el primer semestre de 2011 el empleo formal, medido por el número de trabajadores asegurados en el IMSS, continuó mostrando una tendencia creciente (Gráfica 19a), varios indicadores señalan la persistencia de condiciones de holgura en dicho mercado. En particular, las tasas de desempleo, de subocupación y de ocupación en el sector informal permanecieron en niveles relativamente elevados (Gráfica 19b y Gráfica 19c). Lo anterior contribuyó a que los aumentos salariales siguieran siendo moderados.

**Gráfica 19**

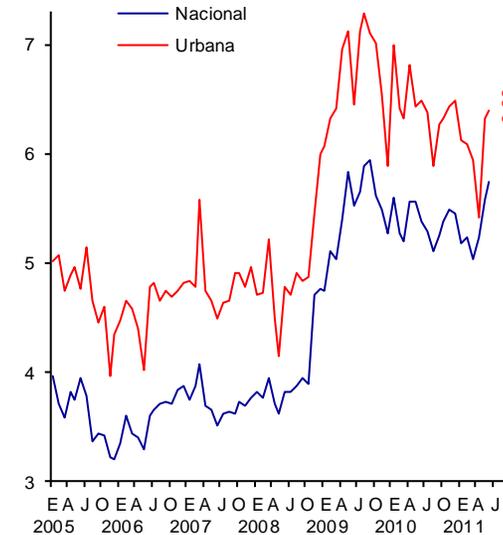
**Indicadores del Mercado Laboral**

**a) Trabajadores Asegurados en el IMSS**  
Millones de personas



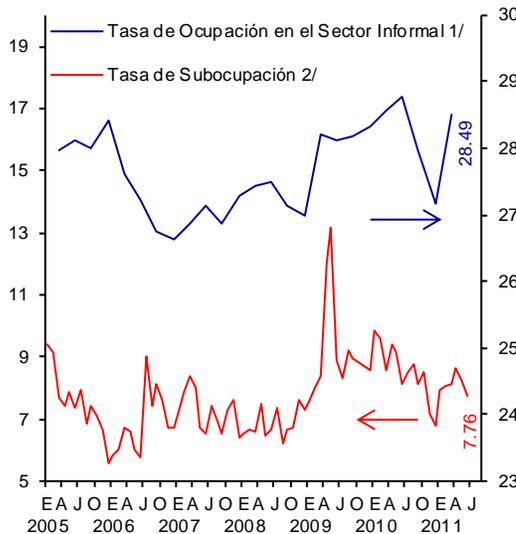
Fuente: Desestacionalización elaborada por Banco de México con información del IMSS.

**b) Tasas de Desocupación**  
Por ciento; datos desestacionalizados



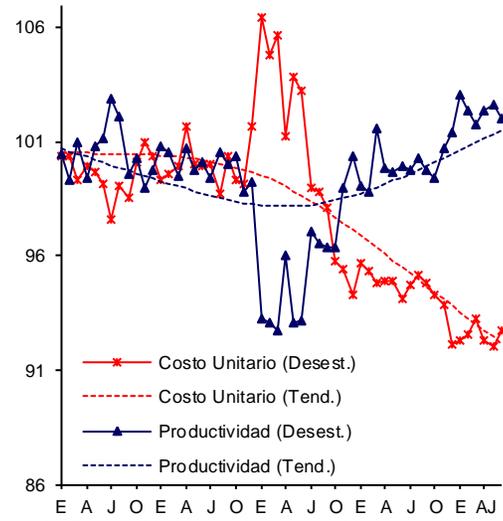
Fuente: Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo, INEGI.

**c) Tasa de Subocupación y de Ocupación en el Sector Informal**  
Por ciento



1/ Datos desestacionalizados. Cifras al primer trimestre de 2011.  
2/ Datos originales. Cifras a junio de 2011.  
Fuente: Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo, INEGI.

**d) Productividad y Costo Unitario de la Mano de Obra**  
Índice 2008=100; datos desestacionalizados y de tendencia



Fuente: Elaboración de Banco de México a partir de información desestacionalizada de la Encuesta Mensual de la Industria Manufacturera, INEGI.

b) Por su parte, durante el semestre que se reporta, la productividad media de la mano de obra continuó aumentando, lo cual aunado a la referida evolución de las remuneraciones, se tradujo en una reducción de los costos laborales unitarios (Gráfica 19d). De esta manera, dichos

costos no se constituyeron en un factor generador de presiones sobre los precios de los diferentes bienes y servicios.

- c) Después de haber mostrado una mejoría durante 2010, la utilización de la capacidad instalada en la industria manufacturera presentó una disminución hacia finales del primer semestre de 2011, permaneciendo en niveles inferiores a los observados antes de la crisis global.
- d) En lo que corresponde a los precios internacionales de los productos primarios, durante la primera parte del semestre objeto de este Informe, éstos mantuvieron la trayectoria al alza que había iniciado el año previo. Si bien en este periodo destacaron los aumentos que registraron las cotizaciones externas de los energéticos, el impacto de esto sobre los precios internos fue limitado por la política de deslices para la determinación de los precios de las gasolinas, el diesel y el gas licuado. Por otra parte, los precios internacionales de los granos también aumentaron, destacando especialmente los correspondientes al maíz. Esto último se reflejó primordialmente en los precios internos de la tortilla, sin que en el periodo de referencia ello se hubiese generalizado a otros alimentos. Cabe señalar que en el segundo trimestre del año los precios de las materias primas, en general, registraron una baja, limitando las posibles presiones sobre la inflación asociadas con los costos de los insumos.
- e) El incremento que se observó en la demanda de capital no encontró dificultades para su financiamiento en el mercado de fondos prestables. De esta forma, la evolución del financiamiento no dio indicios de un posible sobrecalentamiento de la economía ni apuntó hacia presiones sobre las tasas de interés.
- f) En congruencia con lo anterior, durante el periodo considerado no se observaron presiones de demanda sobre las cuentas externas del país. En efecto, en el primer semestre de 2011 el déficit de la cuenta corriente se mantuvo en niveles moderados (3,639 millones de dólares, monto equivalente a 0.6 por ciento del PIB). Asimismo, cabe señalar que, no obstante que los mercados financieros internacionales se vieron afectados por un aumento en la incertidumbre de los inversionistas, la persistencia de condiciones favorables en México propició que se captara un monto importante de recursos financieros del exterior, permitiendo cubrir holgadamente el déficit de la cuenta corriente.

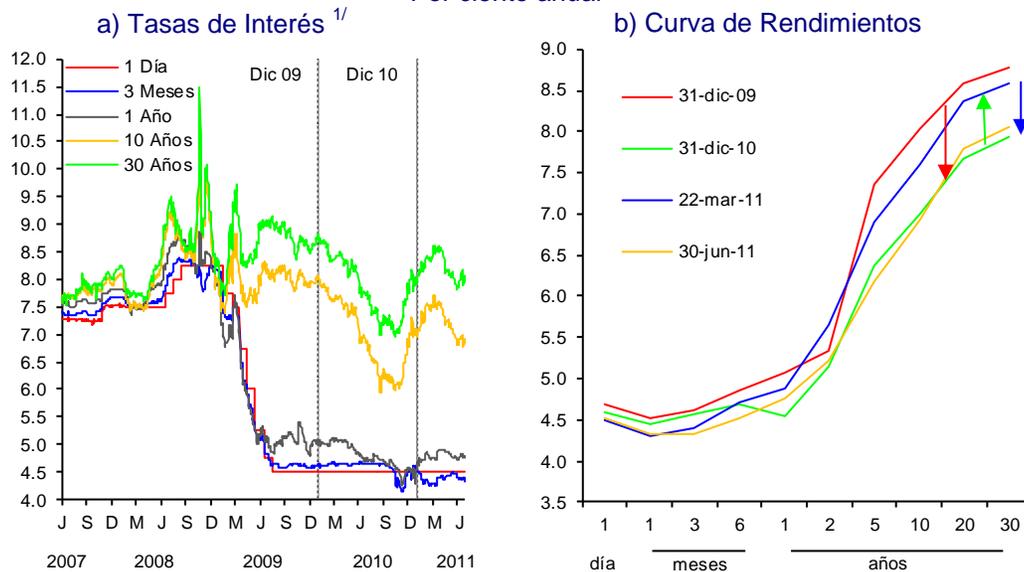
Como se señaló, durante el primer semestre del año se presentaron algunos episodios de volatilidad en los mercados financieros internacionales. Si bien los mercados financieros nacionales se vieron afectados por este entorno, las variaciones en las tasas de interés de diversos instrumentos financieros gubernamentales y del tipo de cambio se dieron en un contexto de abundante liquidez y altos volúmenes de operación, lo que permitió un comportamiento ordenado de los mismos.

Los elementos anteriores en su conjunto se vieron reflejados en la dinámica de la curva de rendimientos. Por un lado, las tasas de interés de corto plazo, tras permanecer alrededor de 4.5 por ciento durante los primeros cuatro meses del año se ubicaron por debajo de esta cifra en los últimos dos meses del semestre, en particular las tasas de muy corto plazo. Por su parte, la tasa de

interés del bono gubernamental a 10 años disminuyó de aproximadamente 7.6 por ciento a mediados de marzo a cerca de 6.9 por ciento a finales de junio (Gráfica 20). Esta disminución en las tasas de interés de largo plazo obedeció a:

- i. Una mayor demanda del extranjero por instrumentos de deuda del Gobierno Mexicano, que si bien se dio en un contexto de búsqueda de rendimientos en los mercados financieros internacionales, la composición de estos flujos indica que dicha demanda obedeció, principalmente, a dos factores: a) la fortaleza de los fundamentos macroeconómicos de la economía mexicana en comparación con otras economías tanto avanzadas como emergentes; y b) expectativas de inflación doméstica bien ancladas.
- ii. Una moderación en las expectativas de crecimiento de la economía mundial, en particular de Estados Unidos, y su consecuente efecto a la baja sobre las tasas de interés de mayor plazo en dicho país.

**Gráfica 20**  
**Tasas de Interés en México**  
Por ciento anual



1/ A partir del 21 de enero de 2008, la tasa de interés a 1 día corresponde al objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a 1 día.

Así, el extraordinario grado de estímulo monetario en Estados Unidos durante el primer semestre de este año mantuvo las tasas de interés en dicho país en niveles sumamente bajos, que significaron diferenciales de tasas entre México y Estados Unidos elevados en comparación con los registrados en los años previos a la crisis (Gráfica 21a). Estos diferenciales, junto a la fortaleza de los fundamentos macroeconómicos de la economía, contribuyeron a que el tipo de cambio nominal mostrara una tendencia hacia la apreciación durante el primer semestre del año, si bien con cierta volatilidad particularmente hacia finales del periodo (Gráfica 21b). Así, tanto la apreciación cambiaria, como la evolución favorable de las expectativas de inflación, se vieron reflejadas en condiciones monetarias más astringentes (Gráfica 22). Ello, en un contexto de expectativas de

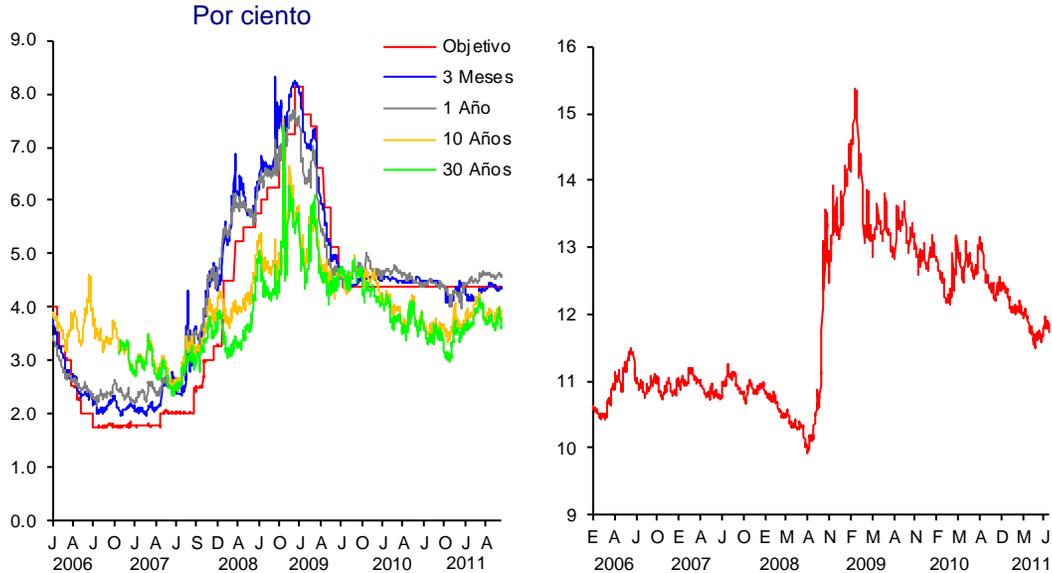
inflación bien ancladas, contribuyó a la evolución favorable de la inflación a través de una retroalimentación positiva entre la inflación y sus expectativas.

**Gráfica 21**

**Diferenciales de Tasas de Interés y Tipo de Cambio Nominal**

a) Diferenciales de Tasas de Interés entre México y Estados Unidos <sup>1/</sup>

b) Tipo de Cambio Nominal Pesos por dólar

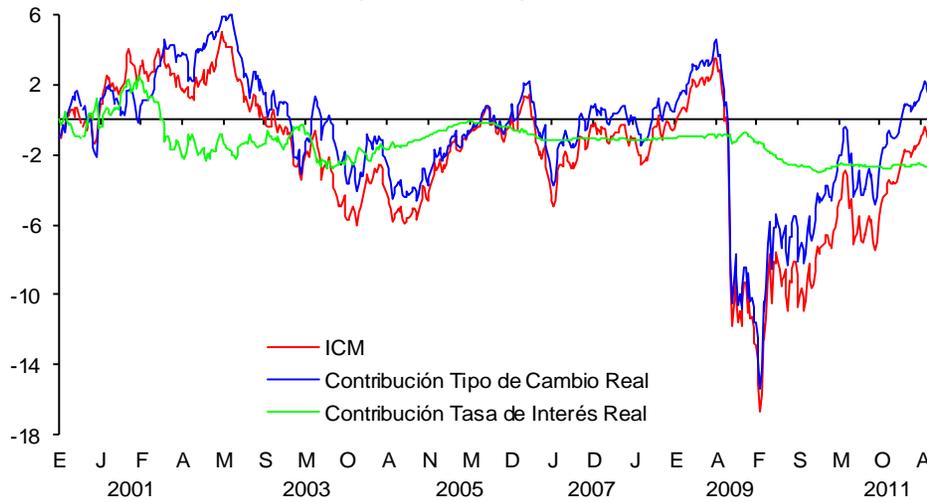


1/ Para la tasa objetivo de los Estados Unidos se considera el promedio del intervalo considerado por la Reserva Federal.  
Fuente: Banco de México y Departamento del Tesoro Norteamericano.

Fuente: Banco de México.

En suma, los canales del tipo de cambio y de las expectativas de los agentes económicos en el mecanismo de transmisión de la política monetaria desempeñaron un papel fundamental en el proceso de convergencia de la inflación hacia el objetivo permanente de 3 por ciento. Adicionalmente, las condiciones en los mercados de factores, en particular el laboral, la evolución del financiamiento al sector privado, así como las cifras de déficit en cuenta corriente actuales y esperadas, contribuyeron a que durante el primer semestre del año no se hayan presentado presiones inflacionarias de carácter generalizado.

**Gráfica 22**  
**Índice de Condiciones Monetarias** <sup>1/2/</sup>  
 Variaciones en por ciento respecto a enero de 2000



1/El Índice de Condiciones Monetarias (ICM) se calcula como el promedio ponderado de los cambios en indicadores de tasa de interés real y de tipo de cambio real respecto a su nivel promedio durante enero del 2000. Los ponderadores de las contribuciones de ambos indicadores al ICM se definen en 0.5 y 0.5, respectivamente. Utilizando diversas herramientas analíticas se encuentra que estos valores son una buena aproximación de la contribución que tienen la tasa de interés real y el tipo de cambio real a las condiciones monetarias que enfrenta la demanda agregada. Una apreciación del tipo de cambio y/o un aumento en la tasa de interés real incrementan el ICM. Por consiguiente, un aumento en el ICM sugiere condiciones monetarias relativamente más astringentes.

2/El índice semanal de tipo de cambio real bilateral con respecto al dólar estadounidense se calcula utilizando el promedio semanal del tipo de cambio FIX, el promedio semanal de un índice de precios al consumidor en Estados Unidos con periodicidad diaria (interpolación lineal del IPC) y el promedio semanal de un índice de precios al consumidor en México con periodicidad diaria (interpolación lineal del INPC). Por su parte, la tasa de interés real con periodicidad semanal se define con base en el promedio semanal de la tasa de interés nominal de CETES a 28 días y la expectativa de inflación para los siguientes 12 meses de la encuesta semanal de El Semanario.

## 5. Consideraciones Finales

La recuperación que se venía observando en la actividad económica mundial se moderó en el primer semestre de 2011. En un contexto de persistentes problemas estructurales en algunas de las principales economías avanzadas, la economía global se vio afectada por los efectos de los desastres naturales en Japón, por elevados precios de las materias primas y por el recrudecimiento de la crisis financiera en la zona del euro. En el caso de Estados Unidos, el crecimiento del PIB disminuyó de manera marcada durante la primera mitad del año y, tanto su mercado laboral como el de vivienda continuaron mostrando debilidad. Por otra parte, la consolidación prevista en el gasto fiscal en el corto plazo pudiera traducirse en un mayor debilitamiento de la actividad económica de ese país. En el caso de la zona del euro, la precaria situación fiscal y financiera en algunos de los países del área podría generar contagio, acentuando el debilitamiento de estas economías. Así, el entorno de mayor vulnerabilidad en los mercados financieros internacionales podría conducir a una reversión de los flujos de capitales hacia las economías emergentes.

En cuanto a la actividad productiva de México, ésta continuó exhibiendo una tendencia creciente durante el primer semestre de 2011. No obstante, algunos indicadores sugieren que, hacia finales de este periodo, ciertos componentes del gasto interno mostraron una moderación en su crecimiento. En este contexto, en la economía continuó observándose holgura en los mercados de los principales factores de producción. Lo anterior indica que, en el periodo que se reporta, no se observaron presiones generalizadas sobre los precios ni sobre las cuentas externas del país.

Por su parte, al finalizar el primer semestre de 2011 las inflaciones anuales general y subyacente presentaron reducciones significativas respecto al cierre del semestre anterior, ubicándose así dentro del intervalo de variabilidad de más/menos un punto porcentual que determinó el Banco de México alrededor de la meta de 3 por ciento. En adición a la postura de política monetaria, algunos otros factores que determinaron el comportamiento a la baja de dichos indicadores fueron el desvanecimiento de las modificaciones tributarias que entraron en vigor a principios de 2010, una mayor competencia entre cadenas comerciales y empresas de telecomunicaciones, respectivamente, así como la ausencia de presiones inflacionarias en el mercado laboral y la evolución favorable del tipo de cambio.

El entorno externo incierto que enfrenta México confirma la necesidad de continuar con el fortalecimiento macroeconómico del país y el avance en su cambio estructural. Para lograr un ritmo de crecimiento económico que conduzca a alcanzar un mayor nivel de desarrollo, sin presiones inflacionarias, es necesario incrementar la tasa de crecimiento del PIB potencial del país, para lo cual es indispensable llevar a cabo reformas estructurales. Este es el momento propicio de impulsar dichas reformas dado el fuerte marco macroeconómico, logrado gracias a una política fiscal prudente y una política monetaria comprometida con la estabilidad de precios.