

# Política Monetaria

---

Informe sobre el primer  
semestre de 2010



BANCO DE MÉXICO

SEPTIEMBRE, 2010



*JUNTA DE GOBIERNO*

**Gobernador**

AGUSTÍN GUILLERMO CARSTENS CARSTENS

**Subgobernadores**

ROBERTO DEL CUETO LEGASPI

GUILLERMO GÚEMEZ GARCÍA

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 2010.*

*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 2010 .....	3
2.2. Salarios.....	5
3. Entorno Económico y Financiero Prevaliente en el Primer Semestre de 2010.....	6
3.1. Condiciones Externas.....	6
3.1.1. <i>Actividad Económica Mundial</i> .....	6
3.1.2. <i>Precios de las Materias Primas</i> .....	8
3.1.3. <i>Tendencias Generales de la Inflación en el Exterior</i> .....	8
3.1.4. <i>Mercados Financieros Internacionales</i> .....	10
3.2. Evolución de la Economía Mexicana .....	12
3.2.1. <i>Actividad Económica</i> .....	12
3.2.2. <i>Ahorro Financiero y Financiamiento en el País</i> .....	16
4. Determinantes de la Inflación .....	19
5. La Política Monetaria durante el Primer Semestre de 2010.....	22
6. Consideraciones Finales .....	25





## 1. Introducción

---

En el primer semestre de 2010 continuó la recuperación de la economía mundial, aunque a ritmos diferentes entre países y regiones. Esto a pesar de la mayor volatilidad en los mercados financieros derivada del aumento del riesgo soberano en Europa a principios del segundo trimestre. En la mayoría de las economías avanzadas se observó un crecimiento moderado, fundamentalmente en aquellas actividades asociadas al comercio internacional y la producción industrial. En las emergentes, en particular las asiáticas, se registró una fuerte expansión, reflejando el dinamismo de sus exportaciones y de su demanda interna.

Los efectos de la crisis europea sobre la actividad mundial alertaron sobre la necesidad de avanzar en los procesos de consolidación fiscal en las economías avanzadas. Aunado a los indicios de una desaceleración en algunos de estos países, principalmente Estados Unidos y Japón, así como al retiro programado de los estímulos fiscales, dicha crisis generó incertidumbre sobre la capacidad del gasto privado para sostener la reactivación de la actividad económica global.

En el periodo que se reporta la inflación y sus expectativas en las principales economías avanzadas se mantuvieron en niveles reducidos, en lo que influyó la debilidad de la actividad económica y la moderación del ritmo de crecimiento de los precios de los productos primarios. Ante el retiro esperado de los estímulos fiscales, los bancos centrales de estos países mantuvieron sus políticas monetarias acomodaticias. Por su parte, en diversas economías emergentes persistió la preocupación sobre posibles presiones inflacionarias, ante lo cual los institutos centrales de algunas de estas economías aumentaron sus tasas de política.

Las condiciones en los mercados financieros a nivel global empezaron a estabilizarse a fines de mayo e inclusive mostraron una mejoría en junio. Ello sucedió luego de las medidas sin precedente adoptadas por las autoridades de la Unión Europea y el Fondo Monetario Internacional para enfrentar la crisis en Grecia y los temores sobre la sostenibilidad fiscal de otros países europeos. Durante este episodio, fue notorio que las condiciones en los mercados financieros se mantuvieron relativamente estables en los países que, como México, han realizado un esfuerzo de consolidación fiscal.

En lo que se refiere a la actividad productiva en México, durante el primer semestre la demanda externa siguió mostrando una trayectoria positiva y, en consecuencia, las exportaciones y la producción del sector manufacturero continuaron consolidando una recuperación. A partir del segundo trimestre el consumo tendió a presentar un cambio más favorable de tendencia, si bien permaneció en niveles relativamente bajos. Por su parte, la inversión no mostró una recuperación significativa. Reflejando lo anterior, el PIB mostró en el primer semestre del año un crecimiento anual de 5.9 por ciento, lo cual contrastó con las contracciones de 8.9 y 4.2 por ciento en el primer y segundo semestres de 2009. Así, en el periodo que se reporta se continuó el proceso de recuperación de la actividad productiva que inició en la segunda mitad de 2009, si bien se calcula que el PIB continuó ubicándose por debajo del potencial productivo de la economía.

Al cierre del primer semestre de 2010 la inflación general anual resultó ligeramente mayor a la observada al final de 2009. Ello fue producto de la mayor incidencia del componente no subyacente del INPC, el cual fue parcialmente contrarrestado por el desempeño de la inflación subyacente. En particular, la presión sobre la inflación se presentó en el primer trimestre del año como consecuencia principalmente de la mayor incidencia del grupo de los bienes y servicios administrados y concertados, de los productos agropecuarios y, por el efecto que tuvieron las modificaciones tributarias sobre los precios de los bienes y servicios afectados por éstas. Cabe señalar que a partir de febrero la inflación subyacente presentó una trayectoria descendente impulsada primordialmente por el desempeño del subíndice de las mercancías, el cual redujo su ritmo de crecimiento debido a la estabilidad cambiaria y a una aparente intensificación en los niveles de competencia entre algunas cadenas comerciales. No obstante, la reducción en la inflación subyacente fue limitada por los niveles relativamente elevados que presentó la inflación del subíndice de servicios.

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 haciendo un seguimiento minucioso de la trayectoria de las expectativas de inflación de mediano y largo plazos, de la velocidad a la cual se cerrara la brecha del producto, así como de otros determinantes de la inflación que pudiesen incidir de manera inesperada y generalizada sobre el proceso de formación de precios en la economía. Esto con el fin de que, en esa eventualidad, el Instituto Emisor ajustase la postura monetaria para alcanzar el objetivo de inflación de 3 por ciento hacia finales de 2011.

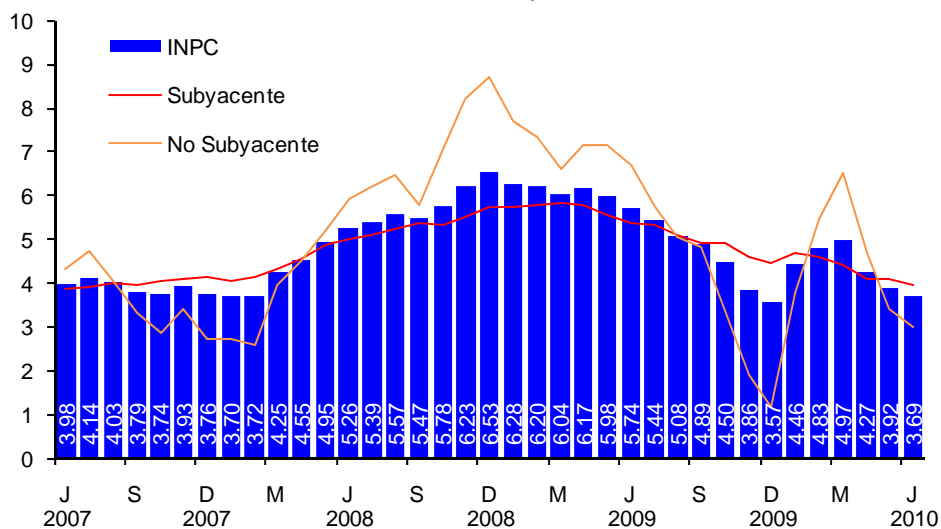
## 2. Evolución Reciente de la Inflación

### 2.1. La Inflación en el Primer Semestre de 2010

Al finalizar el primer semestre de 2010 la inflación general anual se situó en 3.69 por ciento, lo que significó un incremento de 0.12 puntos porcentuales con relación al dato que se observó al cierre de 2009 (Gráfica 1 y Cuadro 1). Este resultado fue producto de la mayor contribución del componente no subyacente del INPC, cuya variación anual pasó de 1.20 a 2.99 por ciento entre diciembre de 2009 y junio de 2010. Esta presión alcista fue parcialmente contrarrestada por el componente subyacente, que refleja en mayor grado la tendencia de mediano plazo de la inflación. La variación anual de este último componente, en el periodo referido, disminuyó de 4.46 a 3.94 por ciento.

El alza que presentó la inflación general anual durante el periodo que se reporta se concentró principalmente en el primer trimestre (Cuadro 1). En contraste, en el segundo la inflación no subyacente presentó una trayectoria descendente que, aunada a la tendencia a la baja que ya venía exhibiendo la inflación subyacente desde febrero, determinó una evolución más favorable de la inflación general.

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



Fuente: Banco de México

El incremento de la inflación no subyacente anual fue consecuencia principalmente de dos factores: primero, la reanudación de la política de deslices en los precios de los energéticos y, segundo, por aumentos en derechos y tarifas que determinan los gobiernos locales como es el caso del transporte público y los derechos por suministro de agua. Así, la tasa de crecimiento anual de los bienes y servicios administrados y concertados aumentó de 0.97 por ciento en diciembre 2009 a 5.62 por ciento en junio de 2010. Es pertinente señalar que durante la mayor parte de 2009 los precios de los energéticos permanecieron congelados. Sin embargo, a partir de diciembre de ese año la política de deslices de precios

se retomó con el fin de disminuir el costo fiscal y económico asociado a la desalineación de los precios internos con respecto a sus referencias externas. Esta situación fortalecerá las finanzas públicas y corregirá los precios relativos, lo que en el futuro contribuirá a tener una menor inflación.

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

	Dic-2009	Ene-2010	Feb-2010	Mar-2010	Abr-2010	May-2010	Jun-2010
<b>INPC</b>	<b>3.57</b>	<b>4.46</b>	<b>4.83</b>	<b>4.97</b>	<b>4.27</b>	<b>3.92</b>	<b>3.69</b>
<b>Subyacente</b>	<b>4.46</b>	<b>4.70</b>	<b>4.60</b>	<b>4.40</b>	<b>4.11</b>	<b>4.10</b>	<b>3.94</b>
<b>Mercancías</b>	<b>5.57</b>	<b>5.73</b>	<b>5.56</b>	<b>5.11</b>	<b>4.68</b>	<b>4.37</b>	<b>3.99</b>
Alimentos	5.73	5.90	6.02	5.52	4.95	4.63	4.17
Resto de Mercancías	5.45	5.59	5.17	4.76	4.46	4.15	3.83
<b>Servicios</b>	<b>3.41</b>	<b>3.73</b>	<b>3.70</b>	<b>3.73</b>	<b>3.58</b>	<b>3.84</b>	<b>3.90</b>
Vivienda	2.65	2.91	2.80	2.63	2.63	2.75	2.83
Educación	4.13	4.24	4.10	4.11	4.11	4.10	4.13
Resto de Servicios	3.99	4.47	4.56	4.84	4.43	5.00	5.05
<b>No Subyacente</b>	<b>1.20</b>	<b>3.80</b>	<b>5.46</b>	<b>6.53</b>	<b>4.70</b>	<b>3.41</b>	<b>2.99</b>
<b>Agropecuarios</b>	<b>1.66</b>	<b>4.96</b>	<b>7.37</b>	<b>9.11</b>	<b>3.71</b>	<b>0.16</b>	<b>-1.77</b>
Frutas y Verduras	-1.12	8.39	16.87	23.96	10.40	1.32	-2.74
Jitomate	-18.36	1.82	42.98	86.47	2.11	-15.67	-31.49
Papa	39.58	47.69	44.40	47.11	25.46	-3.23	-16.98
Frijol	22.26	12.86	4.33	-0.63	-6.54	-10.81	-14.13
Pecuarios	3.52	2.79	1.78	0.32	-0.50	-0.57	-1.15
Huevo	2.30	1.30	1.68	-0.83	-3.19	-8.60	-15.18
<b>Administrados y Concertados</b>	<b>0.97</b>	<b>3.21</b>	<b>4.49</b>	<b>5.19</b>	<b>5.24</b>	<b>5.20</b>	<b>5.62</b>
Administrados	0.28	2.96	4.18	4.84	5.08	4.47	4.70
Electricidad	1.13	4.48	6.99	7.96	7.33	8.32	9.25
Gas Doméstico	-6.43	-1.65	1.71	1.97	1.87	-1.55	-1.97
Gasolina de Bajo Octanaje	4.37	4.87	3.66	4.45	5.80	6.42	6.88
Gasolina de Alto Octanaje	4.25	4.76	2.88	2.90	3.95	3.93	2.92
Concertados	1.72	3.47	4.82	5.55	5.39	5.93	6.52
Colectivo	2.62	1.97	3.65	4.99	6.58	6.83	8.14
Derechos por el Suministro de Agua	6.37	7.90	10.98	12.70	12.86	12.86	12.87

Fuente: Banco de México

Las presiones al alza que registró la inflación no subyacente durante el primer trimestre fueron parcialmente contrarrestadas durante el segundo por una reducción en las cotizaciones de diversos productos agropecuarios. En particular, la variación anual del subíndice de precios agropecuarios en junio de 2010 fue -1.77 por ciento (en diciembre de 2009 fue 1.66 por ciento).

Por otra parte, la reducción de 0.52 puntos porcentuales que exhibió la inflación subyacente anual durante el primer semestre de 2010 fue impulsada por el desempeño del subíndice de las mercancías. Así, la variación anual del subíndice referido disminuyó de 5.57 a 3.99 por ciento entre diciembre de 2009 y junio de 2010. En lo principal, ello fue producto de una mayor estabilidad cambiaria, así como de una intensificación en la competencia entre algunas cadenas comerciales, lo que derivó en un mayor número de ofertas durante el periodo que se reporta.<sup>1</sup>

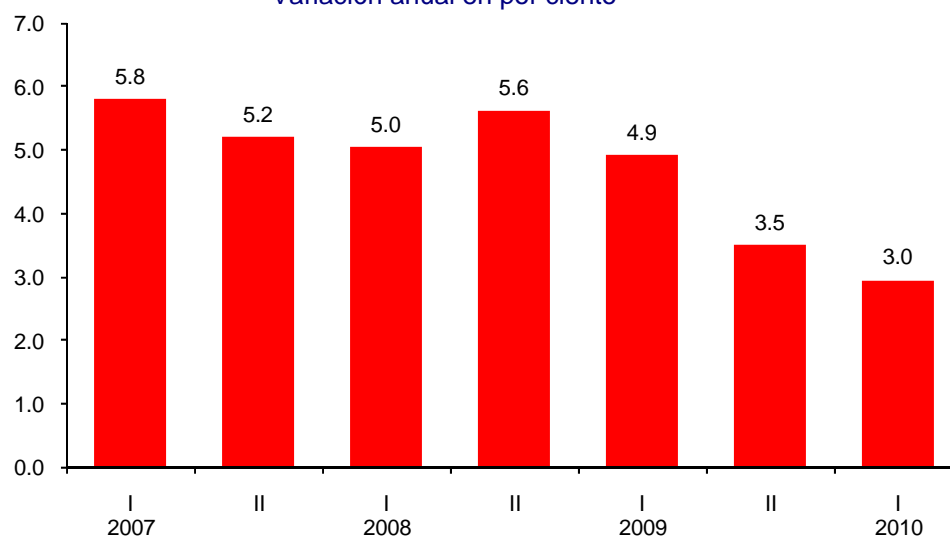
<sup>1</sup> En el Informe sobre la Inflación Abril – Junio 2010, Banco de México presenta un análisis estadístico de la dinámica reciente de las ofertas en los precios de los bienes y servicios que integran la muestra del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC). Este análisis indica que la intensificación de la competencia entre las cadenas comerciales se estima que contribuyó a reducir la inflación general –medida por el INPC– del primer y segundo trimestres de 2010 en 6 y 13 puntos base, respectivamente.

La reducción que experimentó la inflación subyacente fue afectada por el aumento en el ritmo de crecimiento del subíndice de los servicios. En particular, entre diciembre de 2009 y junio de 2010 ésta pasó de 3.41 a 3.90 por ciento. Ello fue consecuencia de la mayor incidencia del grupo de los servicios distintos a la vivienda y a la educación, lo que en gran medida refleja dos elementos: primero, el efecto sobre los precios de diversos servicios asociado con el aumento de 1 punto porcentual en la tasa general del Impuesto al Valor Agregado y la fijación del Impuesto Especial sobre la Producción y Servicios de 3 por ciento sobre el servicio por televisión por cable o satélite (al parecer sin que los cambios tributarios hubiesen tenido efectos de segundo orden en el proceso de formación de precios);<sup>2</sup> segundo, la baja base de comparación en el cálculo de los servicios distintos a la vivienda y la educación debido al impacto que tuvo el año previo el brote de influenza (AH1N1) sobre las cotizaciones de los servicios de alimentación y turismo.

## 2.2. Salarios

Durante el primer semestre de 2010 el salario base de cotización al IMSS –que es el indicador salarial más amplio del sector formal de la economía– alcanzó una tasa de variación anual promedio de 3.0 por ciento, mientras que el semestre previo dicha cifra fue 3.5 por ciento (Gráfica 2). Ello sugiere que, en general, durante el periodo de referencia no se registraron presiones salariales sobre las estructuras de costos de las empresas.

**Gráfica 2**  
**Salario Base de Cotización al IMSS<sup>1/</sup>**  
 Variación anual en por ciento



Fuente: Cálculos elaborados por el Banco de México con información del IMSS.

1/ Durante el periodo enero-junio de 2010 se registraron 14.2 millones de cotizantes en dicho Instituto.

<sup>2</sup> Banco de México presentó evidencia sobre la ausencia de efectos de segundo orden en el proceso de formación de precios asociados a las modificaciones tributarias aprobadas por el H. Congreso de la Unión para 2010 en el Informe sobre la Inflación Enero – Marzo 2010. Es pertinente señalar que al analizar la misma evidencia para el segundo trimestre de 2010 se confirma la ausencia de presiones inflacionarias de segundo orden derivadas de las citadas modificaciones tributarias.

### 3. Entorno Económico y Financiero Prevalciente en el Primer Semestre de 2010

#### 3.1. Condiciones Externas

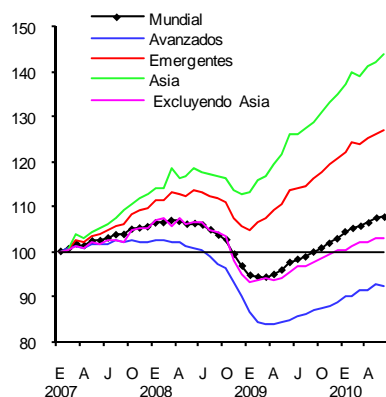
##### 3.1.1. Actividad Económica Mundial

La economía mundial continuó mostrando una recuperación durante el primer semestre de 2010, aunque a ritmos diferentes entre países y regiones. Las economías avanzadas crecieron moderadamente, mientras que las principales economías emergentes registraron un fuerte crecimiento. Durante los primeros tres meses del año, la reactivación económica y la estabilidad financiera se retroalimentaron favorablemente, aunque el crédito bancario, particularmente en algunos sectores de las economías avanzadas, siguió contrayéndose. Durante abril y mayo se hizo evidente que la situación de sostenibilidad fiscal de Grecia, Portugal, España, Irlanda e Italia era precaria. Posteriormente, Grecia entró en crisis, lo que generó una importante revaluación del riesgo soberano y efectos de contagio, principalmente en las economías con posiciones fiscales más débiles. Para la economía global en conjunto, el efecto de las dificultades en Europa fue limitado aunque, en combinación con otros factores que pudiesen eventualmente afectar la expansión de las economías avanzadas, como el proceso de consolidación fiscal, se evidenció la posibilidad de una moderación importante en el ritmo de expansión de la producción industrial y del comercio (Gráfica 3).

**Gráfica 3**

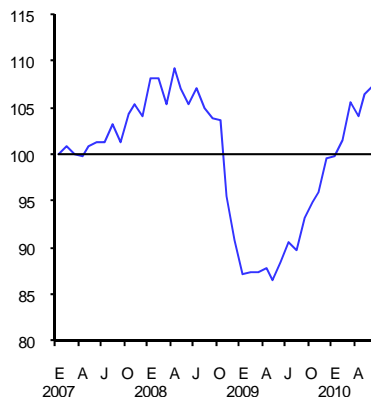
#### Actividad Económica Mundial

a) Producción Industrial Mundial  
Índice enero 2007=100, a. e.



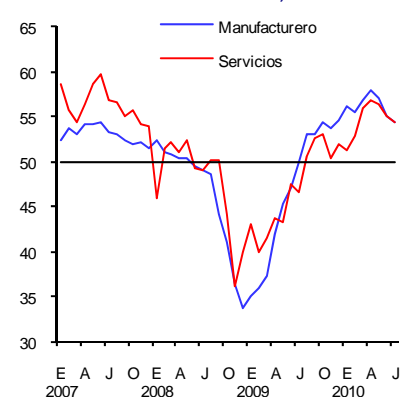
a. e. / Cifras con ajuste estacional.  
Fuente: CPB Netherlands.

b) Volumen de Comercio Mundial  
Índice enero 2007=100, a. e.



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

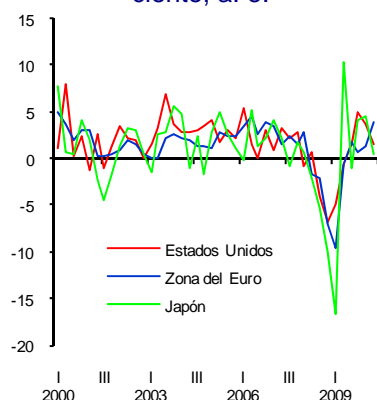
c) Índices de Gerentes de Compras Globales (PMI) Manufacturero y de Servicios  
Índice de difusión, a. e.



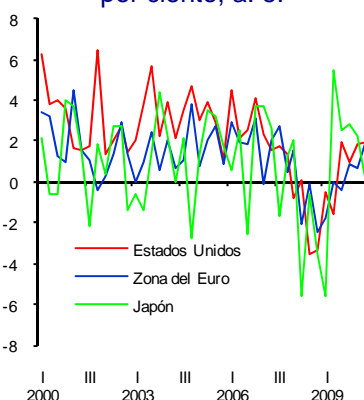
a. e. / Cifras con ajuste estacional.  
Fuente: JP Morgan.

El PIB de Estados Unidos creció 3.7 por ciento a tasa trimestral anualizada durante los primeros tres meses de 2010 debido, en buena medida, a la reconstitución de inventarios y a una contribución significativa del consumo. Durante el segundo trimestre, la expansión del PIB continuó a un ritmo más

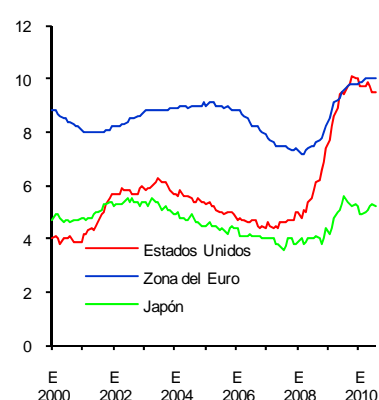
moderado, 1.6 por ciento a tasa trimestral anualizada (Gráfica 4a). La producción industrial se expandió 6.7 por ciento, luego de crecer 7.1 por ciento en el primer trimestre. En el crecimiento de este país durante el semestre influyeron el dinamismo del comercio exterior y la continuación del proceso de reposición de inventarios, si bien la producción industrial permaneció por debajo de su nivel anterior a la crisis. La actividad en el sector servicios siguió expandiéndose moderadamente y continuó la debilidad en la construcción. En suma, de acuerdo a diferentes indicadores, persistieron condiciones de una considerable lasitud en la economía.<sup>3</sup>

**Gráfica 4**
**Actividad Económica en las Principales Economías Avanzadas**
**a) Producto Interno Bruto Real**  
 Variación trimestral anualizada en por ciento, a. e.


a. e. / Cifras con ajuste estacional.  
 Fuente: BEA, Eurostat, y Cabinet Office.

**b) Consumo Privado Real**  
 Variación trimestral anualizada en por ciento, a. e.


a. e. / Cifras con ajuste estacional.  
 Fuente: BEA, Eurostat, y Cabinet Office.

**c) Tasa de Desempleo**  
 En por ciento, a. e.


a. e. / Cifras con ajuste estacional.  
 Fuente: BLS, Eurostat y Statistics Bureau.

El gasto en consumo privado registró un crecimiento moderado durante el primer semestre (2 por ciento a tasa semestral anualizada), reflejando el elevado desempleo, la persistencia de condiciones crediticias restrictivas y un ajuste en la riqueza neta de los hogares. El gasto de las empresas en equipo y software aumentó significativamente durante el semestre por el crecimiento de las utilidades corporativas y la reconstitución del acervo de capital. Sin embargo, el gasto en construcción mostró mayor debilidad ante el fin del crédito fiscal para la adquisición de viviendas.

El mercado laboral mostró mejoría a principios de 2010 a pesar de que la tasa de desempleo permaneció en niveles elevados. La nómina privada no agrícola se estabilizó en los primeros meses del año y aumentó significativamente en marzo. En el segundo trimestre, la nómina privada no agrícola se incrementó a un ritmo bajo en relación a la pérdida neta en empleos durante la crisis, que al finalizar el semestre sumaba 7.9 millones de puestos. Así, la tasa de desempleo se redujo sólo ligeramente. Las condiciones financieras en Estados Unidos fueron, en general, poco favorables para apoyar el crecimiento económico durante la primera mitad del año. El crédito bancario siguió contrayéndose y la colocación de valores privados disminuyó durante el segundo trimestre de 2010. Asimismo, la demanda de crédito de las empresas pequeñas y los hogares se mantuvo débil en el periodo.

<sup>3</sup> El índice de capacidad instalada de la producción industrial de Estados Unidos se situó en 74.1 por ciento en junio de 2010, por debajo de su promedio histórico de 81 por ciento (1967-2010).

En otras economías avanzadas la recuperación durante los primeros tres meses del año siguió su curso a tasas más modestas. En ese periodo, la economía de la zona del euro creció apenas 1.3 por ciento a tasa trimestral anualizada debido a la continuación del proceso de desendeudamiento y la baja utilización de la capacidad instalada, que siguió afectando a la inversión. La expansión del consumo privado se rezagó en comparación con lo observado en los Estados Unidos y Japón debido, en buena medida, al mayor nivel de desempleo y problemas importantes en el sector bancario. En el segundo trimestre, el PIB se expandió 3.9 por ciento a tasa trimestral anualizada, impulsado principalmente por una mayor demanda interna y la expansión alemana, de 9.0 por ciento a tasa trimestral anualizada. En Japón el PIB creció 4.4 por ciento a tasa trimestral anualizada en los primeros tres meses del año, pero en el segundo trimestre se expandió en apenas 0.4 por ciento.

Las principales economías emergentes, en particular las asiáticas, mostraron en la primera mitad del año un crecimiento económico vigoroso, apoyado por la fortaleza de sus exportaciones y de su demanda interna. En el primer trimestre de 2010, el PIB y la producción industrial de China crecieron a tasas anuales de dos dígitos. Sin embargo, en el segundo trimestre la tasa de crecimiento de la producción industrial en China registró una disminución, ubicándose en 13.7 por ciento en junio, comparada con 18.1 por ciento en marzo, mientras que el PIB creció 10.3 por ciento anual. El PIB de la India creció 8.6 y 8.8 por ciento anual en el primer y segundo trimestres, respectivamente. En las principales economías de América Latina, de acuerdo con los resultados del PIB del primer trimestre y la información disponible para el segundo trimestre, la actividad económica siguió repuntando durante los primeros seis meses del año, impulsada por la mayor demanda de bienes primarios. También los países emergentes de Europa mostraron mejoría durante la primera mitad del año, aunque con disparidades considerables.

### 3.1.2. Precios de las Materias Primas

La tendencia ascendente que mostraron los precios de la mayoría de los productos primarios a partir del segundo trimestre de 2009 continuó en el primer trimestre de 2010, aunque a un ritmo más moderado. En mayo, en el entorno de un aumento en la aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales, derivado de las dificultades de sostenibilidad fiscal en varios países europeos mencionada anteriormente, los precios de los productos primarios detuvieron su trayectoria ascendente (Gráfica 5), mostrando volatilidad y cierta tendencia a la baja durante el resto del semestre.

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

En el primer semestre, la inflación y sus expectativas en las economías avanzadas se mantuvieron en niveles bajos, a lo que contribuyó la debilidad de la actividad económica y la moderación del ritmo de crecimiento de los precios de los productos primarios, incluyendo a los energéticos, en el segundo trimestre. De hecho, al cierre de éste, la preocupación dominante era de una mayor disminución de la inflación. Por su parte, en algunas economías emergentes persistió el temor sobre posibles presiones inflacionarias (Gráfica 6a y b).

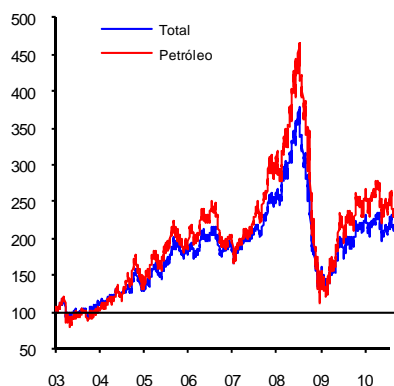
En Estados Unidos, la inflación general al consumidor disminuyó en el primer semestre, situándose en 1.1 por ciento a tasa anual en junio, comparada



con 2.7 por ciento en diciembre de 2009. A ello contribuyó la tendencia descendente del componente subyacente (Gráfica 6c), cuyo crecimiento anual fue 0.9 por ciento en junio (1.8 por ciento en diciembre). La amplia brecha del producto y la elevada tasa de desempleo permitieron mantener a la inflación y a sus expectativas en niveles bajos. Teniendo en consideración lo anterior, la Reserva Federal mantuvo su tasa de política en el intervalo de 0 a 25 puntos base.

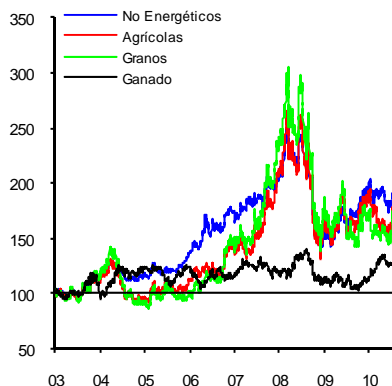
**Gráfica 5**  
**Precios de Productos Primarios**  
Índice 31 de diciembre de 2002=100

a) Precio de Productos Primarios y del Petróleo



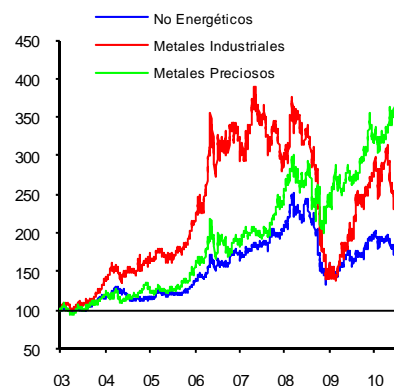
Fuente: S&P GSCI.

b) Precio de Productos Primarios No Energéticos, Agrícolas



Fuente: S&P GSCI.

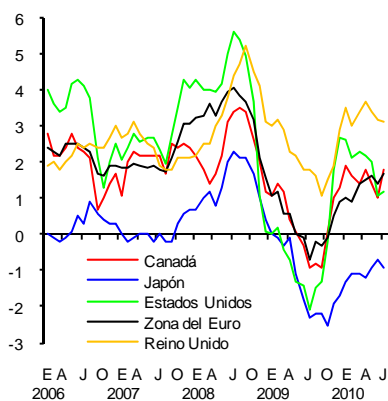
c) Precio de Productos Primarios No Energéticos, Metales



Fuente: S&P GSCI.

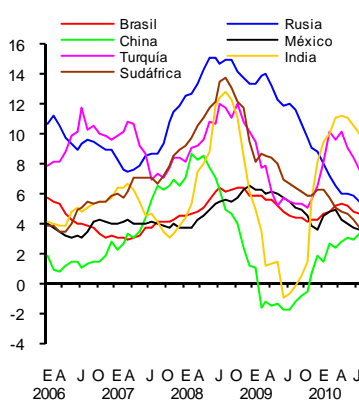
**Gráfica 6**  
**Inflación en Economías Avanzadas y Emergentes Seleccionadas**  
Variación anual en por ciento

a) Avanzadas



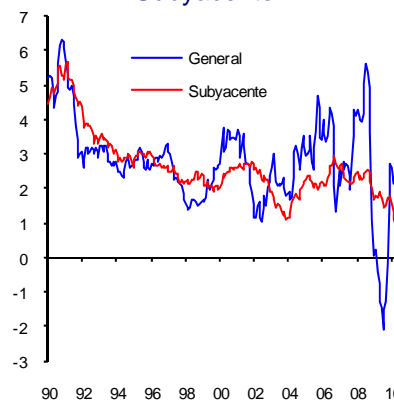
Fuente: Oficinas de estadísticas nacionales.

b) Emergentes



Fuente: Oficinas de estadísticas nacionales.

c) EUA: Inflación General y Subyacente



Fuente: BLS.

En la zona del euro, la inflación anual aumentó de 0.9 por ciento en diciembre de 2009 a 1.4 por ciento al término del primer semestre, pero la inflación subyacente anual continuó reducida, situándose en junio en 0.9 por ciento, cerca de su nivel histórico más bajo. El Banco Central Europeo mantuvo inalterada su tasa de política en 1.0 por ciento. En Japón, las variaciones anuales del índice general y subyacente continuaron siendo negativas durante el primer

semestre, ante lo cual el banco central mantuvo sin cambio su tasa de política monetaria en 0.1 por ciento.

Los precios al consumidor en China aumentaron a una tasa anual de 2.9 por ciento en junio (1.9 por ciento en diciembre). El Banco Central de China mantuvo sin cambios su tasa de política en el primer semestre, pero aumentó el encaje legal. En India, se acentuaron las presiones inflacionarias, con sus precios al mayoreo incrementándose 10.6 por ciento en junio (8.1 por ciento en diciembre). El Banco de la Reserva de India incrementó tanto sus tasas de referencia como el encaje legal en marzo y abril. La inflación en Rusia se redujo durante el semestre por la fuerte caída en la actividad económica, ante lo cual su banco central redujo su tasa de política. La inflación al consumidor en América Latina registró en general una ligera aceleración en el primer trimestre, mientras que en el segundo el comportamiento de los precios fue mixto. En el semestre, diversos institutos centrales de la región aumentaron sus tasas de política.

#### 3.1.4. Mercados Financieros Internacionales

Las condiciones financieras globales registraron una mejoría durante los primeros tres meses del año. Las reducidas tasas de interés de las economías avanzadas, la debilidad del dólar estadounidense, las perspectivas de una apreciación de los tipos de cambio y el mayor crecimiento de las economías emergentes, siguió reflejándose en importantes flujos de capitales hacia éstas, los cuales fueron también influidos por las operaciones de “acarreo” o “carry trade”.<sup>4</sup> Sin embargo, durante abril y mayo se hizo evidente la precariedad de la sostenibilidad fiscal de países como Grecia, Portugal, España, Irlanda e Italia. La situación se agravó una vez que Grecia entró en crisis. La volatilidad se acentuó a principios de mayo, cuando surgieron dudas sobre la disposición y capacidad de los principales países de la zona del euro con posiciones fiscales más sólidas para otorgar apoyo financiero a los miembros en una situación más débil. Lo anterior se reflejó en un aumento de los costos de cobertura por incumplimiento de pago, caídas de los índices accionarios y un aumento en el costo de financiamiento para las empresas, que generó una reducción temporal en la colocación de valores privados en las principales economías avanzadas.

Para enfrentar la crisis, Grecia ingresó en un programa con el Fondo Monetario Internacional (FMI) con apoyo de la Unión Europea, y la mayoría de los países de la Unión adoptaron medidas de ajuste.<sup>5</sup> Además, las autoridades europeas, en coordinación con el FMI, implementaron un paquete de apoyo sin precedente. Ello sirvió para restaurar la confianza y salvaguardar la estabilidad del sistema financiero. Por su parte, en mayo de este año el Banco Central Europeo (BCE) puso en marcha diversas acciones para enfrentar los severos problemas en ciertos segmentos del mercado financiero y de deuda soberana:

<sup>4</sup> Las operaciones de “acarreo” (“carry trade”) consisten esencialmente en financiarse en una divisa a una tasa de interés baja e invertir el importe en otra divisa cuya tasa de interés sea más alta. La utilidad que se deriva de esta operación, surge de la apreciación relativa entre ambas divisas (apreciación de la moneda en la que el inversionista se pone “largo” con respecto a la moneda con la que fondea la operación, esto es, la moneda con respecto a la cual el inversionista se pone “corto”) y el diferencial en tasas de interés. El principal riesgo asociado con estas operaciones es que el tipo de cambio se mueva en sentido opuesto al esperado, de tal forma que se elimine la utilidad proporcionada por el diferencial de tasas de interés.

<sup>5</sup> No solamente Grecia, España e Irlanda adoptaron medidas de restricción fiscal, también Alemania, Francia y el Reino Unido dieron a conocer importantes programas de consolidación presupuestal que tienen como uno de sus principales objetivos disminuir la deuda pública como porcentaje del PIB en los próximos años.

- i. Provisión de liquidez en dólares. El BCE restableció la línea de liquidez (línea *swap*) con la Reserva Federal de los Estados Unidos.
- ii. Provisión de liquidez en euros. Se volvió a adoptar el mecanismo de subastas a tasa fija con adjudicación plena.
- iii. Restablecimiento del mercado de deuda. El BCE compra títulos de deuda pública y privada en los mercados secundarios para restablecer liquidez en el mercado de dichos instrumentos.

Asimismo, la Unión Europea aprobó el establecimiento del Mecanismo Europeo de Estabilización, cuyos componentes principales son: i) un procedimiento de ayuda financiera a los países miembros, con un fondo de 60 mil millones de euros; y ii) la denominada Facilidad Europea de Estabilidad Financiera con recursos por 440 mil millones de euros en fondos o garantías. Además, el Fondo Monetario Internacional contribuyó con el programa de apoyo a países en dificultades con alrededor de 250 mil millones de euros.

En su conjunto, las medidas adoptadas contuvieron el deterioro de los mercados financieros internacionales. Así, las condiciones de financiamiento en diversos mercados se estabilizaron a fines de mayo e, incluso, mostraron una mejoría en junio.<sup>6</sup>

El aumento de la incertidumbre por el episodio de crisis fiscal generó una importante revaluación del riesgo soberano. Ante el fuerte incremento en la percepción de riesgo de contraparte entre las instituciones financieras en Europa, algunos mercados dejaron de funcionar adecuadamente y se observó una depreciación considerable del euro frente a otras divisas. Como resultado del incremento en la aversión al riesgo en los mercados internacionales, durante principios de mayo se observó una depreciación en la mayoría de las divisas frente al dólar, con la excepción del yen. Sin embargo, en la medida en que las condiciones en los mercados financieros en Europa mejoraron, se registró una reversión de las depreciaciones cambiarias señaladas, principalmente en el caso de las economías emergentes.

La revaluación del riesgo soberano originó en mayo una desaceleración temporal de los flujos de capital a economías emergentes, un incremento de los índices de riesgo soberano y una caída en los mercados accionarios (Gráfica 7). Sin embargo, estos efectos tendieron a revertirse, principalmente en países como México, donde se ha realizado un esfuerzo de consolidación fiscal.

Durante el primer semestre del año, los bancos centrales de las principales economías avanzadas continuaron manteniendo una política monetaria muy acomodaticia, al tiempo que prosiguieron con el retiro previsto de sus programas de apoyo al sistema financiero. En particular, la Reserva Federal de Estados Unidos mantuvo sin cambio su tasa de política y reiteró que prevé un período prolongado de bajas tasas de interés. Por otra parte, en julio se aprobó una importante reforma financiera en los Estados Unidos que establece una regulación de los mercados de derivados, límites a las actividades de inversión de la banca y medidas de protección al consumidor. Adicionalmente, se incrementó la capacidad de las autoridades reguladoras para supervisar a los intermediarios

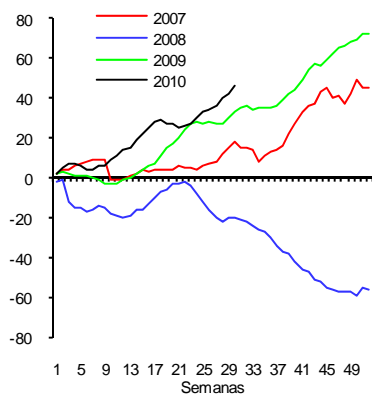
<sup>6</sup> Las autoridades de Europa publicaron en julio los resultados de pruebas de estrés bajo diferentes escenarios. Los resultados indican una fortaleza general del sistema bancario de la Unión Europea.

financieros de mayor tamaño. Por su parte, el Banco Central Europeo tampoco modificó su tasa de política monetaria.

**Gráfica 7**

**Indicadores Financieros en Economías Emergentes**

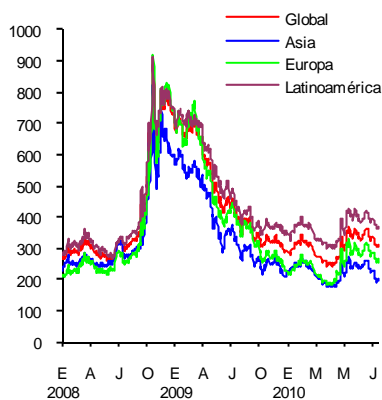
a) Flujo Acumulado a Economías Emergentes (Acciones y Deuda)<sup>1/</sup>  
Miles de millones de dólares



Fuente: Emerging Portfolio Fund Research.

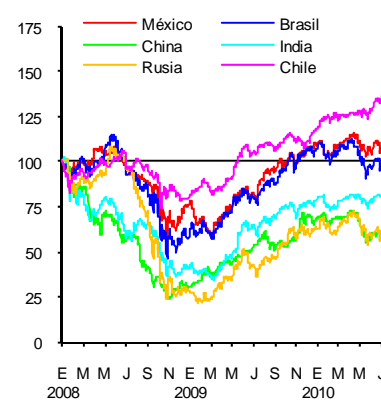
1/ La muestra cubre fondos utilizados para la compra-venta de acciones y bonos de países emergentes, registrados en mercados de países avanzados. Los flujos excluyen el desempeño de la cartera y variaciones en el tipo de cambio.

b) Márgenes de Riesgo Soberano (EMBI)  
Puntos base



Fuente: Bloomberg.

c) Mercados Accionarios de Países Emergentes Seleccionados  
Índice 01/01/2008=100



Fuente: Bloomberg.

## 3.2. Evolución de la Economía Mexicana

### 3.2.1. Actividad Económica

La reactivación de la demanda externa que inició en la segunda mitad de 2009, resultante principalmente del crecimiento registrado por las actividades industriales de Estados Unidos, se mantuvo durante los primeros seis meses de 2010. Lo anterior, aunado a la depreciación del tipo de cambio real, contribuyó a que las exportaciones manufactureras del país continuaran mostrando la trayectoria positiva que presentaron desde la segunda mitad de 2009 (Gráfica 8a). Esta evolución, a su vez, condujo a que el sector industrial, y en particular la producción manufacturera, presentara aumentos importantes en sus niveles de actividad durante el periodo que se reporta (Gráfica 8b).

Por su parte, si bien el gasto doméstico exhibió un rezago importante respecto a la reactivación mostrada por la demanda externa, los indicadores oportunos muestran que, durante el segundo trimestre de 2010, se presentó un cambio de tendencia en el gasto interno, si bien este último aún permaneció en niveles relativamente bajos. Esta incipiente recuperación se tradujo en un mayor dinamismo del sector servicios, favoreciendo así los niveles de actividad económica en el segundo trimestre. Reflejando lo anterior, en dicho trimestre el PIB creció 3.2 por ciento en términos desestacionalizados respecto al trimestre previo (7.6 por ciento anual en su serie original; Gráfica 9). En parte, esta evolución reflejó también un fuerte repunte en los niveles de actividad agropecuaria, la cual alcanzó máximos históricos en este periodo. Asimismo, la elevada expansión anual del PIB en el segundo trimestre también se vio influida por una base reducida de comparación, como consecuencia del hecho de que, en

el segundo trimestre de 2009, a la fase baja del ciclo económico se añadieron los efectos del brote de influenza A(H1N1) y del paro de actividades de dos de las principales empresas automotrices del país, cuyas matrices en Estados Unidos entraron en un proceso de concurso mercantil.

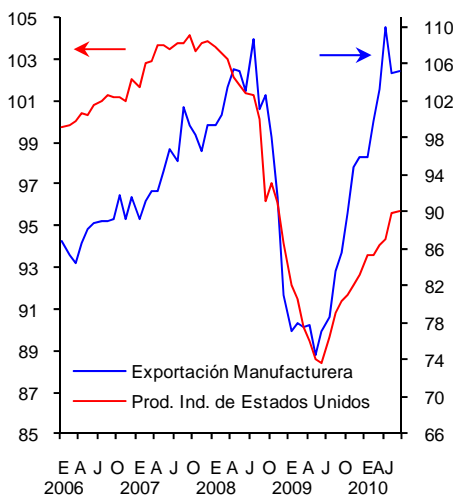
Derivado de lo anterior, en el primer semestre del presente año el PIB registró un crecimiento anual de 5.9 por ciento. Este resultado contrasta con las caídas de 8.9 y 4.2 por ciento del primero y segundo semestres de 2009, respectivamente. Así, durante el semestre que se reporta tendió a consolidarse la reactivación de la actividad económica que inició en la segunda mitad de 2009.

Profundizando en lo anterior, el dinamismo presentado por la demanda externa contribuyó a que las exportaciones manufactureras del país mostraran una trayectoria positiva durante el primer semestre de 2010. En particular, en ese periodo dichas exportaciones registraron un incremento, con cifras ajustadas por estacionalidad, de 17.3 por ciento con respecto al semestre previo, con lo cual para el segundo trimestre lograron ubicarse en niveles similares a los observados antes de que iniciara la crisis global (Gráfica 8a). A su vez, lo anterior condujo a que la producción industrial continuara con la tendencia positiva que ha venido mostrando desde la segunda mitad de 2009. En particular, en el primer semestre de 2010 el PIB del sector industrial presentó un incremento anual de 6.6 por ciento, lo cual refleja, sobre todo, la expansión de 11.6 por ciento registrada por las manufacturas.

**Gráfica 8**  
**Exportaciones Manufactureras y Producción Industrial de Estados Unidos**  
**y Sector Industrial de México**

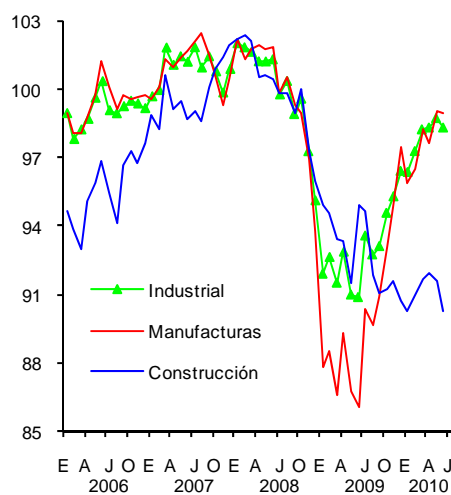
Índice 2008=100; datos desestacionalizados

a) Exportaciones Manufactureras y Producción Industrial de Estados Unidos



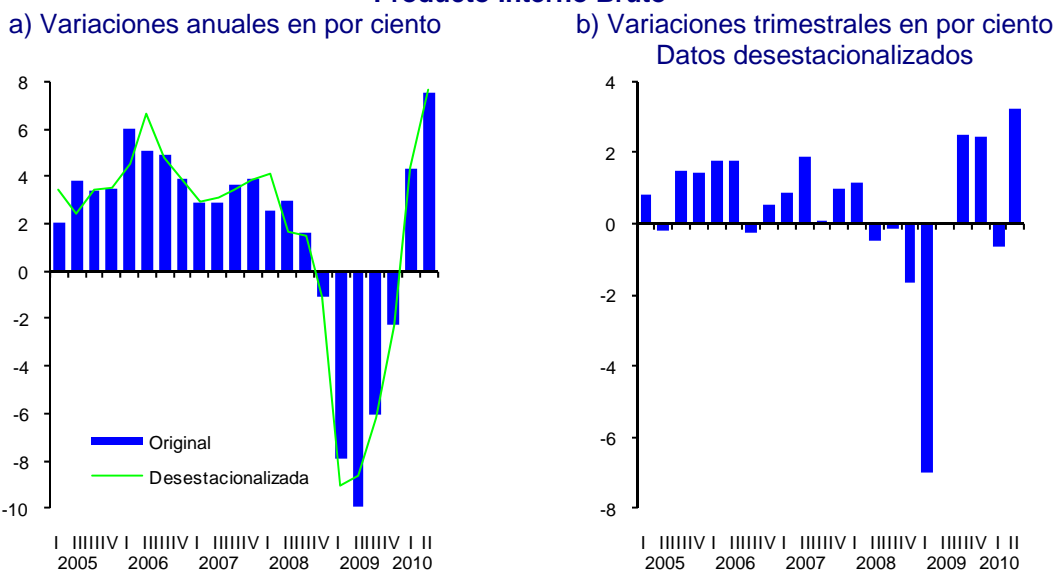
Fuente: Banco de México y la Reserva Federal de Estados Unidos.

b) Sector Industrial



Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México. INEGI.

**Gráfica 9**  
**Producto Interno Bruto**



Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México. INEGI.

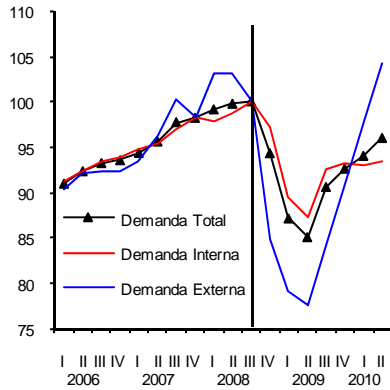
El crecimiento del PIB en el primer semestre de 2010 también reflejó expansiones en el sector primario (1.8 por ciento anual) y en el sector de los servicios (5.6 por ciento anual). Cabe mencionar que el incremento de los servicios se derivó en buena medida del desempeño de algunas actividades estrechamente relacionadas con el comercio internacional (como son los rubros de comercio y transporte), si bien también se observó un ligero repunte de algunas otras actividades más relacionadas con el mercado interno, el cual mostró una expansión incipiente en el periodo que se reporta. En efecto, en el primer semestre del año, tanto el consumo, como la inversión, registraron aumentos en términos desestacionalizados con respecto al semestre previo (1.8 y 0.3 por ciento, respectivamente). No obstante, la expansión de los componentes internos del gasto siguió siendo menor a la de las exportaciones de bienes y servicios (15.6 por ciento en la misma comparación, Gráfica 10).

A su vez, el incipiente repunte de la demanda interna observado en el periodo que se reporta parecería reflejar el hecho de que algunos de los determinantes del gasto doméstico manifestaron de manera más clara un cambio positivo de tendencia. En particular, la masa salarial en el sector formal de la economía continuó presentando una trayectoria positiva, a la vez que el índice de confianza del consumidor empezó a mostrar de manera más evidente un cambio favorable de tendencia, en el segundo trimestre de 2010 (si bien este último aún permaneció en niveles especialmente bajos; Gráfica 11). De manera similar, a partir de noviembre de 2009 las remesas familiares empezaron a registrar una trayectoria ascendente, si bien aún se ubicaron en niveles significativamente inferiores a los observados antes de la crisis global (Gráfica 12a). Finalmente, el financiamiento de la banca comercial, sobre todo el dirigido a las empresas, pareció mostrar cierta recuperación en el segundo trimestre del año. En lo que corresponde al financiamiento a hogares, el crédito al consumo dejó de caer y, en el caso particular del crédito para la adquisición de bienes de consumo duradero y otros, éste mostró un cambio de tendencia favorable en el periodo que se reporta (Gráfica 12b).

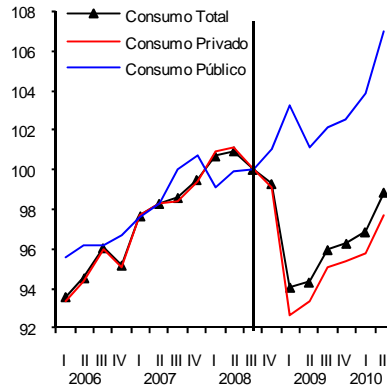
**Gráfica 10**  
**Demanda Agregada**

Índices tercer trimestre de 2008=100; datos desestacionalizados

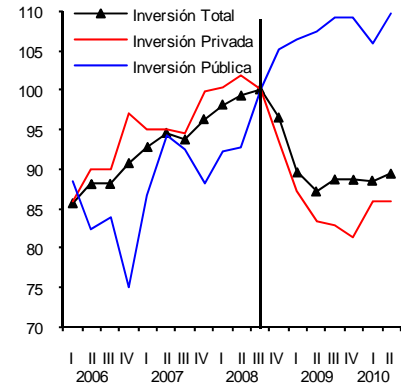
a) Demanda Agregada Total, Interna y Externa



b) Componentes del Consumo Total



c) Componentes de la Inversión Total

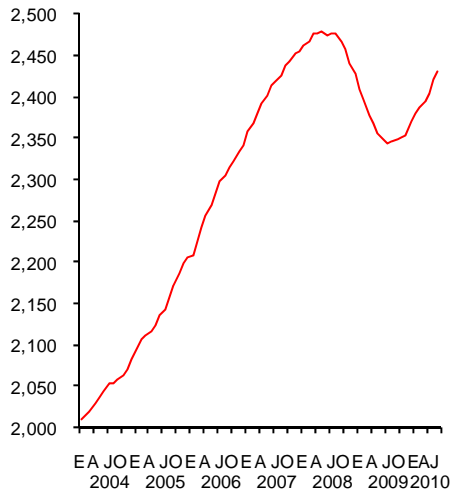


Fuente: Elaborado por Banco de México con datos del Sistema de Cuentas Nacionales de México. INEGI.

**Gráfica 11**

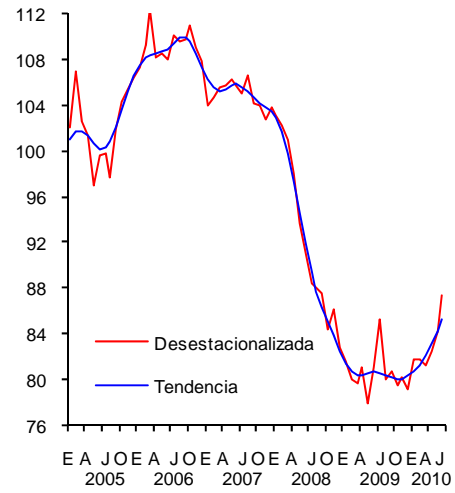
**Masa Salarial Real e Índice de Confianza del Consumidor**

a) Masa Salarial Real en el Sector Formal  
Datos desestacionalizados; millones de pesos



Fuente: Elaborada por Banco de México con información del IMSS.

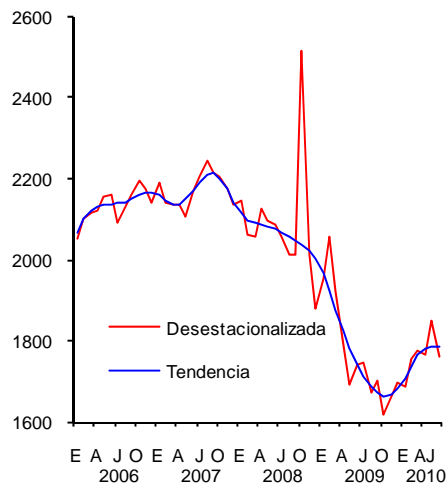
b) Índice de Confianza del Consumidor  
Enero 2003=100



Fuente: INEGI y Banco de México.

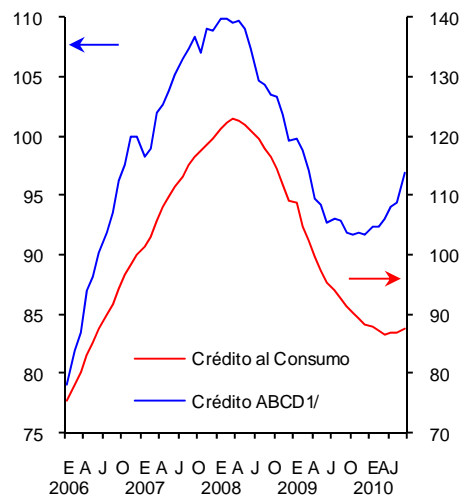
**Gráfica 12**  
**Remesas Familiares y Financiamiento**  
 Datos desestacionalizados

a) Remesas Familiares  
 Millones de dólares



Fuente: Banco de México.

b) Crédito Vigente de la Banca Comercial al Consumo y para la Adquisición de Bienes de Consumo Duradero y Otros (ABCD)  
 Índice diciembre 2006=100



1/ Incluye créditos automotriz y para la adquisición de bienes muebles, para operaciones de arrendamiento capitalizable, personales y otros créditos al consumo.  
 Fuente: Banco de México.

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

En el primer semestre de 2010 se mantuvo la recuperación en la disponibilidad de recursos financieros que comenzó a observarse a partir del último trimestre de 2009. De esta forma, en junio de este año el flujo anual de las fuentes de financiamiento se situó en 7.9 por ciento del PIB. Este comportamiento se debió a la recuperación que mostraron las fuentes internas de recursos financieros en el segundo trimestre del año y al incremento observado en las fuentes externas a partir del último trimestre del año anterior (Cuadro 2).

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 de no residentes, se recuperó en el primer semestre de 2010, registrando en junio una variación real anual de 6.9 por ciento. En el primer trimestre del año, este comportamiento estuvo apoyado en el flujo de ahorro de no residentes, mientras que en el segundo trimestre la trayectoria del ahorro financiero se explicó en mayor medida por el incremento del ahorro de los residentes, que comenzó a responder al crecimiento de la actividad económica.

En abril de 2010 se registró la mayor entrada de recursos financieros por parte de no residentes en el año. No obstante, en los meses de mayo y junio, al igual que ocurrió en otras economías emergentes, el flujo de recursos financieros del exterior disminuyó debido al aumento en la aversión al riesgo por la crisis en Europa.



Por lo que respecta al financiamiento, en el primer semestre del año el uso de recursos financieros por parte del sector público continuó siendo importante. Por su parte, un porcentaje elevado de los recursos provenientes del exterior (3.7 por ciento del PIB) fue utilizado para incrementar el nivel de las reservas internacionales. Asimismo, en el periodo referido, se observó un mayor flujo de recursos financieros para el sector privado (Cuadro 2).

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

	Flujos Anuales a:				Saldo	
	Junio de 2008	Junio de 2009	Diciembre de 2009	Junio de 2010	Junio de 2010	Estructura %
<b>Total Fuentes</b>	<b>4.7</b>	<b>4.2</b>	<b>4.1</b>	<b>7.9</b>	<b>77.1</b>	<b>100.0</b>
Fuentes Internas <sup>1/</sup>	4.0	5.2	3.4	4.1	55.6	72.1
Fuentes Externas <sup>2/</sup>	0.7	-1.0	0.7	3.7	21.5	27.9
<b>Total Usos</b>	<b>4.7</b>	<b>4.2</b>	<b>4.1</b>	<b>7.9</b>	<b>77.1</b>	<b>100.0</b>
Sector Público	1.3	3.2	3.5	3.5	38.5	49.9
Sector público (RFSP) <sup>3/</sup>	1.3	2.9	2.7	2.6	36.1	46.8
Estados y municipios	0.1	0.3	0.8	0.9	2.4	3.1
Reserva internacional <sup>4/</sup>	1.4	-1.3	0.5	2.8	10.5	13.6
Sector privado	3.5	0.6	0.1	1.5	31.8	41.2
Hogares	1.6	0.2	0.0	0.3	13.8	17.8
Consumo	0.6	-0.6	-0.5	-0.1	3.8	4.9
Vivienda <sup>5/</sup>	1.0	0.8	0.5	0.4	9.9	12.9
Empresas	2.0	0.4	0.0	1.2	18.0	23.4
Crédito de intermediarios financieros <sup>6/</sup>	1.3	0.6	0.1	0.2	8.4	10.9
Emisión de instrumentos de deuda	0.4	0.1	0.3	0.3	2.1	2.8
Externo	0.2	-0.3	-0.4	0.6	7.5	9.7
Activos externos de la banca comercial <sup>7/</sup>	0.7	0.2	-0.5	-0.4	1.7	2.2
Otros conceptos <sup>8/</sup>	-2.3	1.5	0.6	0.4	-5.4	-7.0

Fuente: Banco de México.

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 si 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 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.

Si bien en los primeros tres meses de 2010 se mantuvo la debilidad del financiamiento interno al sector privado no financiero, a partir de abril comenzaron a observarse signos de recuperación, en particular del financiamiento interno a las empresas. Este último registró en junio de 2010 una variación real anual de 0.2 por ciento, después de trece meses en que presentó tasas de crecimiento negativas. La recuperación de la actividad económica fue la principal causa de los mayores niveles de financiamiento observados.

El incremento de la aversión al riesgo que se observó durante el segundo trimestre en los mercados financieros internacionales pareció no afectar significativamente al mercado de deuda interna, ni al acceso al financiamiento del exterior, por parte de las empresas privadas no financieras. Las empresas

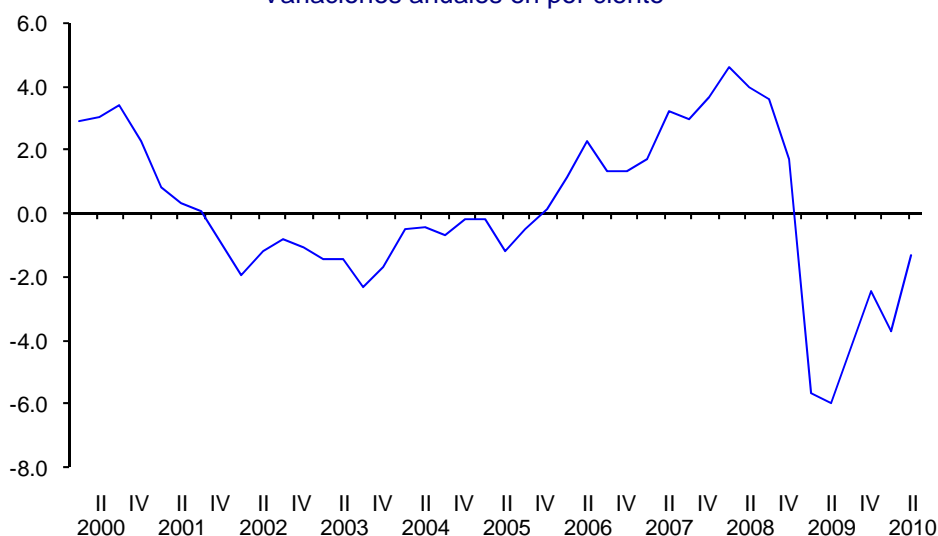
mexicanas durante el primer semestre del año continuaron recurriendo al financiamiento en el mercado de deuda interno, así como al financiamiento del exterior. En junio de 2010, el saldo del financiamiento de las empresas a través de la emisión de deuda interna se incrementó 13.9 por ciento real anual, mientras que el financiamiento proveniente del exterior, en términos de dólares, aumentó 9.9 por ciento anual.

El financiamiento a los hogares observó una mejoría en el primer semestre de 2010. El crédito de la banca comercial al consumo, que fue la cartera de crédito más afectada durante la parte baja del ciclo, ya no se contrajo en los últimos meses del primer semestre de 2010. Lo anterior, fue reflejo, por un lado, de la disposición de la banca comercial por ampliar la oferta de crédito, una vez que avanzaron en el saneamiento de esta cartera, favorecidos por la recuperación del empleo y del ingreso de los hogares. Por otro lado, la incipiente reactivación del gasto en consumo privado propició una mayor demanda por este tipo de crédito. Por su parte, el crédito de la banca comercial para la adquisición de vivienda se expandió en términos reales, siguiendo con el patrón mostrado a lo largo del año.

## 4. Determinantes de la Inflación

La información descrita anteriormente indica que, durante el primer semestre de 2010, la actividad productiva y la demanda agregada mostraron una importante recuperación. En el caso de la demanda agregada, tal evolución reflejó tanto el persistente dinamismo de la demanda externa, como un incipiente repunte de la demanda interna. No obstante, como se mencionó anteriormente, esta última se mantuvo en niveles significativamente menores a los observados antes del inicio de la crisis mundial. Derivado de lo anterior, si bien la brecha del producto observado respecto del PIB potencial disminuyó durante el primer semestre del presente año, ésta siguió siendo negativa (Gráfica 13).

**Gráfica 13**  
**Estimación de la Brecha del Producto<sup>1/</sup>**  
 Variaciones anuales en por ciento



Fuente: Banco de México.

1/ Las estimaciones de la brecha se realizaron utilizando el método Hodrick-Prescott (HP) con corrección de colas; ver Banco de México (2009), "Informe sobre la Inflación, Abril – Junio 2009", pág. 74.

De manera congruente con lo anterior, durante el semestre que se reporta no se apreciaron presiones de demanda sobre la utilización de insumos y las cuentas externas del país:

- a) En lo que corresponde al mercado laboral, en el primer semestre del año la recuperación de la actividad económica se vio reflejada en una mayor demanda de trabajo. En consecuencia, el empleo formal, medido mediante el número de trabajadores asegurados en el IMSS, registró una tendencia positiva, alcanzando en junio un nivel ajustado por efectos estacionales ligeramente inferior al máximo observado en agosto de 2008 (Gráfica 14a). No obstante lo anterior, las tasas de desocupación y de subocupación en el país continuaron ubicándose en niveles relativamente elevados, lo que sugiere que durante ese periodo persistieron condiciones de relativa holgura en el mercado laboral del país (Gráfica 14b). Asimismo, los resultados de la Encuesta Mensual de Coyuntura en el Sector Manufacturero recabada por el Banco de

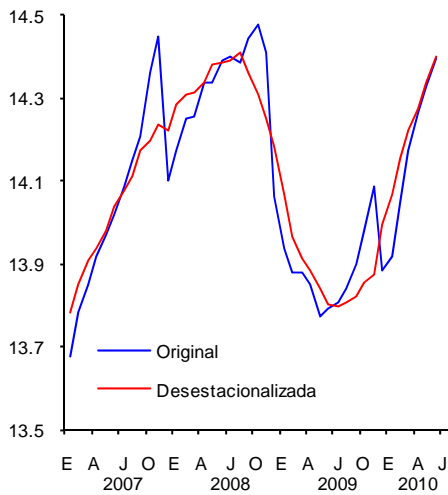
México indican que dicha industria continuó sin enfrentar dificultades para contratar mano de obra calificada (Gráfica 14c).

- b) Por otro lado, la velocidad con la que se ha venido recuperando el sector manufacturero se reflejó en mayores niveles de utilización de la capacidad productiva instalada; no obstante, ésta se mantuvo por debajo de lo observado antes del inicio de la crisis (Gráfica 14d).

**Gráfica 14**

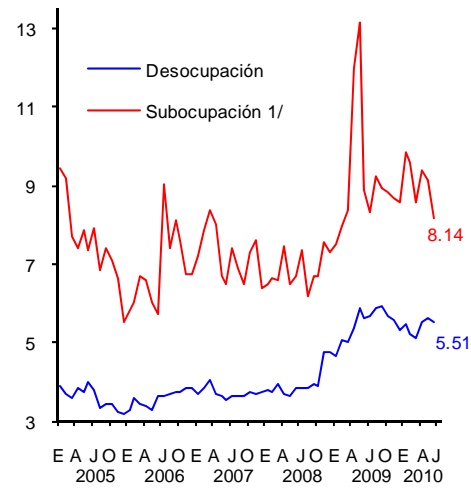
**Indicadores del Mercado Laboral**

a) Trabajadores Asegurados en el IMSS  
Millones de personas



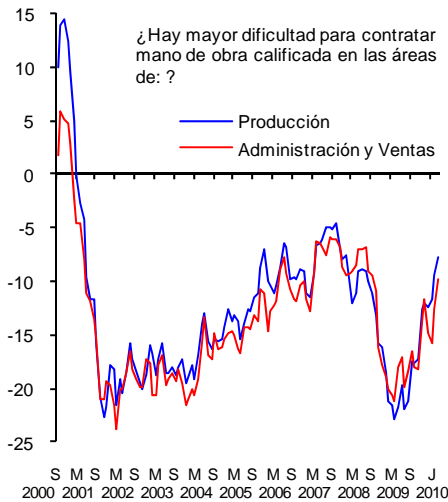
Fuente: Elaborado por Banco de México con información del IMSS.

b) Tasas de Desocupación Nacional y Subocupación  
Por ciento; datos desestacionalizados



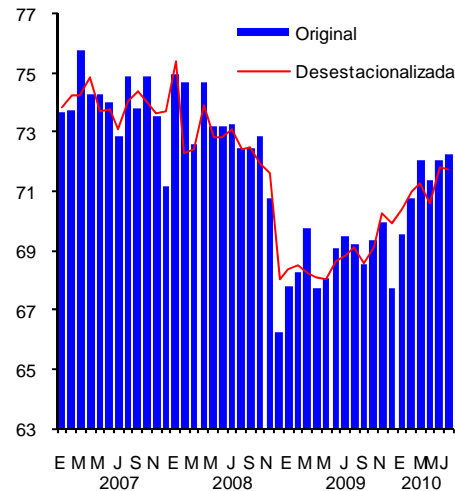
Fuente: INEGI.  
1/ Serie original

c) Indicadores de Escasez de Mano de Obra  
Promedio móvil de dos meses de los balances de respuestas



Fuente: Encuesta Mensual de Coyuntura en el Sector Manufacturero. Banco de México.

d) Uso de la Capacidad Instalada: Sector Manufacturero  
Por ciento



Fuente: Encuesta Mensual de Coyuntura en el Sector Manufacturero. Banco de México.

- c) El comportamiento de las cuentas externas del país durante el primer semestre del año también fue congruente con una ausencia de

presiones de demanda que se tradujeran en dificultades para financiar el gasto. En particular, el superávit de la cuenta de capital de la balanza de pagos permitió financiar, de manera holgada, el moderado déficit registrado por la cuenta corriente. A esto contribuyó el persistente dinamismo de la demanda externa y las condiciones prevalecientes en los mercados financieros internacionales. En efecto, el dinamismo de la economía mundial continuó reflejándose en una trayectoria positiva de las exportaciones no petroleras. Asimismo, las exportaciones petroleras registraron un importante crecimiento, derivado tanto de los altos niveles en los que se ubicaron los precios internacionales del petróleo, como de un aumento en el volumen exportado de crudo. Esto permitió que, a pesar de la significativa recuperación de las importaciones, la balanza comercial presentara un superávit de 312 millones de dólares y el déficit de la cuenta corriente permaneciera en niveles reducidos (1,222 millones de dólares, monto equivalente a 0.2 por ciento del PIB).

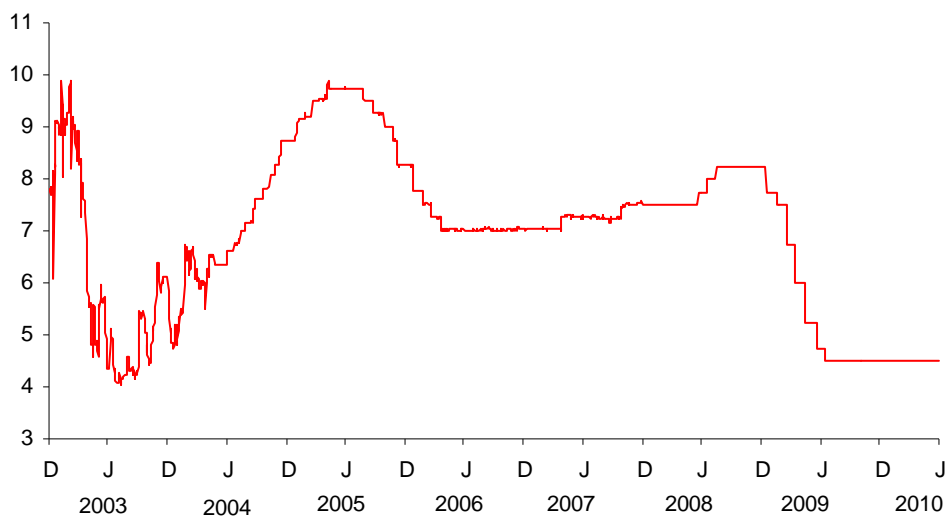
- d) Los precios de las materias primas energéticas, metálicas y alimenticias en los mercados internacionales a lo largo del primer trimestre de 2010 continuaron la tendencia al alza que iniciaron desde principios de 2009; sin embargo, dicha trayectoria se interrumpió en el segundo trimestre, estabilizándose estas cotizaciones en niveles aún muy por debajo de los máximos alcanzados en 2008. Así, se considera que durante el periodo que se analiza los precios de los productos primarios metálicos y alimenticios no presionaron la estructura de costos de las empresas. En lo que se refiere a los energéticos, con excepción del gas natural, si bien los precios internos retomaron los ajustes al alza a lo largo del primer semestre de 2010, éstos continuaron ubicándose por debajo de sus referencias externas.
- e) Si bien durante el primer semestre de 2010 comenzó a observarse una incipiente recuperación del financiamiento al sector privado no financiero, en particular del financiamiento a las empresas, éste aún se encontraba lejos de presentar una expansión que pudiera inducir un gasto por encima de la capacidad de absorción de la economía.

Por su parte, si bien a principios del segundo trimestre de 2010 aumentó la incertidumbre como resultado de la percepción de un mayor riesgo de incumplimiento de la deuda soberana de algunos países europeos, a lo largo de ese trimestre las condiciones de dichos mercados se fueron estabilizando. De este modo, no se afectaron de manera significativa los flujos de capital hacia las economías emergentes. Así, durante los primeros seis meses del presente año México registró un superávit en la cuenta de capital por 16,451 millones de dólares. En el periodo enero-junio de 2010, las reservas internacionales netas presentaron un aumento de 10,527 millones de dólares, con lo que su nivel se ubicó en 101,365 millones de dólares a finales de junio del presente año.

## 5. La Política Monetaria durante el Primer Semestre de 2010

Durante el primer semestre del año, la Junta de Gobierno del Banco de México mantuvo en un nivel de 4.5 por ciento el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día, nivel establecido desde el 17 de julio de 2009 (Gráfica 15).

**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.

La coyuntura que enfrentó la política monetaria durante el primer semestre se caracterizó por los siguientes elementos:

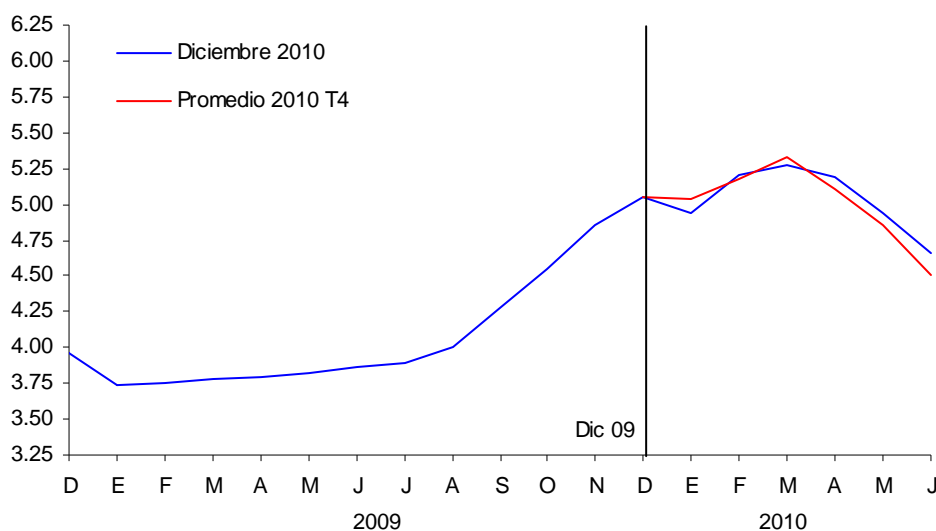
Por una parte, como elementos atenuantes de la inflación:

1. Como se señaló en la sección anterior, las condiciones prevalecientes en la economía dieron lugar a que no se hayan presentado presiones inflacionarias de carácter generalizado (por el lado de la demanda).
2. En particular, las remuneraciones de los trabajadores continuaron registrando aumentos moderados, contribuyendo con esto a que los costos de las empresas relacionados con este factor no se hayan visto afectados y, por consiguiente, que ello no se haya traducido en presiones inflacionarias.
3. Diversas acciones de política económica llevadas a cabo en México, tal como un esfuerzo de consolidación fiscal y un incremento en el nivel de reservas internacionales, contribuyó a que la percepción de riesgo asociada a la economía mexicana, con relación a otras economías emergentes, haya mejorado durante la primera mitad del año. En efecto, si bien durante mayo el tipo de cambio registró un incremento en su volatilidad como resultado del aumento en la aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales, en junio se estabilizó, incluso

mostrando una propensión hacia la apreciación. De ahí que la evolución del tipo de cambio no significó un factor de presión para los precios de los bienes comerciables, ni para los costos de las empresas que utilizan insumos importados.

4. Como reflejo de los elementos anteriores, las expectativas de inflación para el promedio del cuarto trimestre de 2010 presentaron una disminución en los últimos meses del primer semestre (Gráfica 16). En la encuesta recabada por el Banco de México, la media de las expectativas de inflación de los analistas para el promedio del cuarto trimestre de 2010 disminuyó de 5.33 por ciento en la encuesta de marzo, a 4.5 por ciento en la encuesta de junio.

**Gráfica 16**  
**Expectativas de Inflación General Anual para 2010<sup>1/</sup>**  
 Por ciento anual



1/ La expectativa de inflación promedio para el cuarto trimestre de 2010 se calcula con base en las expectativa de inflación mensual para cada uno de los siguientes doce meses.  
 Fuente: Encuesta Banco de México.

Por otra parte, como elementos que reflejan riesgos inflacionarios:

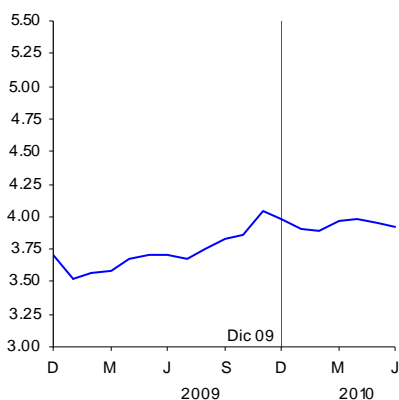
1. Los niveles y la inercia que mostró la inflación del subíndice subyacente de servicios.
2. Las expectativas de inflación para diciembre de 2011 no disminuyeron. La media de los analistas para dicho horizonte se mantuvo alrededor de 3.95 por ciento en las encuestas recabadas por el Banco de México entre los meses de enero y junio de 2010 (Gráfica 17a). Adicionalmente, las expectativas de inflación para horizontes de mayor plazo se mantuvieron por arriba del objetivo (Gráfica 17b). Como complemento a los indicadores de expectativas de inflación de mayor plazo provenientes de encuestas, el indicador de compensación por inflación (expectativas de inflación más una prima por riesgo), que se obtiene de la diferencia entre el rendimiento nominal del bono a 10 años y el rendimiento real asociado a los instrumentos de deuda

indexados del mismo plazo (Udibonos), se mantuvo alrededor de 3.90 por ciento (Gráfica 17c).<sup>7</sup>

El que las expectativas de inflación de mediano y largo plazos se hayan mantenido por arriba del objetivo de inflación podría asociarse a dos elementos: primero, a los posibles efectos de la política de precios y tarifas del sector público, como ya se mencionó; y, segundo, a la inercia de la inflación subyacente de servicios.

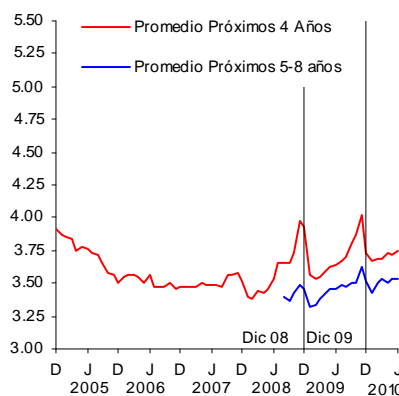
**Gráfica 17**  
**Expectativas de Inflación General Anual y Compensación**  
**por Inflación y Riesgo Inflacionario en Bonos de Largo Plazo**  
 Por ciento anual

a) Expectativas de Inflación General Anual para 2011



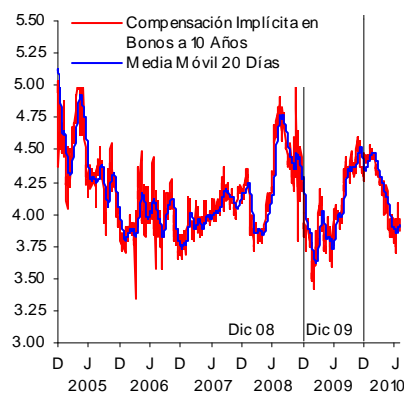
Fuente: Encuesta del Banco de México.

b) Expectativas de Inflación General Anual



Fuente: Encuesta del Banco de México.

c) Compensación por Inflación y Riesgo Inflacionario en Bonos de Largo Plazo<sup>1/</sup>



Fuente: Estimación de Banco de México con datos de Bloomberg.

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.

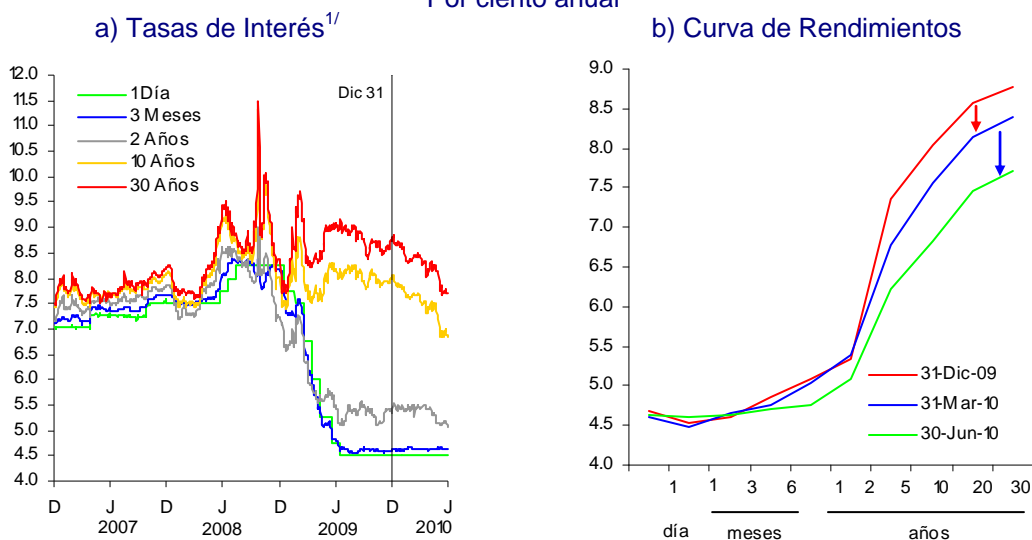
Durante el primer semestre del año la curva de rendimientos presentó un aplanamiento importante. Por un lado, la parte corta de la curva se mantuvo estable, dado que la tasa de interés de referencia permaneció sin cambio. En particular, las tasas de interés a 3 meses se ubicaron alrededor de 4.6 por ciento. Por otro, la parte larga presentó una disminución durante los primeros seis meses del año, a pesar de que durante el mes de mayo experimentaron cierta volatilidad que interrumpió temporalmente la tendencia a la baja que habían venido mostrando desde principios del año y que se volvió a observar en el mes de junio. Así, el rendimiento del bono gubernamental a 30 años registró una disminución de niveles cercanos a 8.7 por ciento a finales de diciembre de 2009, a niveles alrededor de 7.7 por ciento a finales de junio del presente año (Gráfica 18). Por virtud de ello, la pendiente de la curva (definida como el diferencial entre el rendimiento asociado al bono de 30 años y el correspondiente a 3 meses) se redujo de aproximadamente 410 a 310 puntos base en el periodo referido. Este aplanamiento es reflejo de:

<sup>7</sup> Este tipo de indicadores debe interpretarse con cautela dada la volatilidad que es común observar en su comportamiento.



- i) La mejoría en el panorama para la inflación, que condujo a una disminución en las primas de riesgo inflacionario. Ello dio lugar a que los analistas económicos hayan postergado la fecha en la que estiman que el Instituto Central iniciará el retiro del estímulo monetario.
- ii) La evolución favorable de la actividad económica en México propició una disminución en las primas de riesgo que habían sido demandadas por los inversionistas durante la parte baja del ciclo económico (prima demandada para compensar los menores rendimientos que suelen estar asociados con la fase baja del ciclo económico).
- iii) La mejoría relativa en la percepción de riesgo país como resultado del fortalecimiento del marco de política macroeconómica que, entre otros aspectos, permitió la inclusión de los bonos mexicanos al índice de deuda WGBI de Citigroup y dio lugar a un aumento en la demanda por bonos del Gobierno Mexicano con relación a bonos soberanos de otras economías emergentes.
- iv) El aplanamiento de la curva de rendimientos en Estados Unidos como resultado de una disminución en sus tasas de interés de largo plazo. Dicha disminución es reflejo de los bajos niveles en que se han ubicado la inflación y sus expectativas, de la tendencia a la baja de la inflación subyacente y de las perspectivas de un escenario de crecimiento moderado que condujeron a que se percibiera que la política monetaria en dicho país, y en el mundo en general, mantendrá condiciones acomodaticias por un periodo prolongado.

**Gráfica 18**  
**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.

Cabe recordar que la Comisión de Cambios, integrada por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público y por el Banco de México, decidió incrementar el



ritmo de acumulación de reservas internacionales para mejorar el perfil de riesgo del país.<sup>8</sup> Asimismo, se determinó renovar la Línea de Crédito Flexible que tiene México con el Fondo Monetario Internacional.<sup>9</sup>

---

<sup>8</sup> Ver comunicado de la Comisión de Cambios del 22 de febrero de 2010 en el que se anuncia la subasta mensual de opciones para vender dólares al Banco de México.

<sup>9</sup> Ver comunicado de la Comisión de Cambios del 10 de marzo de 2010 en el que se anuncia la renovación de la Línea de Crédito Flexible que tiene México con el Fondo Monetario Internacional.

## 6. Consideraciones Finales

---

La reciente crisis económica mundial afectó a la economía mexicana a través de una disminución en el volumen de comercio mundial y de condiciones más astringentes en los mercados financieros. La respuesta efectiva y coordinada de política económica contribuyó a atenuar el impacto de la crisis en el país y sentó las bases para la recuperación que comenzó en la segunda mitad de 2009 y se extendió durante el primer semestre de 2010.

En el segundo trimestre de 2010 se desató un fuerte problema de deuda soberana en algunos países europeos, lo que incrementó la incertidumbre en los mercados financieros internacionales. La solvencia de dichos países fue puesta en duda debido, en parte, al efecto negativo que tuvo la crisis mundial sobre sus finanzas públicas. En contraste con lo sucedido en Europa, en México el eje de la respuesta de política económica fue el fortalecimiento de las finanzas públicas. Ello en un contexto de una política monetaria prudente, un régimen de tipo de cambio flexible y un sistema financiero adecuadamente capitalizado. A este respecto conviene destacar lo siguiente:

1. La consolidación fiscal ha permitido mantener la disciplina en las finanzas públicas y significó un avance en la simplificación tributaria.
2. La evolución de la inflación ha sido mejor a lo esperado y las expectativas de inflación para el largo plazo se mantienen bien ancladas.
3. El aumento en el nivel de reservas internacionales.
4. Una política activa de deuda pública ha contribuido a asegurar las fuentes de financiamiento del Gobierno Mexicano.
5. La creación del Consejo de Estabilidad del Sistema Financiero para fortalecer la supervisión y regulación de los riesgos macroeconómicos y financieros.

Así, la disciplina fiscal junto con políticas monetaria y financiera prudentes contribuyeron a que hubiera un trato diferenciado hacia México de parte de los mercados internacionales, lo que se reflejó en menor incertidumbre, disminuciones en la prima de riesgo, así como en mejores condiciones de acceso al financiamiento externo.

No obstante, en consideración de los riesgos existentes para la economía global, es pertinente enfatizar la urgencia de seguir impulsando la competitividad del país para fortalecer las fuentes internas de crecimiento. Dos características especialmente relevantes son la falta de competencia económica en algunos mercados y la presencia de diversas rigideces en el mercado laboral. En este contexto, se considera de crucial relevancia continuar el proceso de reforma estructural de la economía, lo que redundaría en una asignación más eficiente de recursos y permitiría una mayor flexibilidad en la formación de precios, lo que a su vez disminuiría los costos del esfuerzo desinflacionario que se requiere para alcanzar la meta del Instituto Central.