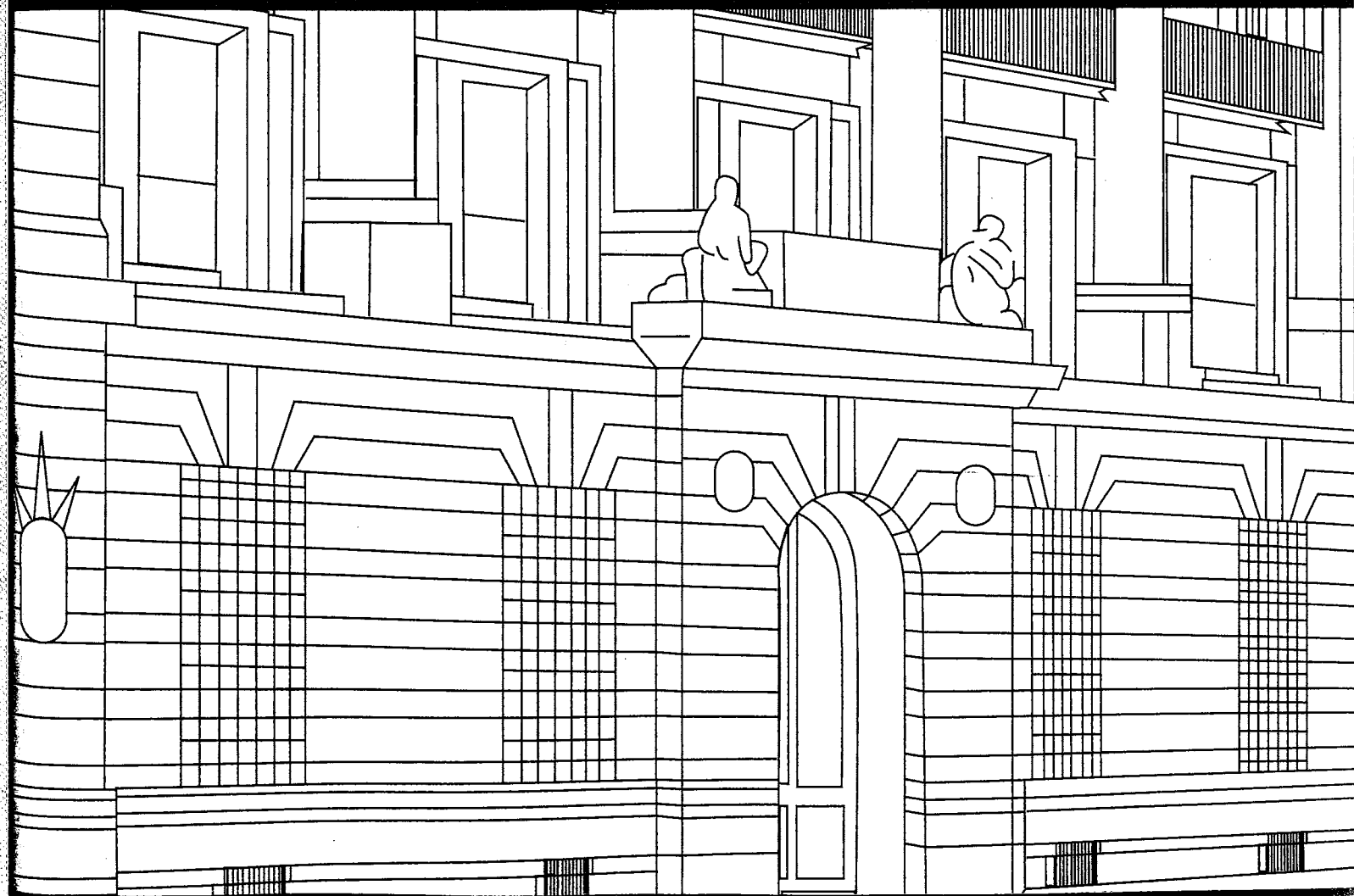




BANCO DE MÉXICO

**Política Monetaria
Informe sobre el Primer Semestre de 2012**

Septiembre 2012



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 2012.

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. En congruencia con lo anterior en este Informe se reporta información hasta el 30 de junio de 2012. Información económica más reciente puede consultarse en otras publicaciones del Banco de México como son las que corresponden a los anuncios de las decisiones de política monetaria y las minutas de la reunión de la Junta de Gobierno con motivo de las referidas decisiones de política monetaria.

CONTENIDO

1. Introducción	1
2. Evolución Reciente de la Inflación.....	3
2.1. La Inflación en el Primer Semestre de 2012	3
2.2. Salarios.....	6
3. Entorno Económico y Financiero Prevaliente en el Primer Semestre de 2012.....	8
3.1. Condiciones Externas.....	8
3.1.1. Actividad Económica Mundial	8
3.1.2. Mercados Financieros Internacionales	11
3.1.3. Precios de las Materias Primas.....	12
3.1.4. Tendencias Generales de la Inflación en el Exterior	13
3.2. Evolución de la Economía Mexicana	14
3.2.1. Actividad Económica.....	14
3.2.2. Ahorro Financiero y Financiamiento en el País	18
4. Política Monetaria y Determinantes de la Inflación	21
5. Consideraciones Finales	28

1. Introducción

El ritmo de crecimiento de la actividad económica mundial se debilitó durante el primer semestre de 2012. A ello, en primer término, contribuyó la afectación que resintió la zona del euro como consecuencia del proceso de ajustes fiscal y crediticio. La crisis en la zona del euro se intensificó, a pesar de diversas acciones de política implementadas para resolverla, por el limitado avance en la solución de los problemas en algunas economías de la zona. En segundo término, en Estados Unidos el crecimiento económico se desaceleró y siguió siendo modesto, a la vez que prevaleció incertidumbre respecto al tamaño y al efecto que el ajuste fiscal que podría aplicarse en 2013 tendría sobre el dinamismo de la economía. En este contexto, las principales economías emergentes, con excepción de México, también experimentaron una desaceleración en su ritmo de crecimiento económico.

En los mercados financieros internacionales se observó una mejoría en el primer trimestre del año debido a las medidas implementadas por las autoridades de la zona del euro a finales de 2011 y principios de 2012. Sin embargo, las condiciones en los mercados financieros se deterioraron durante el segundo trimestre, registrándose una elevada volatilidad, al agravarse las dificultades de refinanciamiento de deuda soberana y del sistema bancario en diversos países de la región. Si bien las autoridades acordaron diversas medidas que permitieron un alivio temporal en los mercados financieros, dichas políticas continuaron siendo consideradas insuficientes por los inversionistas. Además, a la fecha en que se publica este Informe las autoridades siguen enfrentando desafíos considerables para la implementación de las mismas. La mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales y la disminución de las perspectivas de crecimiento mundial afectaron la percepción de riesgo global, ante lo cual se observó volatilidad en los flujos de capital a las economías emergentes, así como, en general, una depreciación en sus monedas con respecto al dólar.

La inflación mundial disminuyó durante el primer semestre de 2012. Ello fue consecuencia de la desaceleración de la actividad económica global y la reducción de los precios internacionales de la mayoría de las materias primas, exceptuando los de algunos granos por razones climáticas. Así, en las principales economías avanzadas y en un gran número de las emergentes tuvo lugar un relajamiento de la política monetaria.

Los sólidos fundamentos de la economía mexicana contribuyeron a que, a pesar del deterioro en el ritmo de crecimiento de la economía mundial y el aumento en la incertidumbre en los mercados financieros internacionales, ésta haya registrado una tendencia positiva durante la primera mitad de 2012. En particular, en dicho periodo las exportaciones manufactureras presentaron una trayectoria creciente, la cual reflejó la expansión de la demanda proveniente tanto de Estados Unidos, como de otros países. Asimismo, el gasto interno también mostró un crecimiento, si bien a un ritmo ligeramente menor que el registrado por la demanda externa. Por su parte, en el primer semestre de 2012 los mercados de los principales insumos para la producción, en particular el laboral, continuaron presentando condiciones de holgura. De esta manera, en el periodo que se reporta no se observaron presiones generalizadas sobre los precios ni sobre las cuentas externas del país.

En el primer semestre de 2012 la inflación general anual promedio se mantuvo dentro del intervalo de variabilidad de más o menos un punto porcentual que determinó el Banco de México alrededor de la meta de inflación de 3 por ciento. Sin embargo, este indicador registró un mayor nivel y volatilidad en el periodo referido respecto del semestre previo. Ello se explica, principalmente, por la evolución de los precios del componente no subyacente, en particular los del grupo de los bienes agropecuarios, algunos de los cuales se vieron afectados por la ocurrencia de condiciones climáticas muy adversas en ciertas regiones del país. En contraste, el componente subyacente, que refleja en mayor grado la tendencia de mediano plazo de la

inflación, exhibió niveles menores a los de la inflación general en el periodo que cubre este Reporte. Lo anterior fue consecuencia de la dinámica observada principalmente en los precios de los servicios, cuya variación anual mantuvo un nivel cercano a 2 por ciento durante el semestre que se analiza. No obstante, es pertinente señalar que la tasa de crecimiento anual del subíndice subyacente de las mercancías fue mayor a 4 por ciento, esto como consecuencia tanto de la depreciación que experimentó el tipo de cambio en la segunda parte de 2011, como de las alzas en los precios internacionales de las materias primas en la primera parte de ese mismo año. Al respecto, conviene enfatizar que el efecto de la depreciación del tipo de cambio a los precios ha sido reducido. Todo ello sugiere que el incremento que exhibió la inflación general anual hacia el final del semestre es de carácter transitorio.

A partir de lo anterior, la Junta de Gobierno del Banco de México decidió mantener sin cambio el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día durante el primer semestre del año, considerando que la postura de la política monetaria fue conducente a alcanzar el objetivo permanente de inflación de 3 por ciento. La Junta indicó que se mantendría atenta a la evolución de todos los determinantes de la inflación, dado que el comportamiento de éstos podría haber hecho aconsejable ajustar la postura de política monetaria para hacerla más o menos restrictiva dependiendo del escenario que se hubiese presentado, procurando en todo momento la convergencia de la inflación al citado objetivo permanente de 3 por ciento. Adicionalmente señaló que particular atención se le pondría a que las variaciones de precios relativos, tanto las resultantes de productos agropecuarios, como de fluctuaciones del tipo de cambio, no generaran efectos de segundo orden sobre la dinámica de la inflación.

2. Evolución Reciente de la Inflación

2.1. La Inflación en el Primer Semestre de 2012

Durante el primer semestre de 2012 la inflación general anual promedio fue 3.87 por ciento, mientras que el semestre previo fue 3.44 por ciento (Cuadro 1). Así, en el semestre que se analiza, al igual que en el anterior, esta variable se mantuvo dentro del intervalo de variabilidad de más o menos un punto porcentual alrededor de su meta de 3 por ciento. Sin embargo, al final del semestre la inflación general anual repuntó e incluso rebasó la cota superior del citado intervalo. Esto último fue consecuencia, primordialmente, de la mayor incidencia a la inflación de un grupo reducido de hortalizas. Es decir, el aumento que exhibió en junio la inflación general anual no fue un fenómeno generalizado sino limitado a una porción pequeña de la canasta del subíndice de precios no subyacente y de carácter transitorio.

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

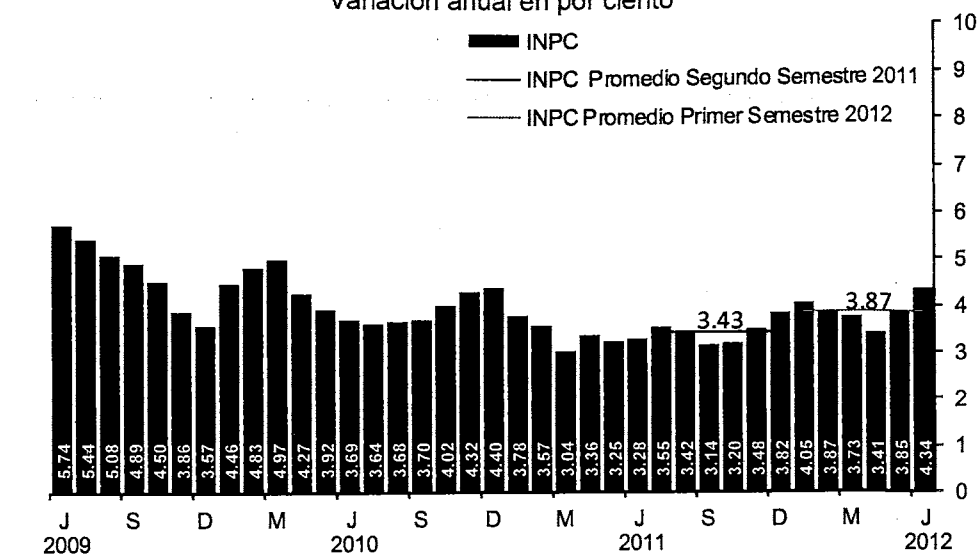
	1er semestre 2011	2do semestre 2011	1er semestre 2012
Índice General	3.38	3.44	3.87
Subyacente	3.20	3.22	3.40
Mercancías	3.97	4.41	4.59
Alimentos, Bebidas y Tabaco	5.66	7.32	6.71
Mercancías no Alimenticias	2.67	2.18	2.97
Servicios	2.56	2.24	2.41
Vivienda	2.16	2.05	1.92
Educación (Colegiaturas)	4.47	4.32	4.43
Otros Servicios	2.25	1.80	2.36
No Subyacente	3.85	4.00	5.48
Agropecuarios	2.49	2.89	5.88
Frutas y Verduras	2.77	-2.26	-2.41
Pecuarios	2.42	6.60	11.68
Energéticos y Tarifas Autorizadas por Gobierno	4.62	4.58	5.25
Energéticos	5.35	5.92	7.78
Tarifas Autorizadas por Gobierno	3.62	2.57	0.82
INPC Excluyendo Alimentos y Energía ^{1/}	2.83	2.37	2.25

Fuente: Banco de México e INEGI.

1/ Excluye alimentos dentro de casa (alimentos procesados, bebidas no alcohólicas y agropecuarios), alimentos fuera de casa y energéticos.

La inflación subyacente anual promedio fue menor que el dato correspondiente a la inflación general anual. En el primer semestre de 2012 ésta fue 3.40 y el semestre anterior fue 3.22 por ciento (Cuadro 1). Al considerar que la inflación subyacente es un indicador de la tendencia de mediano plazo de la inflación general, se confirma la naturaleza transitoria del repunte que mostró la inflación general anual al finalizar el primer semestre de 2012 (Gráfica 1).

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



Fuente: Banco de México e INEGI.

La inflación subyacente de los servicios anual promedio –que es la que mejor refleja los determinantes domésticos que afectan a la inflación– exhibió un nivel de 2.41 por ciento durante el semestre que se analiza, mientras que durante el segundo semestre de 2011 fue 2.24 por ciento (Cuadro 1 y Gráfica 2). Las variaciones anuales promedio de los grupos de la vivienda, educación y resto de los servicios que integran al subíndice de los servicios en el primer semestre de 2012 fueron 1.92, 4.43 y 2.36 por ciento (el semestre anterior estos datos fueron 2.05, 4.32 y 1.80 por ciento).

La inflación subyacente de las mercancías anual promedio siguió siendo más elevada que la de los servicios. Así, en el primer semestre de 2012 ésta fue 4.59 por ciento, mientras que el semestre previo fue 4.41 por ciento (Cuadro 1 y Gráfica 2). Ello es congruente con el ajuste en los precios relativos de la economía, que el Banco de México había anticipado en sus Informes sobre la Inflación, y que derivó tanto de la depreciación que experimentó el tipo de cambio en la segunda parte de 2011, como de las alzas en los precios internacionales de las materias primas en la primera parte de ese mismo año. Al respecto, conviene enfatizar que el efecto de la depreciación del tipo de cambio a los precios ha sido reducido, derivado del hecho de que el coeficiente de traspaso de variaciones del tipo de cambio a la inflación es bajo.¹

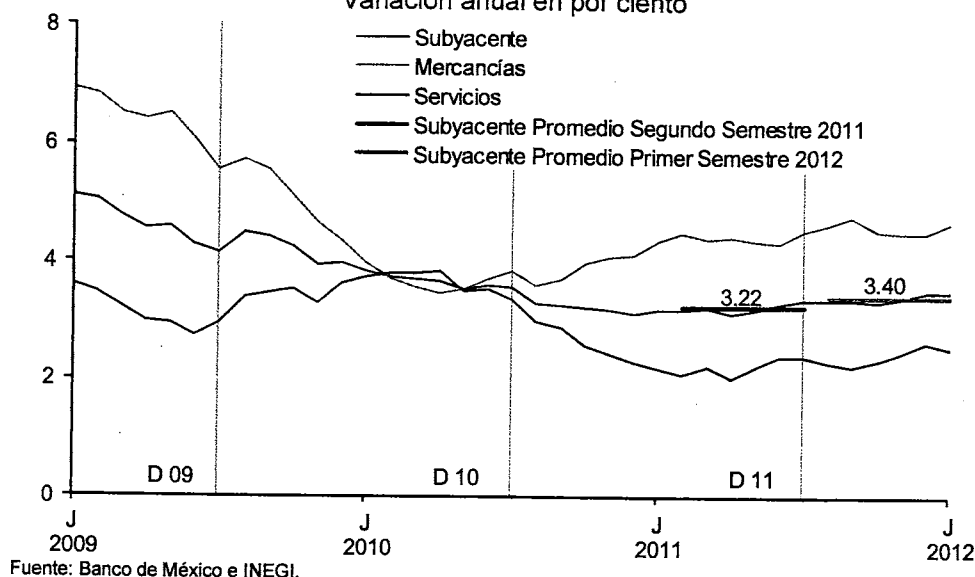
Más aún, la perturbación asociada a las cotizaciones de las materias primas a principios de 2011 sobre la inflación subyacente de las mercancías comenzó a desvanecerse durante el semestre que se analiza. Esto se reflejó en la disminución de la tasa de crecimiento anual promedio de los precios al consumidor del grupo de los alimentos, bebidas y tabaco, la cual entre el segundo semestre de 2011 y el primer semestre de 2012 pasó de 7.32 a 6.71 por ciento (Cuadro 1).

La tendencia de mediano plazo de la inflación general es congruente con su nivel objetivo, y hasta el momento no se han detectado efectos de segundo orden asociados al cambio en precios relativos. Esto también se refleja en un índice de precios al consumidor que excluye alimentos y energéticos –que son los rubros de gasto que experimentaron choques de oferta significativos desde el inicio del año pasado. La

¹ Ver Capítulo Técnico “Traspaso a Precios de Perturbaciones del Tipo de Cambio” en *Informe sobre la Inflación, Enero-Marzo 2011* publicado por El Banco de México.

variación anual promedio del mencionado índice, que coincide con la definición de inflación subyacente que se utiliza en un amplio número de países entre los que se incluye a Estados Unidos, se situó en el segundo semestre de 2012 en 2.25 por ciento, mientras que en el primer semestre de 2011 fue 2.37 por ciento (Gráfica 3).

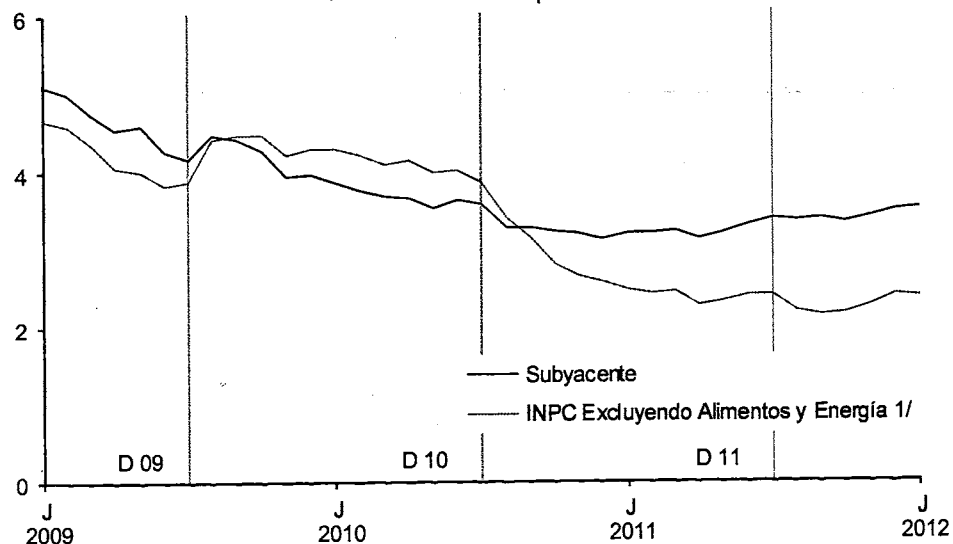
Gráfica 2
Índice de Precios Subyacente
Variación anual en por ciento



La inflación no subyacente anual promedio aumentó entre el segundo semestre de 2011 y el primer semestre de 2012 al pasar de 4 a 5.48 por ciento (Cuadro 1). Ello debido al mayor ritmo de crecimiento de los precios tanto de los productos agropecuarios, como de los energéticos. Cabe señalar que, como ya se mencionó, la inflación no subyacente anual hacia el final de junio repuntó considerablemente alcanzando un nivel de 7.26 por ciento. Esto debido al comportamiento de los precios de un grupo reducido de hortalizas. Al respecto, destaca el impacto sobre los precios que tuvo el racionamiento de agua para la producción de hortalizas en Sinaloa, dado el bajo nivel que registraron las presas en ese Estado, así como la ocurrencia de condiciones climáticas muy adversas que en algunas regiones del país dañaron especialmente la producción del jitomate y del tomate verde.

En suma, la evolución de la inflación en el primer semestre de 2012 sugiere que en el proceso de formación de precios no se presentaron efectos de segundo orden derivados de los cambios en precios relativos cuyo efecto sobre la inflación se anticipa será transitorio.

Gráfica 3
Índice Nacional de Precios al Consumidor Excluyendo Alimentos y Energía
 Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

1/ Excluye alimentos dentro de casa (alimentos procesados, bebidas no alcohólicas y agropecuarios), alimentos fuera de casa y energéticos.

2.2. Salarios

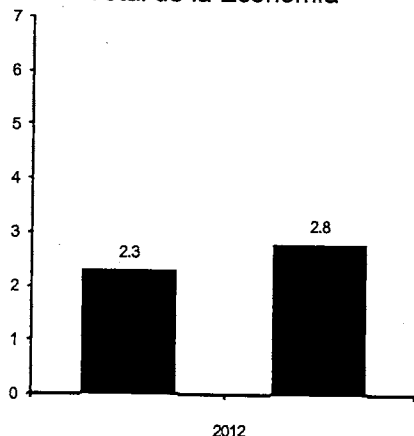
La variación anual del ingreso nominal promedio de los trabajadores del total de la economía registró niveles de 2.3 por ciento durante el primer trimestre de 2012 y de 2.8 por ciento durante el segundo trimestre (Gráfica 4a). En lo referente a las remuneraciones del sector formal, la tasa de crecimiento anual promedio del salario base de cotización al IMSS fue 4.3 por ciento durante los primeros seis meses de 2012, igual que el semestre anterior (Gráfica 4b). Por su parte, el incremento al salario contractual negociado por empresas de jurisdicción federal fue 4.5 por ciento durante el primer semestre de 2012, igual al observado en el mismo lapso del año previo (Gráfica 4c). Así, el desempeño de los salarios en combinación con los incrementos que se registraron en la productividad laboral de la economía, implicaron 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 (véase Sección 4 para más detalles).

Gráfica 4

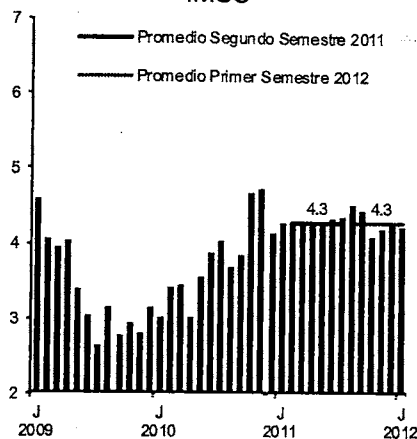
Indicadores Salariales

Variación anual en por ciento.

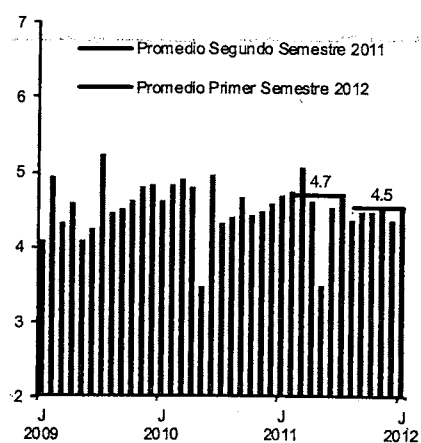
a) Ingreso Nominal Promedio para el Total de la Economía ^{1/}



b) Salario Base de Cotización al IMSS ^{2/}



c) Salario Contractual ^{3/}



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 2012 son de carácter preliminar y están basados en proyecciones demográficas del INEGI.

2/ Durante el primer semestre de 2012 se registraron en promedio 15.6 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.

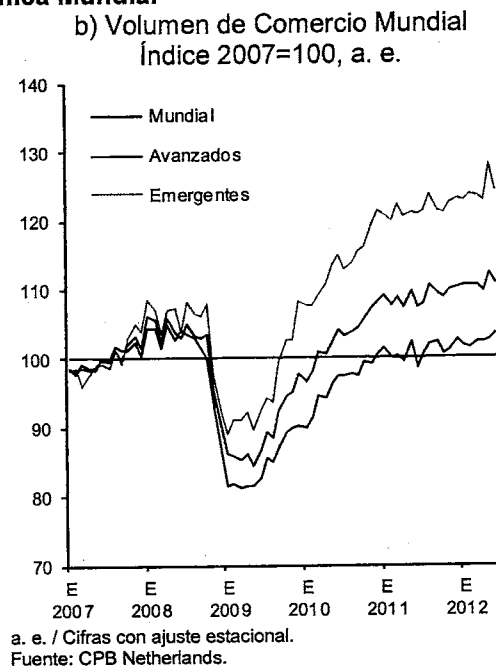
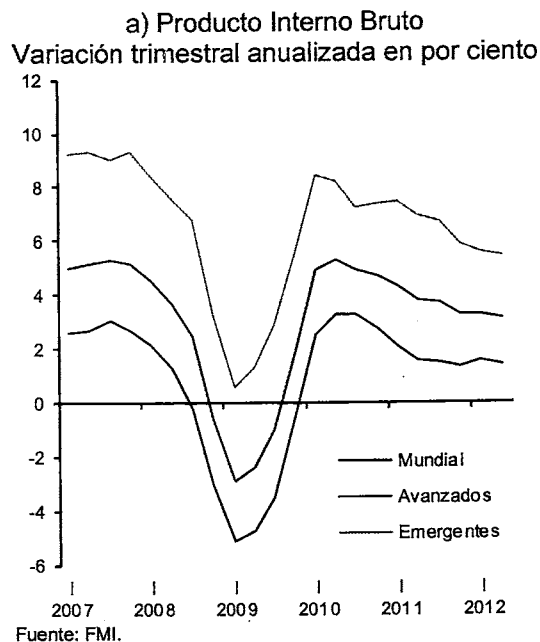
3. Entorno Económico y Financiero Prevalciente en el Primer Semestre de 2012

3.1. Condiciones Externas

3.1.1. Actividad Económica Mundial

El crecimiento de la economía mundial se debilitó durante el primer semestre de 2012. Ello se debió tanto a los efectos del agravamiento de los problemas de deuda soberana y del sistema bancario en diversas economías de la zona del euro, como a una desaceleración de la economía de Estados Unidos y de las principales economías emergentes (Gráfica 5a). La atonía en la actividad mundial también se manifestó en un menor ritmo de expansión del comercio global (Gráfica 5b).

Gráfica 5
Actividad Económica Mundial



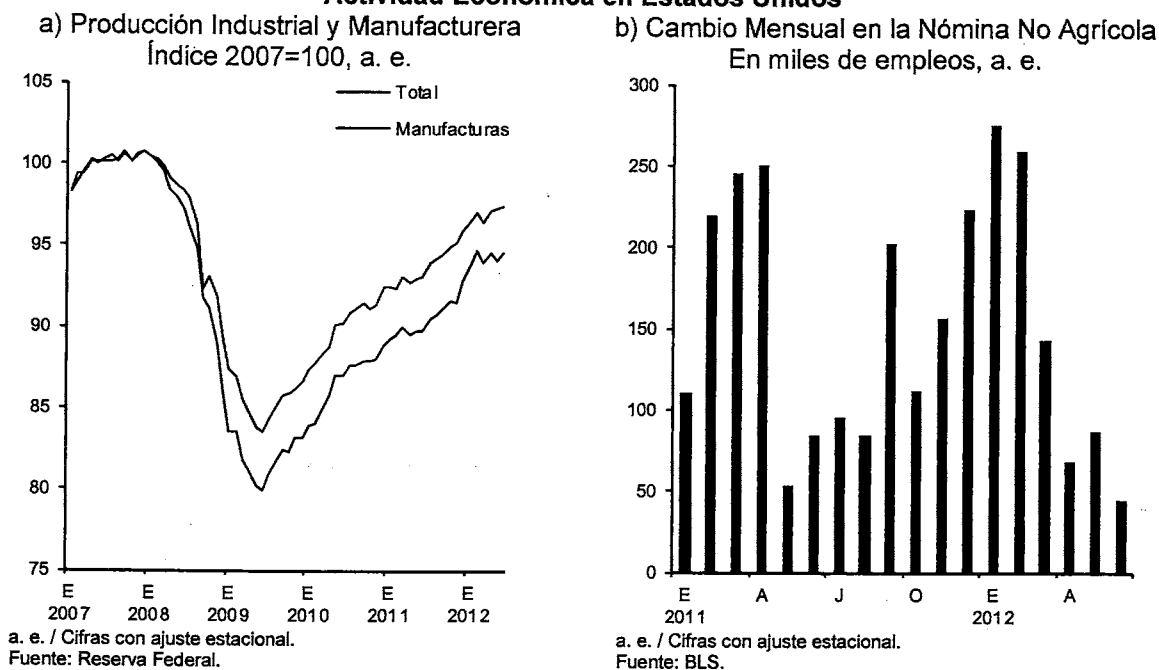
En Estados Unidos, la actividad económica se desaceleró durante el primer semestre de 2012. El PIB creció 1.6 por ciento a tasa semestral anualizada, por debajo del 2.7 por ciento observado en el segundo semestre de 2011. Por su parte, la producción industrial también moderó su ritmo de expansión, al aumentar 3.1 por ciento, comparado con 6.3 por ciento en el segundo semestre del año pasado (Gráfica 6a). Además, la recuperación en el ritmo de crecimiento en el empleo registrada en los primeros meses del año no logró consolidarse en el segundo trimestre. En particular, el aumento de la nómina no agrícola pasó de 226 mil plazas en promedio por mes durante el primer trimestre del año a 73 mil plazas en el segundo trimestre (Gráfica 6b). No obstante, la tasa de desempleo disminuyó de 8.9 por ciento en promedio durante el último semestre de 2011 a 8.2 por ciento durante el primer semestre de este año.

Los principales componentes de la demanda agregada en Estados Unidos continuaron mostrando un crecimiento moderado durante el primer semestre de 2012. El gasto en consumo privado se expandió a un ritmo modesto, creciendo 2.0 por ciento a tasa semestral anualizada, frente a 1.8 por ciento en el segundo semestre del año pasado. La falta de vigor del consumo reflejó la debilidad en la recuperación en el

empleo y cierto deterioro en la confianza de los hogares, los cuales siguieron en el proceso de reducción de su endeudamiento. Por su parte, el ritmo de expansión de la inversión fija no residencial disminuyó significativamente, de 14.1 por ciento a tasa semestral anualizada en el segundo semestre de 2011 a 5.5 por ciento en el primer semestre del año. La debilidad del gasto en inversión se explica, en parte, por la mayor incertidumbre prevaleciente en torno al proceso de consolidación fiscal en Estados Unidos y a las perspectivas para el crecimiento de la economía mundial. En contraste, las exportaciones netas, a diferencia de lo observado en el segundo semestre del año pasado, registraron una contribución positiva al crecimiento del producto. Esto a pesar del empeoramiento del entorno internacional y la apreciación del tipo de cambio del dólar frente a las principales monedas.

Gráfica 6

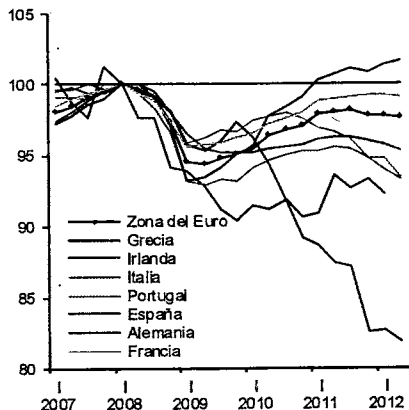
Actividad Económica en Estados Unidos



En la zona del euro, la actividad económica siguió contrayéndose durante la primera mitad de 2012. El PIB se redujo 0.3 por ciento durante el primer semestre a tasa semestral anualizada, observándose una caída de 0.4 por ciento en el segundo semestre del año pasado. En el primer semestre del año se acentuaron las diferencias entre el desempeño de las economías de la región (Gráfica 7a). La actividad de la zona del euro también se vio afectada por la baja disponibilidad de crédito y la persistencia de condiciones restrictivas por parte de las instituciones financieras ante los mayores requerimientos de capital y el incierto panorama macroeconómico (Gráfica 7b). En este contexto, la tasa de desempleo siguió incrementándose en la mayoría de los países de la región (Gráfica 7c). Así, se intensificó la retroalimentación negativa entre el bajo crecimiento económico, la vulnerabilidad de los bancos y los problemas de sostenibilidad de la deuda soberana en varios países de la zona del euro.

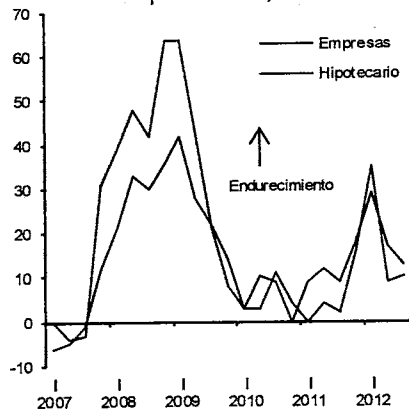
Gráfica 7
Actividad Económica en Zona del Euro

a) Producto Interno Bruto Real
Índice 1er. trimestre 2008= 100, a. e.



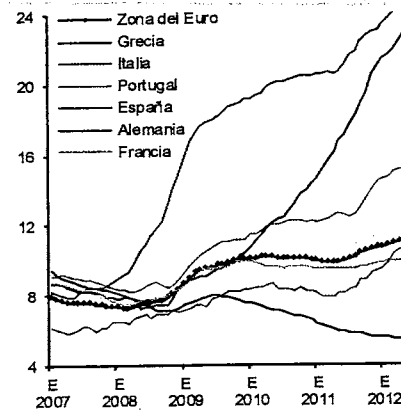
a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: Eurostat, Instituto Nacional de Estadística de Portugal.

b) Condiciones de Crédito para Empresas y Hogares
Balance neto de respuestas en por ciento, a. e.



1/ Se refiere a las condiciones prevalecientes en los 3 meses previos.
Fuente: BCE.

c) Tasa de Desempleo
En por ciento de la población económicamente activa, a. e.

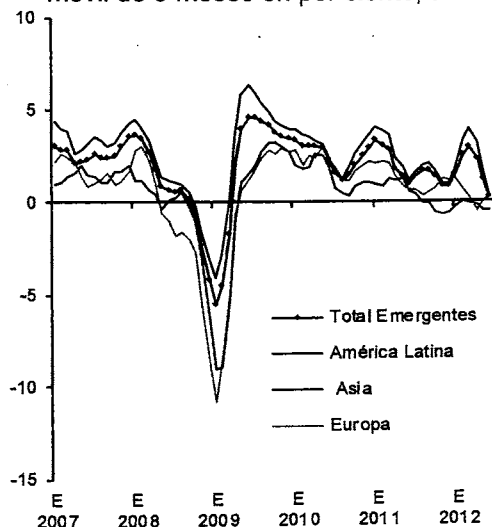


a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: Eurostat.

Por su parte, el crecimiento de las economías emergentes se redujo en el primer semestre del año, reflejándose en una desaceleración de la producción industrial (Gráfica 8a). Esto obedeció tanto a un debilitamiento en la demanda interna, como a un menor crecimiento de sus exportaciones (Gráfica 8b). No obstante, el ritmo de crecimiento de las economías emergentes continuó siendo mayor que el de las economías avanzadas.

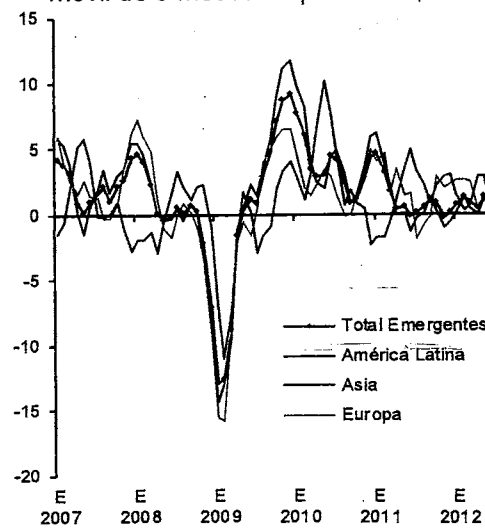
Gráfica 8
Actividad Económica en Economías Emergentes

a) Producción Industrial
Variación sobre 3 meses del promedio móvil de 3 meses en por ciento, a. e.



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

b) Exportaciones
Variación sobre 3 meses del promedio móvil de 3 meses en por ciento, a. e.



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

3.1.2. Mercados Financieros Internacionales

Los mercados financieros internacionales mostraron una mejoría en los primeros meses de 2012 debido fundamentalmente a las medidas adoptadas por las autoridades de la zona del euro para enfrentar la crisis a finales de 2011 y principios de 2012. No obstante, los mercados financieros registraron un nuevo deterioro durante el segundo trimestre ante el recrudecimiento de las dificultades de refinanciamiento de diversos países de la zona del euro y un crecimiento menor al esperado de la economía mundial.

Los efectos favorables de las medidas adoptadas por el Banco Central Europeo (BCE) y otras autoridades de la zona del euro para mejorar el funcionamiento de los mercados interbancarios y de deuda soberana, entre las que destacan aquellas para proveer liquidez a los bancos, la aprobación de un segundo programa de ajuste económico para Grecia y un aumento en la capacidad de financiamiento de los mecanismos regionales de apoyo, resultaron insuficientes para evitar un nuevo deterioro de las condiciones financieras durante el segundo trimestre del 2012.²

En este contexto surgieron dudas sobre la capacidad de los países de la periferia de la zona del euro para alcanzar sus metas fiscales, en un entorno de mayor descontento social sobre las medidas de austeridad implementadas en los meses previos.³ Así, las condiciones en los mercados financieros internacionales se deterioraron nuevamente en el segundo trimestre, registrándose una elevada volatilidad ante una mayor dificultad de refinanciamiento de deuda soberana y del sistema bancario en países de la periferia de la zona del euro (Gráfica 9a). Esto incrementó el riesgo de un mayor contagio a los mercados financieros internacionales, lo que se reflejó en un aumento sustancial de los indicadores que miden el riesgo crediticio y en las presiones en el fondeo de los bancos.

Para enfrentar esta situación, las autoridades europeas anunciaron a principios de junio un conjunto de medidas que permitieron cierta recuperación de los mercados financieros, incluyendo: i) la solicitud de un préstamo de hasta 100 mil millones de euros a través de los mecanismos de apoyo regionales por parte del gobierno de España para recapitalizar a sus bancos; ii) la comisión por parte del gobierno español de un diagnóstico externo sobre las posibles necesidades de capital de las instituciones financieras;⁴ y iii) la reducción de la calificación mínima de los valores respaldados por activos aceptados como colateral por parte del BCE para incentivar el crédito al sector privado no financiero.⁵

No obstante, las medidas descritas no lograron reducir la incertidumbre sobre la situación de la deuda soberana y la solvencia de la banca española al presuponer las mismas un mayor endeudamiento público y al mantener el apoyo financiero del EFSF y del ESM el estatus de acreedor preferente. En este contexto, las autoridades europeas acordaron a finales de junio nuevas medidas, entre ellas, una serie de acciones para fortalecer la integración financiera y fiscal, así como la efectividad de los mecanismos regionales:

- i. La capitalización directa de los bancos por parte de los mecanismos de apoyo regionales (EFSF/ESM), una vez que entre en vigor un esquema de supervisión bancaria unificada para la zona del euro encabezado por el BCE.

² El BCE llevó a cabo dos operaciones de refinanciamiento de largo plazo por tres años en diciembre y febrero pasados por montos de 489 y 530 mil millones de euros, respectivamente. Estas operaciones proporcionaron liquidez neta adicional a los bancos de la zona del euro por alrededor de 500 mil millones de euros. Por su parte, los ministros de finanzas de la zona del euro aprobaron un segundo programa de ajuste económico para Grecia por tres años por un monto de 130 mil millones de euros a mediados de marzo, así como la combinación del Mecanismo de Estabilidad Europeo (ESM, por sus siglas en inglés) con el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (EFSF, por sus siglas en inglés) para aumentar su capacidad de financiamiento de 500 a 700 mil millones de euros.

³ Los resultados de las elecciones generales de Grecia en mayo que obligaron a la realización en junio de una segunda ronda electoral pusieron en duda la disposición de este país para mantener sus compromisos con el Fondo Monetario Internacional (FMI) y la Unión Europea (UE) suscritos en el programa de ajuste económico aprobado en marzo. Asimismo, se hicieron evidentes las dificultades para recapitalizar a los bancos de España y para alcanzar las metas de consolidación fiscal de este país.

⁴ Los resultados de esta evaluación situaron las necesidades de recapitalización entre los 16 y los 26 mil millones de euros bajo un escenario base y de entre 51 y 62 mil millones de euros bajo un escenario de mayor estrés.

⁵ En este contexto, los líderes del G20, en su reunión celebrada a mediados de junio en Los Cabos, acordaron extender créditos por 456 mil millones de dólares adicionales al FMI para la prevención y resolución de crisis y la atención de las necesidades financieras potenciales de todos los países miembros, y no de una región en particular.

- ii. La eliminación del estatus de acreedor preferente en los préstamos por parte del EFSF/ESM.
- iii. La reafirmación de la disposición de las autoridades europeas a considerar la compra de bonos soberanos en los mercados secundarios de deuda por parte de los mecanismos de apoyo regionales, aunque sin expandir su capacidad actual de préstamo.

Si bien estas medidas proporcionaron un alivio temporal a los mercados financieros, fueron consideradas insuficientes por los mercados, que exigían avances más firmes hacia una integración fiscal y una unión bancaria de la zona del euro. Adicionalmente, prevalecieron como desafíos importantes los detalles acerca de la implementación de las medidas descritas y que los recursos disponibles en los mecanismos de apoyo regionales podrían resultar insuficientes para apoyar a algunos países de la zona del euro.

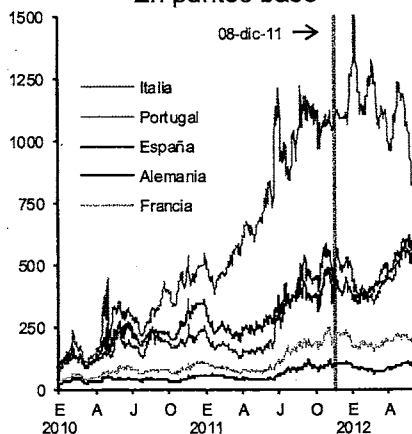
Por otra parte, la mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales y la disminución de las perspectivas de crecimiento mundial tuvieron un fuerte impacto en la percepción de riesgo global, lo que originó un nuevo aumento de la demanda de activos percibidos como de menor riesgo. En este contexto, las economías emergentes, no obstante el mejor desempeño de su actividad económica en relación con el de las economías avanzadas, experimentaron volatilidad en sus flujos de capital, retrocesos en sus mercados accionarios y, en general, una depreciación en sus monedas con respecto al dólar (Gráfica 9b y Gráfica 9c).

Gráfica 9

Indicadores Financieros en la Zona del Euro y en Economías Emergentes

a) Zona del Euro: Indicadores de Mercado que Miden el Riesgo de Crédito ^{1/}

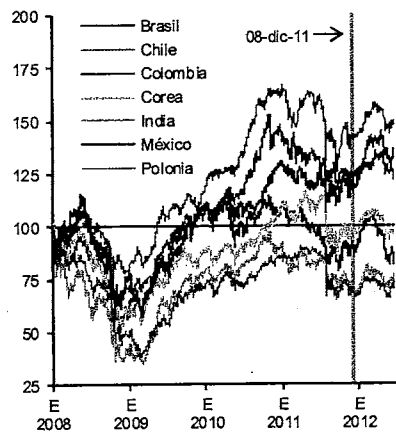
En puntos base



^{1/} Se refiere al Credit Default Swap para bonos soberanos a 5 años. El 8 de diciembre de 2011 se anunciaron las medidas no convencionales por parte del BCE.

Fuente: Bloomberg.

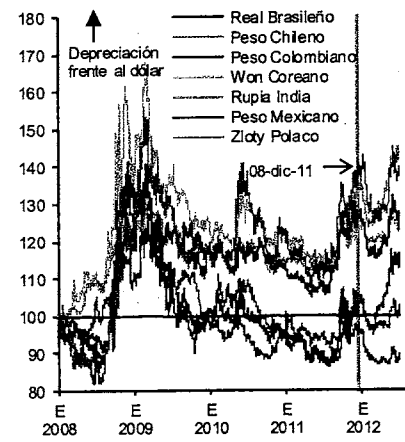
b) Mercados Accionarios de Economías Emergentes ^{1/}
Índice 01/01/2008=100



^{1/} El 8 de diciembre de 2011 se anunciaron las medidas no convencionales por parte del BCE.

Fuente: Bloomberg.

c) Tipo de Cambio de Economías Emergentes ^{1/}
Índice 01/01/2008=100



^{1/} El 8 de diciembre de 2011 se anunciaron las medidas no convencionales por parte del BCE.

Fuente: Bloomberg.

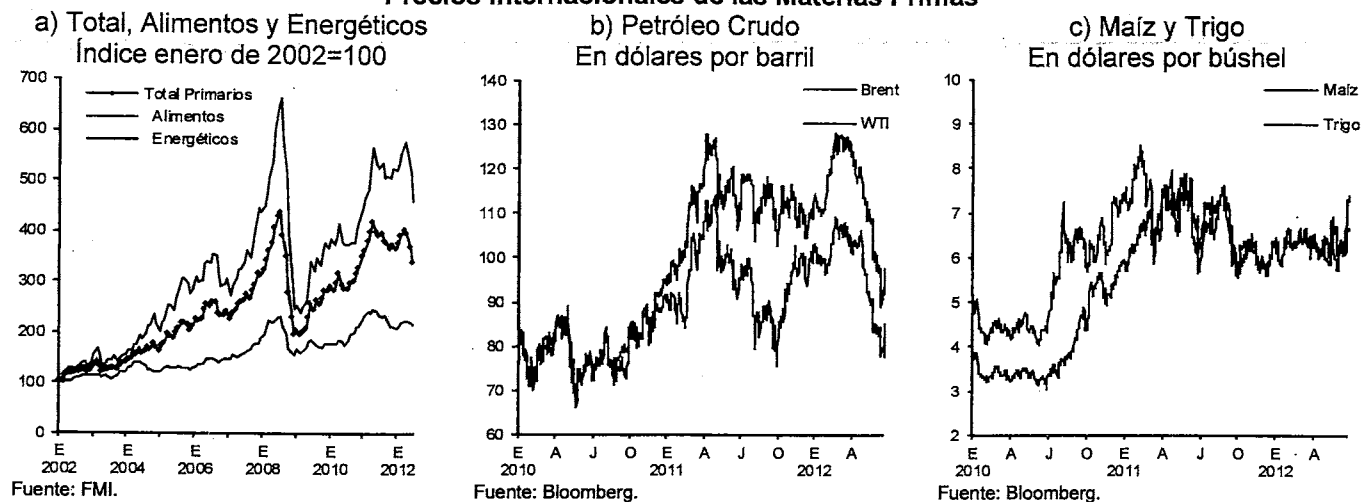
3.1.3. Precios de las Materias Primas

Los precios internacionales de las principales materias primas, con excepción de los granos por razones climáticas, descendieron durante el primer semestre, particularmente en la segunda mitad del mismo. Ello a consecuencia de la desaceleración de la economía mundial y el deterioro de sus perspectivas (Gráfica 10a). En particular, los precios internacionales del petróleo mostraron una marcada tendencia a la baja a partir de marzo, como reflejo de las menores expectativas de crecimiento de la economía mundial y el alza en la producción de la Organización de los Países Exportadores de Petróleo (OPEP), que originó un aumento en los inventarios (Gráfica 10b). Por su parte, los precios de los granos, luego de haber mostrado

cierta volatilidad en el primer trimestre, registraron un incremento al cierre del segundo trimestre por razones climáticas que afectaron su producción (Gráfica 10c).

Gráfica 10

Precios Internacionales de las Materias Primas



3.1.4. Tendencias Generales de la Inflación en el Exterior

En el contexto de la disminución en el ritmo de crecimiento de la actividad económica global y de menores precios internacionales de la mayoría de las materias primas, con excepción de algunos granos, la inflación mundial se moderó durante el primer semestre de 2012 (Gráfica 11). En este contexto, en las principales economías avanzadas y en un gran número de las emergentes tuvo lugar un relajamiento de la política monetaria.

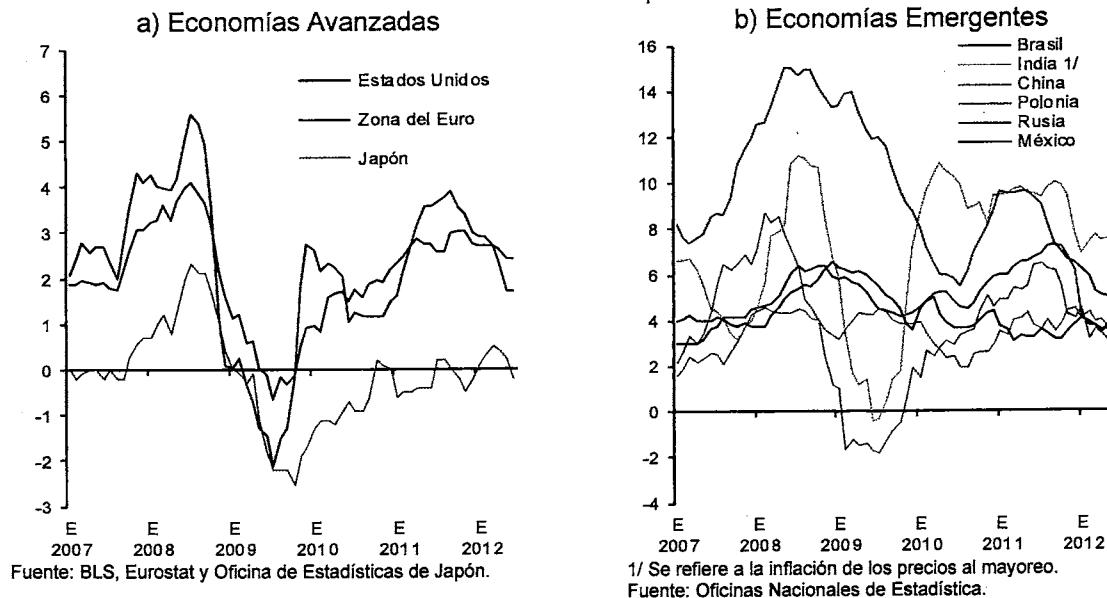
En Estados Unidos, la inflación general anual mostró una tendencia a la baja durante el primer semestre, ubicándose en 1.7 por ciento en junio, nivel considerablemente menor al 3.0 por ciento observado en diciembre de 2011. Ello obedeció, en buena medida, a la disminución en los precios del petróleo y la gasolina, que tuvo lugar principalmente en el segundo trimestre. Por su parte, la inflación subyacente anual fluctuó ligeramente por encima del 2 por ciento durante el semestre. Bajo este escenario, la Reserva Federal mantuvo sin cambio su banda objetivo de 0 a 0.25 por ciento para la tasa de fondos federales, dadas las bajas tasas de utilización de recursos y la ausencia de presiones inflacionarias de mediano plazo.⁶ Además, en su reunión de junio, anunció que continuaría hasta diciembre de 2012 (originalmente concluía en junio de este año) con su programa para extender el vencimiento promedio de sus tenencias de valores. La Reserva Federal también acordó mantener su política actual de reinversión de pagos de principal de vencimientos de deuda de agencias y de valores respaldados por hipotecas así como de bonos del Tesoro en su poder.

En la zona del euro, la inflación general anual mantuvo una tendencia descendente, especialmente en el segundo trimestre. Así, la inflación disminuyó de 2.7 por ciento en diciembre de 2011 a 2.4 por ciento en junio, reflejando los menores precios del petróleo. Por su parte, la inflación subyacente anual registró la misma tasa en diciembre de 2011 y junio de este año, de 1.6 por ciento. En este contexto, el BCE dejó sin cambio su tasa de política en 1 por ciento durante el semestre y, en su reunión de junio, decidió extender la conducción de sus operaciones regulares de refinanciamiento con adjudicación plena y a tasa fija por el tiempo que sea necesario y al menos hasta el 15 de enero de 2013.

⁶ En su reunión de política monetaria de enero, la Reserva Federal extendió su previsión de mantener la tasa de referencia en niveles excepcionalmente bajos de mediados de 2013 por lo menos hasta finales de 2014.

En la mayoría de las economías emergentes se observó una moderación en la inflación durante la primera mitad del año, ante la desaceleración de la actividad económica mundial. La inflación anual al consumidor en China pasó de 4.1 por ciento en diciembre de 2011 a 2.2 por ciento en junio, la cifra más baja en los últimos 29 meses. Ante ello, el Banco Central de China redujo su tasa de préstamos en junio en 25 puntos base, para situarla en 6.31 por ciento. Estas acciones se agregaron a tres disminuciones en los requerimientos de reserva bancarios en diciembre, febrero y mayo pasados, que llevaron a dicho indicador a un nivel de 20.0 por ciento. Por su parte, la inflación anual en Brasil disminuyó de 6.5 por ciento en diciembre a 4.9 por ciento en junio. Esto permitió al Banco Central de Brasil bajar su tasa de política en varias ocasiones durante el semestre para llevarla a 8.5 por ciento a finales del mismo.

Gráfica 11
Inflación General en Economías Avanzadas y Emergentes
Variación anual en por ciento



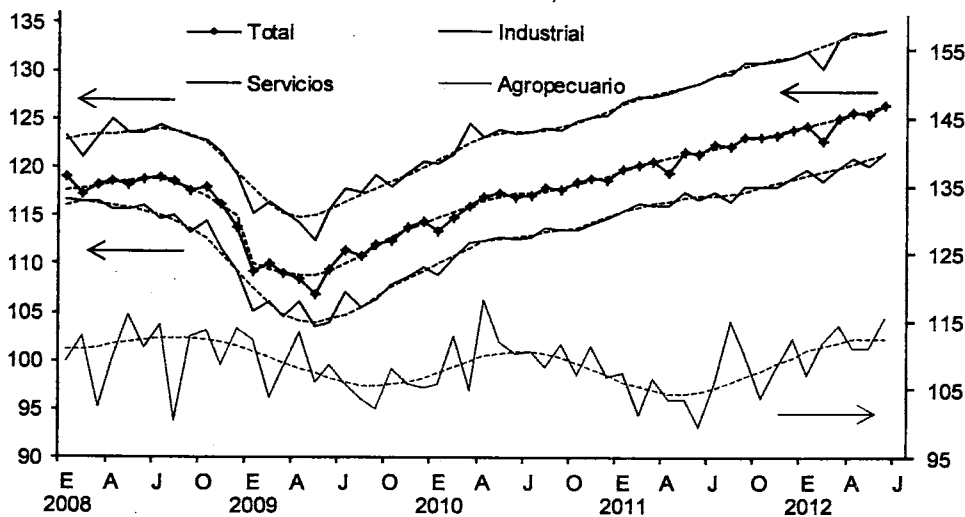
3.2. Evolución de la Economía Mexicana

3.2.1. Actividad Económica

Durante el primer semestre de 2012, la economía mexicana se mostró resistente a la elevada volatilidad e incertidumbre de los mercados financieros internacionales y al menor ritmo de expansión observado en la economía mundial. En efecto, en el periodo que se reporta la actividad productiva continuó presentando una tendencia positiva (Gráfica 12), a la cual contribuyó tanto el elevado dinamismo registrado por las exportaciones manufactureras, como por la demanda interna.

En cuanto a la demanda externa, las exportaciones manufactureras presentaron un incremento en su ritmo de expansión en los primeros seis meses de 2012. Dicho desempeño fue consecuencia del crecimiento de la demanda proveniente tanto de Estados Unidos, como de otros países, y fue reflejo, en parte, de los efectos de la depreciación del tipo de cambio real en relación a los niveles del primer semestre del año previo (Gráfica 13). A su vez, el crecimiento de la demanda externa se reflejó en el dinamismo presentado por la producción manufacturera en el primer semestre de 2012, tanto en lo que corresponde a la producción de equipo de transporte, como a la del resto de las manufacturas (Gráfica 14).

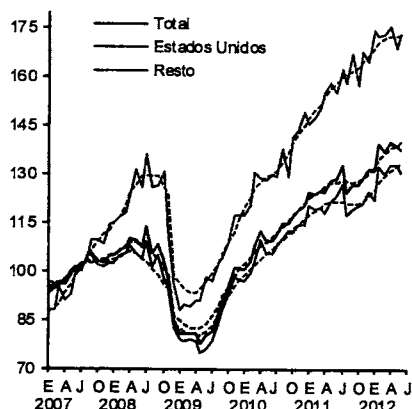
Gráfica 12
Indicador Global de la Actividad Económica
 Índice 2003=100, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.
 Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

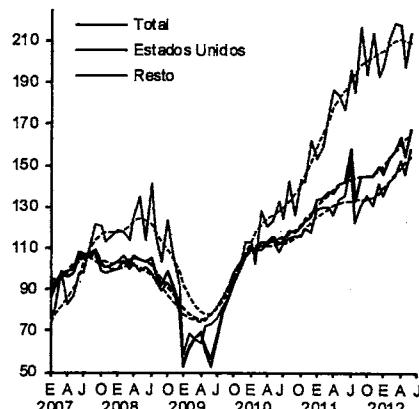
Gráfica 13
Indicadores de las Exportaciones Manufactureras
 Índice 2007=100, a. e.

a) Exportaciones Manufactureras por Región de Destino



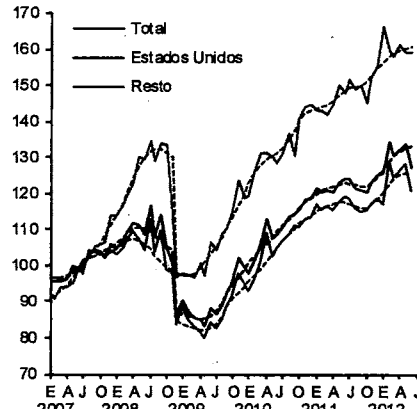
a. e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.
 Fuente: Banco de México.

b) Exportaciones Manufactureras Automotrices



a. e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.
 Fuente: Banco de México.

c) Exportaciones Manufactureras No Automotrices



a. e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.
 Fuente: Banco de México.

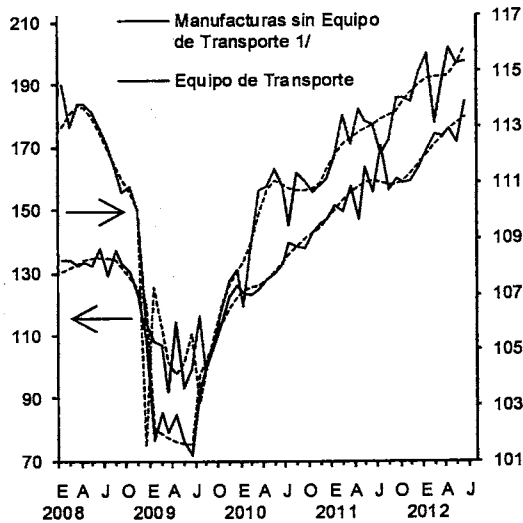
Por su parte, el gasto interno también registró una trayectoria creciente durante la primera mitad de 2012, si bien a un ritmo relativamente más moderado que el de la demanda externa. En cuanto al consumo privado, las ventas de la ANTAD y las ventas al menudeo de los establecimientos comerciales presentaron una expansión durante el semestre (Gráfica 15). En este contexto, destaca que, si bien algunos determinantes del consumo presentaron cierta debilidad durante el semestre, como fue el caso del ingreso promedio real de los trabajadores, cuyas variaciones negativas siguieron afectando la evolución de la masa salarial real, otros determinantes, como el crédito al consumo, mostraron una evolución más favorable (Gráfica 16). Durante la primera mitad de 2012 se registró un repunte en la inversión fija bruta (Gráfica 17a), el cual podría ser reflejo, en parte, del hecho de que el porcentaje de utilización de la capacidad instalada de la industria manufacturera ha alcanzado niveles comparables a los anteriores a la

crisis (Gráfica 17b). Por último, las cifras del primer semestre de 2012 indican que la cuenta corriente mostró niveles superavitarios, lo cual sugiere que no se observaron presiones de demanda sobre las cuentas externas del país (Gráfica 18).

Gráfica 14

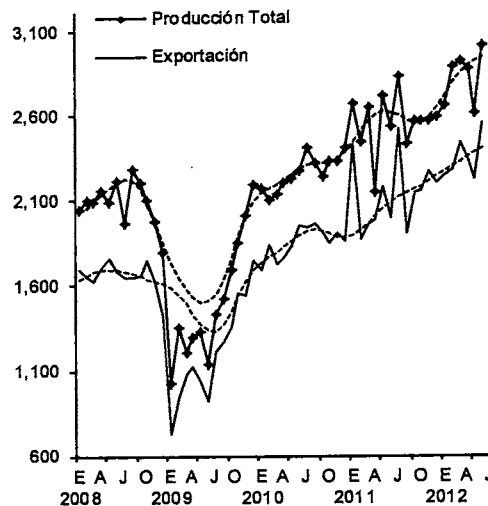
Indicadores de Producción Manufacturera

a) Producción Manufacturera
Índice 2003=100, a. e.



1/ Elaboración de Banco de México con datos del INEGI.
a. e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.
Fuente: Indicadores de la Actividad Industrial, INEGI.

b) Producción y Exportación de Vehículos Ligeros
Miles de unidades anualizadas, a. e.

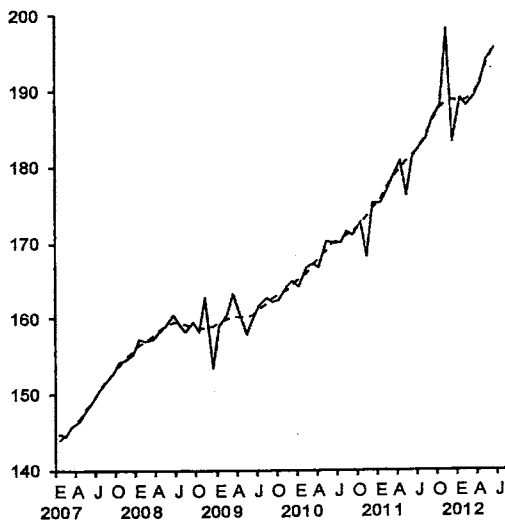


a. e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.
Fuente: Elaboración de Banco de México con información de AMIA.

Gráfica 15

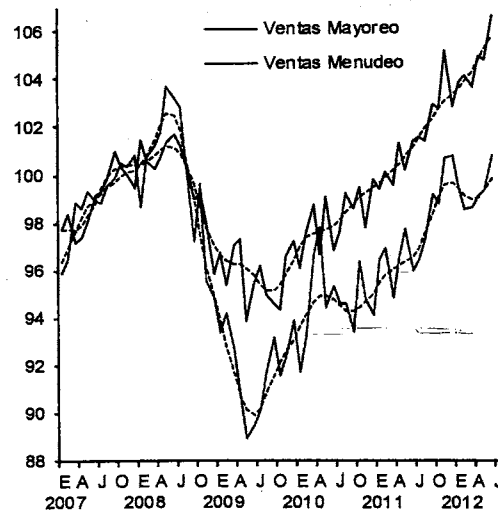
Indicadores de Consumo

a) Ventas Totales de la ANTAD
Índice 2003=100, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.
Fuente: Elaborado por Banco de México con información de la ANTAD.

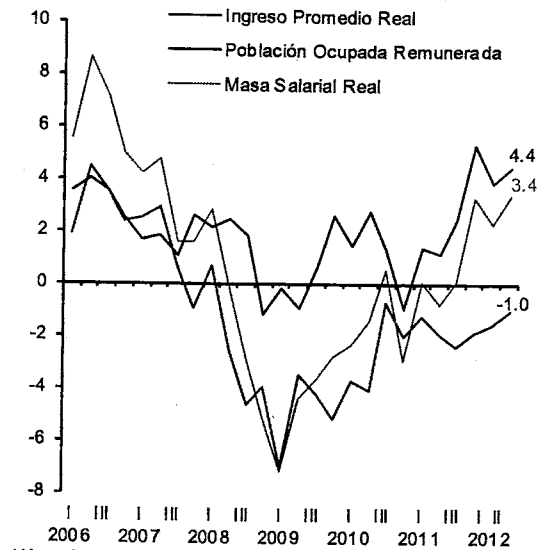
b) Ventas en los Establecimientos Comerciales
Índice 2008=100, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.
Fuente: Elaborado por Banco de México con información de la Encuesta Mensual sobre Establecimientos Comerciales, INEGI.

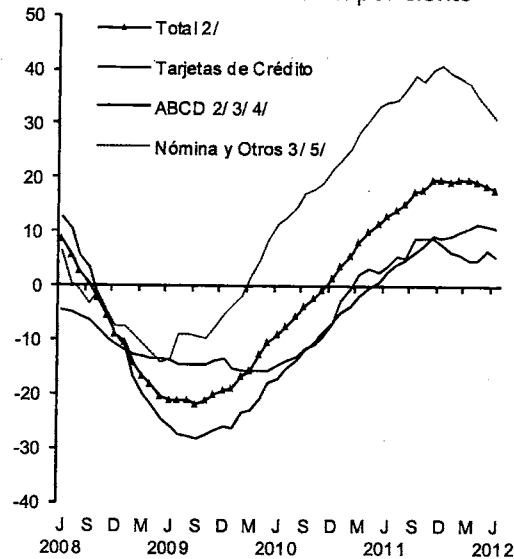
Gráfica 16
Determinantes del Consumo

a) Masa Salarial Real Total ^{1/}
Variación anual en por ciento



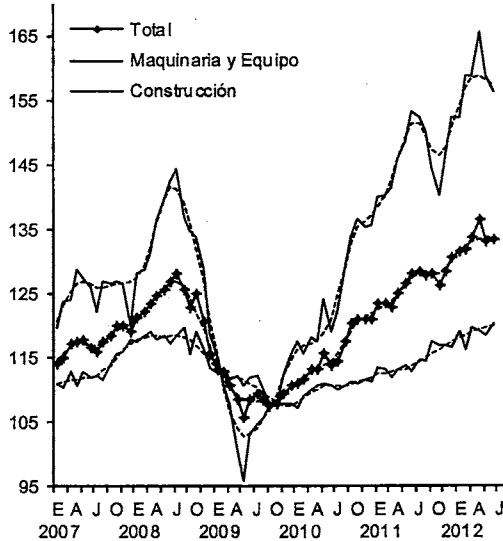
1/ Los datos a partir de 2011 son de carácter preliminar y están basados en proyecciones demográficas del INEGI.
Fuente: Cálculos elaborados por Banco de México con información de la ENOE, INEGI.

b) Crédito al Consumo ^{1/}
Variación real anual en por ciento

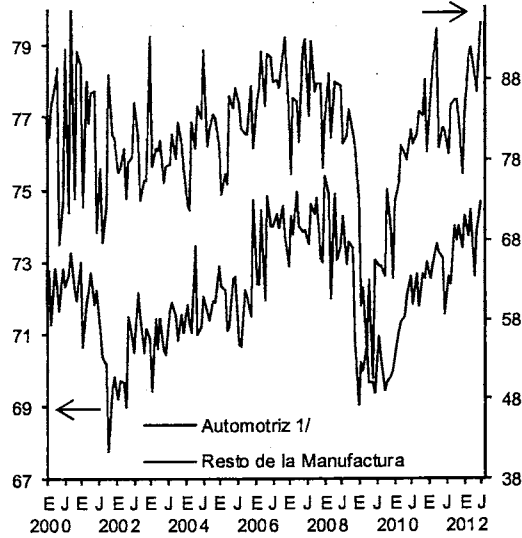


1/ Incluye la cartera de crédito de las sofomes reguladas de tarjetas de crédito: Tarjetas Banamex, Santander Consumo, Ixe Tarjetas y Sociedad Financiera Inbursa. A partir de febrero 2009, los datos se ven afectados por la reclasificación de créditos a PYMES de la cartera de crédito al consumo a la cartera comercial.
2/ Entre junio de 2010 y mayo de 2011, las cifras se ajustan para no verse distorsionadas por la compra de cartera automotriz de una institución bancaria.
3/ A partir de julio 2011, las cifras se ajustan para no verse distorsionadas por la reclasificación de ABCD a otros créditos al consumo por parte de una institución bancaria.
4/ Incluye crédito para la adquisición de bienes muebles y crédito automotriz.
5/ "Otros" se refiere a créditos personales, crédito para operaciones de arrendamiento capitalizable y otros créditos al consumo.
Fuente: Banco de México.

Gráfica 17
Indicadores de Inversión y Capacidad Utilizada
 a) Inversión y sus Componentes
 Índice 2005=100, a. e.
 b) Uso de la Capacidad Instalada:
 Sector Manufacturero
 Por ciento, a. e.

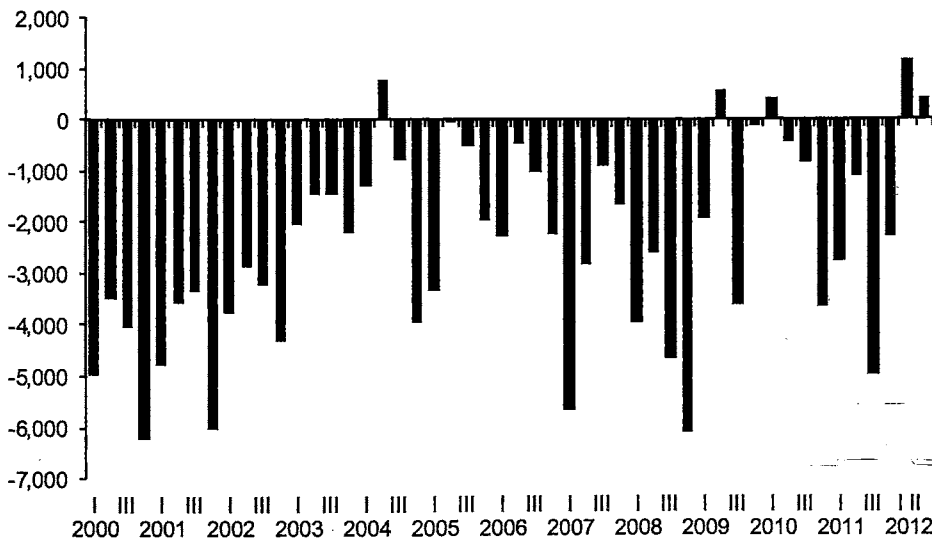


a. e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.
 Fuente: Elaborado por Banco de México con información del Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.



1/ Esta serie no presenta un patrón estacional.
 a. e. / Cifras con ajuste estacional.
 Fuente: Encuesta Mensual de Coyuntura en el Sector Manufacturero, Banco de México.

Gráfica 18
Cuenta Corriente
 Millones de dólares



Fuente: Banco de México.

3.2.2. Ahorro Financiero y Financiamiento en el País

Durante el primer semestre de 2012 la disponibilidad de recursos financieros en la economía mexicana continuó incrementándose, no obstante que en el segundo trimestre del año prevaleció un entorno de

incertidumbre en los mercados internacionales (Cuadro 2). Por su parte, el financiamiento al sector privado no financiero mantuvo su tendencia de crecimiento, lo cual continuó apoyando la evolución de la actividad económica.

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 2012 un crecimiento real anual de 12.8 por ciento. Esta expansión estuvo impulsada tanto por el ahorro financiero de no residentes, como por el de residentes. La mejoría en la percepción sobre el riesgo México posicionó al país como un destino relativamente más atractivo para capitales internacionales, resultado de la fortaleza del marco macroeconómico doméstico con relación al de otras economías. Esta situación se tradujo en un incremento del saldo del ahorro financiero de no residentes, no obstante que en el segundo trimestre del año las condiciones en los mercados financieros internacionales se deterioraron. Por su parte, el ahorro financiero de residentes continuó con su tendencia de expansión apoyado en el crecimiento de la actividad económica y el empleo en el sector formal de la economía.

En lo que respecta a la utilización de recursos financieros de la economía, en el primer semestre de 2012 no se registraron cambios significativos en los flujos anuales de financiamiento a los distintos sectores con respecto a la situación prevaleciente en el mismo semestre de 2011. Al cierre del segundo trimestre la acumulación de reservas internacionales fue de 2.4 por ciento del PIB, flujo anual similar al observado en el mismo lapso del año anterior. De esta forma, la posición de la economía mexicana continuó fortaleciéndose. Por su parte, el flujo anual de la utilización de recursos financieros por parte del sector privado fue de 3.2 por ciento del producto, cifra ligeramente inferior a la registrada al primer semestre del año previo. Por último, el flujo anual de los recursos canalizados al sector público, al igual que al cierre del primer semestre del año anterior, fue de 3.4 por ciento del PIB (Cuadro 2).

Durante la primera mitad del año, el financiamiento al sector privado no financiero continuó expandiéndose, contribuyendo así al buen desempeño de la economía. Al mes de junio de 2012, esta variable registró una tasa de crecimiento real anual de 10.3 por ciento, cifra superior al 6.0 por ciento observado un año antes.

En lo que concierne al financiamiento total a las empresas privadas no financieras en este periodo, tanto el financiamiento interno como el externo contribuyeron a incrementar este indicador en 13.2 por ciento en términos reales anuales. En efecto, en junio de 2012, el financiamiento interno a este sector se expandió a una tasa real anual del 11.4 por ciento. Ello fue resultado, principalmente, del sostenido dinamismo del crédito, el cual se incrementó a una tasa real del 12.7 por ciento en el año. Las mejores condiciones percibidas por las empresas en términos de acceso y costo al crédito bancario continuaron favoreciendo esta tendencia. Por su parte, el incremento en el saldo de la emisión interna de deuda también benefició a la expansión del financiamiento interno, registrando una variación real anual de 6.1 por ciento.

Con respecto al financiamiento externo en dólares a empresas privadas no financieras, éste presentó un crecimiento anual de 5.7 por ciento en junio de 2012. Esto se debió al incremento en el saldo de la emisión de deuda en el exterior, cuya variación anual en dólares fue de 21.1 por ciento. Así, a pesar del ambiente de incertidumbre que predominó en los mercados financieros internacionales, las empresas mexicanas continuaron colocando deuda con normalidad. Por su parte, el crédito externo en dólares a las empresas privadas no financieras se contrajo en 5.1 por ciento de junio de 2011 a junio de 2012 debido a los menores niveles del crédito de la banca comercial extranjera y del financiamiento de proveedores.

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

	Flujos Anuales a:					Saldo	
	2009 II T	2010 II T	2011 II T	2011 IV T	2012 II T	2012 II T	Estructura %
Total Fuentes	4.1	7.9	10.0	9.8	11.0	85.2	100.0
Fuentes Internas ^{1/}	5.2	4.1	4.1	5.8	6.5	56.5	66.3
Fuentes Externas ^{2/}	-1.1	3.8	5.9	4.0	4.5	28.7	33.7
Total Usos	4.1	7.9	10.0	9.8	11.0	85.2	100.0
Sector Público	3.1	3.5	3.4	3.0	3.4	40.4	47.3
Sector Público (RFSP) ^{3/}	2.8	2.6	3.3	2.7	2.9	37.7	44.3
Estados y Municipios	0.3	0.9	0.1	0.3	0.5	2.6	3.1
Reserva Internacional ^{4/}	-1.3	2.8	2.5	2.5	2.4	14.1	16.5
Sector Privado	0.4	1.5	3.5	3.2	3.2	32.9	38.6
Hogares	0.2	0.3	1.3	1.5	1.4	14.1	16.5
Consumo	-0.6	-0.1	0.4	0.7	0.7	4.3	5.0
Vivienda ^{5/}	0.8	0.4	0.9	0.8	0.7	9.8	11.5
Empresas	0.2	1.2	2.1	1.7	1.8	18.9	22.1
Crédito de Intermediarios Financieros ^{6/}	0.6	0.2	1.1	1.1	1.2	9.2	10.8
Emisión de Instrumentos de Deuda	0.1	0.3	0.2	0.2	0.2	2.0	2.4
Externo	-0.5	0.6	0.8	0.4	0.4	7.6	8.9
Activos Externos de la Banca Comercial ^{7/}	0.2	-0.4	0.4	-0.5	-0.6	1.2	1.5
Otros Conceptos ^{8/}	1.6	0.5	0.2	1.6	2.6	-3.4	-4.0

Fuente: Banco de México.

Nota: La suma de las partes puede no coincidir con el total debido al redondeo. Cifras preliminares 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 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.

Por su parte, el crédito a los hogares continuó creciendo al primer semestre del año a un ritmo similar al observado en trimestres anteriores, registrando un incremento real anual de 6.6 por ciento en junio de 2012. Esto se explicó, principalmente, por el crecimiento del crédito al consumo de 15.0 por ciento. A su vez, ello obedeció al sostenido dinamismo de los créditos de nómina y otros créditos personales otorgados por la banca comercial, así como a la expansión del segmento de tarjetas de crédito. Del mismo modo, el crecimiento del crédito de la banca comercial para la adquisición de vivienda también contribuyó al mayor crédito a los hogares registrado en el año. Al cierre del primer semestre de 2012, la tasa de expansión de esta cartera fue de 5.1 por ciento en términos reales anuales.

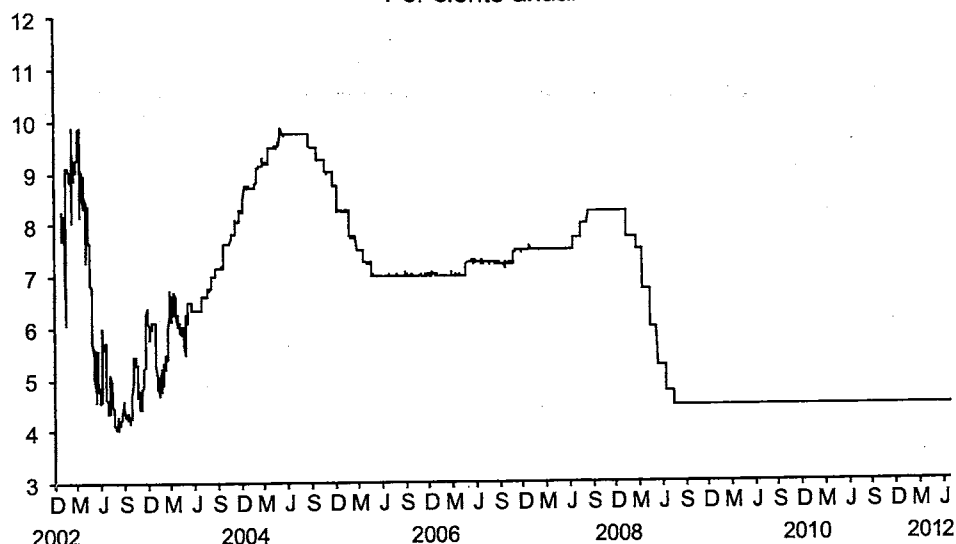
4. Política Monetaria y Determinantes de la Inflación

Durante el primer semestre de 2012 la postura de política monetaria se mantuvo congruente con el proceso de convergencia de la inflación hacia el objetivo permanente de 3 por ciento, tomando en consideración el intervalo de variabilidad de más o menos un punto porcentual alrededor del referido objetivo. En este contexto, la Junta de Gobierno del Banco de México decidió mantener su objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en un nivel de 4.5 por ciento durante el periodo de referencia (Gráfica 19). Entre los elementos que se tomaron en cuenta en la conducción de la política monetaria durante este periodo destacan los siguientes:

Que la economía mexicana se haya mostrado resistente ante un entorno internacional adverso. Como se señaló, la actividad económica en México mostró una tendencia positiva durante el primer semestre del año como consecuencia, en buena medida, del dinamismo de las exportaciones manufactureras. A su vez, los indicadores de demanda interna también presentaron una evolución favorable.

- i. Que, como se había previsto, se haya observado un aumento en el precio relativo de las mercancías respecto del de los servicios, en congruencia con los ajustes cambiarios que tuvieron lugar en la segunda mitad de 2011 y la primera mitad de 2012. El efecto en la inflación de dicho ajuste fue moderado y se estimó que sería de carácter transitorio.
- ii. Que se haya anticipado que el repunte en la inflación no subyacente observado al final del primer semestre del año también sería transitorio. Dicho aumento estuvo asociado con el incremento en los precios de un grupo reducido de bienes agrícolas, principalmente hortalizas, debido a factores climáticos.
- iii. Que se haya previsto que estos ajustes de precios relativos continuarían sin propiciar efectos de segundo orden en el proceso de formación de precios en la economía. En este sentido, destaca que las expectativas de inflación de los analistas económicos del sector privado permanecieron bien ancladas, dentro del intervalo de variabilidad de más o menos un punto porcentual alrededor de la meta de 3 por ciento.

Gráfica 19
Tasa de Interés Interbancaria a 1 Día ^{1/}
 Por ciento anual



^{1/} A partir del 21 de enero de 2008 se muestra el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a 1 día.
 Fuente: Banco de México.

La evolución de la economía en los primeros dos trimestres del año condujo a que la brecha del producto se haya cerrado, ubicándose en niveles cercanos a cero (Gráfica 20). Sin embargo, los indicadores sobre los mercados de los principales insumos para la producción, especialmente el laboral, registraron condiciones de holgura en el periodo que se reporta. De esta manera, no se apreciaron presiones de demanda sobre los precios de los principales insumos ni sobre las cuentas externas del país. En particular:

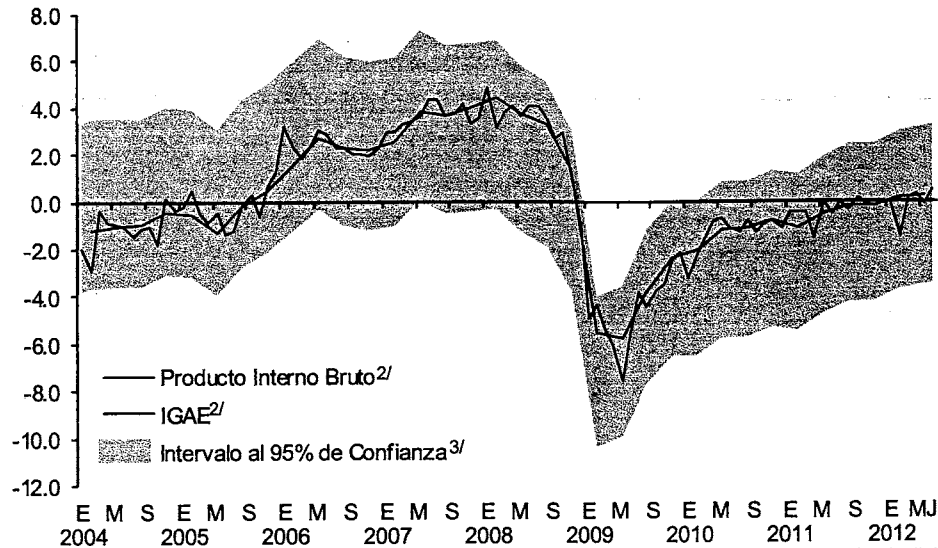
No obstante que el número de trabajadores asegurados en el IMSS continuó presentando una tendencia positiva, las tasas de desempleo, de subocupación y de ocupación en el sector informal permanecieron en niveles relativamente elevados (Gráfica 21a y Gráfica 21b).

Por su parte, la productividad media del trabajo mostró una evolución creciente durante el primer semestre del año, lo cual, aunado al moderado incremento en el nivel de salarios observado en dicho periodo, condujo a una tendencia decreciente en los costos laborales unitarios del sector manufacturero (Gráfica 21c).

La evolución favorable del financiamiento al sector privado no financiero sugiere que no existieron presiones en el mercado de fondos prestables, toda vez que las tasas de interés permanecieron estables y los índices de morosidad se mantuvieron en niveles reducidos.

Como ya se mencionó, el superávit presentado por la cuenta corriente en el primer semestre del año condujo a que no se hayan observado presiones de demanda sobre las cuentas externas del país.

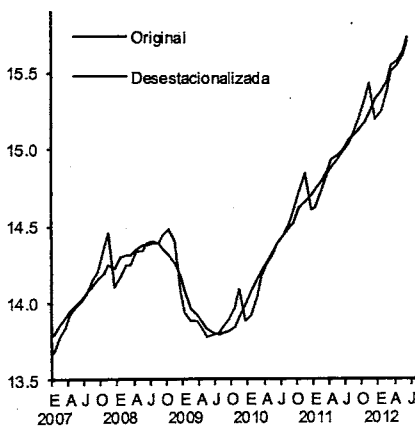
Gráfica 20
Estimación de la Brecha del Producto ^{1/}
Porcentaje del producto potencial, a. e.



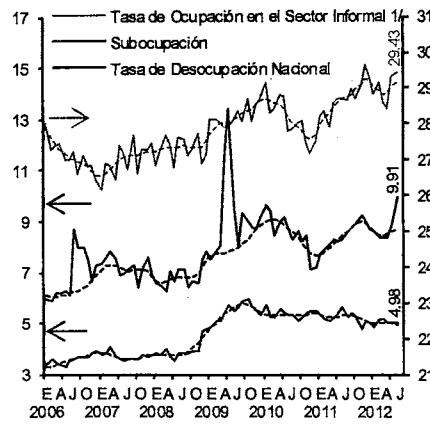
1/ Estimadas con el filtro de Hodrick-Prescott con corrección de colas; véase Informe sobre la Inflación, Abril-Junio 2009, Banco de México, pág. 74.
2/ Cifras del PIB al segundo trimestre de 2012, cifras del IGAE a junio de 2012.
3/ Intervalo de confianza de la brecha del producto calculado con un método de componentes no observados.
a. e. / Elaborada con cifras ajustadas por estacionalidad.
Fuente: Elaborado por Banco de México con información del INEGI.

Gráfica 21
Indicadores del Mercado Laboral
b) Tasas de Desocupación y Subocupación y Tasa de Ocupación en el Sector Informal
Por ciento, a. e.

a) Trabajadores Asegurados en el IMSS ^{1/}
Millones de personas

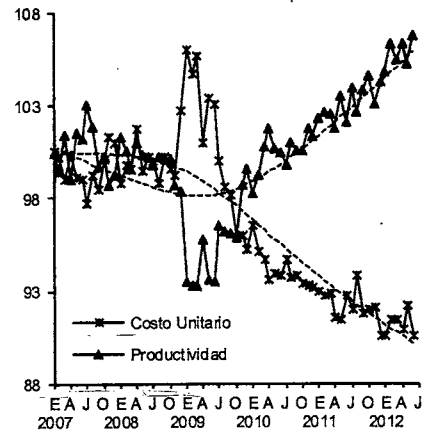


1/ Permanentes totales y eventuales urbanos.
Fuente: IMSS. Desestacionalización efectuada por Banco de México.



1/ Datos desestacionalizados por Banco de México. a. e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.
Fuente: Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo, INEGI.

c) Productividad y Costo Unitario de la Mano de Obra en el Sector Manufacturero
Índice 2008=100, a. e.

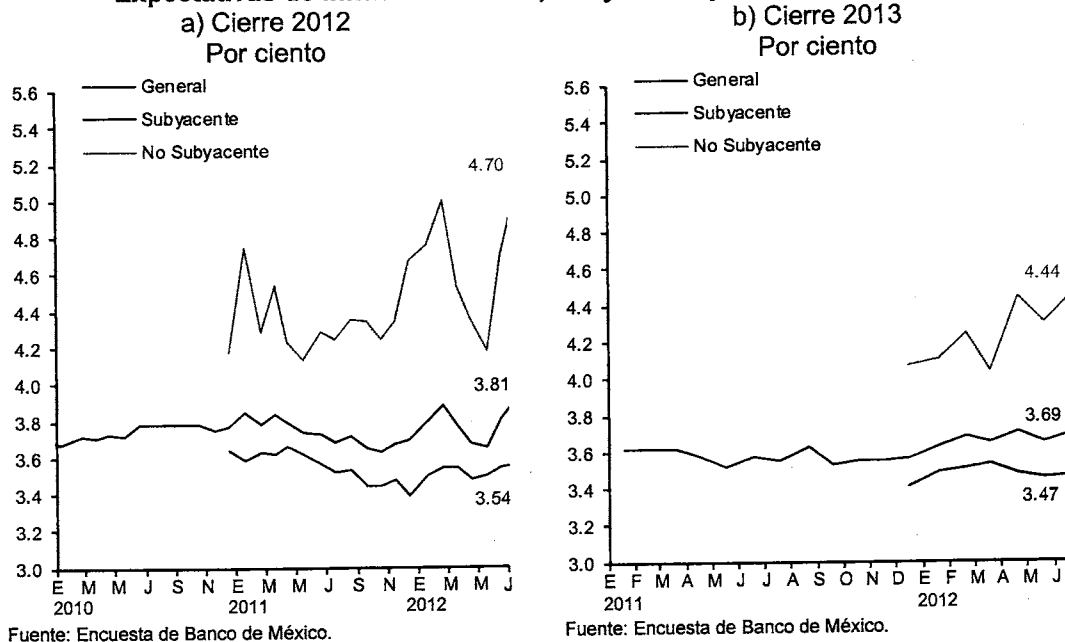


a. e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.
Fuente: Elaboración de Banco de México a partir de información desestacionalizada de la Encuesta Mensual de la Industria Manufacturera, INEGI.

En lo referente a las expectativas de inflación de corto plazo, éstas mostraron cierto repunte al final del semestre en cuestión. Dicho aumento estuvo asociado a los ajustes en precios relativos antes referidos.

Así, el promedio de las expectativas de inflación general de la encuesta del Banco de México correspondiente al cierre de 2012 se ubicó en junio en 3.81 por ciento (Gráfica 22). Respecto a las expectativas de inflación para mayores plazos, éstas permanecieron sin cambios importantes durante el primer semestre del año. El promedio de las correspondientes al cierre de 2013 se ubicó en 3.69 por ciento en la encuesta de junio. El promedio de las que corresponden a los siguientes 4 años se situó alrededor de 3.60 por ciento, mientras que el del promedio de los siguientes 5 a 8 años continuó cerca de 3.50 por ciento (Gráfica 23a).

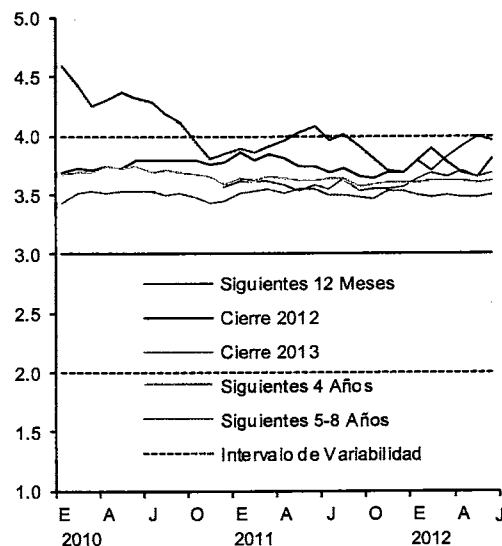
Gráfica 22
Expectativas de Inflación General, Subyacente y No Subyacente



Complementando la información que se obtiene de las encuestas, a partir de la evolución de las tasas de interés de largo plazo se puede calcular la compensación por inflación y riesgo inflacionario (diferencia entre el rendimiento nominal del bono a 10 años y el rendimiento real correspondiente a los instrumentos de deuda indexados a la inflación del mismo plazo). Durante el primer trimestre del año este indicador se ubicó en niveles alrededor de 3.7 por ciento, si bien durante el segundo trimestre y en un contexto de elevada volatilidad en los mercados financieros internacionales, alcanzó niveles cercanos a 3.85 por ciento. Considerando que la prima por riesgo inflacionario tiene un valor positivo y que está incluida en el indicador de compensación por inflación y riesgo inflacionario, se desprende que las expectativas de inflación implícitas en las tasas de interés de largo plazo se mantuvieron por debajo de dichos niveles (Gráfica 23b).

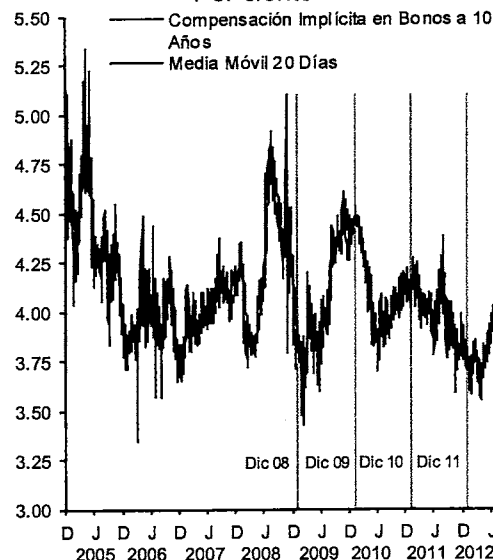
Gráfica 23
Expectativas de Inflación General Anual y Compensación por Inflación
y Riesgo Inflacionario en Bonos de Largo Plazo

a) Expectativas de Inflación
 General Anual ^{1/}
 Por ciento



1/ Último dato disponible: junio 2012.
 Fuente: Encuesta de Banco de México.

b) Compensación por Inflación
 y Riesgo Inflacionario ^{2/}
 Por ciento



2/ 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: Estimación de Banco de México con datos de Bloomberg.

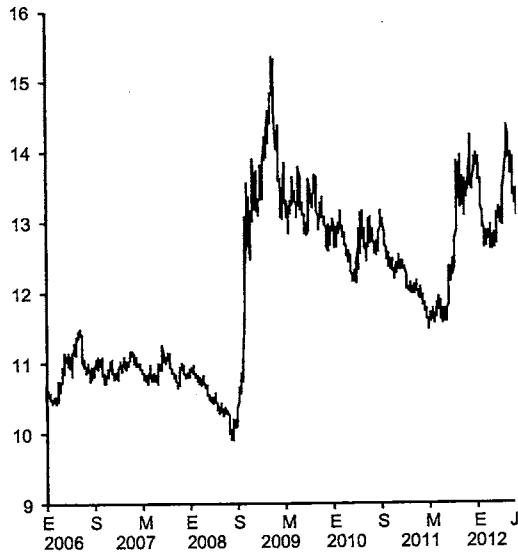
Las condiciones financieras en la economía global se estabilizaron en los primeros meses de 2012. Sin embargo, la ausencia de soluciones definitivas a los problemas fiscales y financieros en economías avanzadas, primordialmente en la zona del euro, propició nuevamente un entorno de elevada incertidumbre en los mercados financieros internacionales durante el segundo trimestre del año. En este contexto, se observó una reasignación masiva de inversiones hacia activos considerados refugios de valor, lo que afectó a los mercados financieros domésticos y cambiarios de las economías emergentes.

Así, en el caso de México cabe señalar que en lo referente al tipo de cambio, éste se fortaleció durante el primer trimestre de 2012. No obstante, en un entorno de renovada incertidumbre en los mercados financieros internacionales la moneda nacional, al igual que otras monedas de economías emergentes, experimentó una depreciación significativa y una mayor volatilidad en el segundo trimestre del año (Gráfica 24). Ante un entorno de elevada volatilidad cambiaria y conforme a los mecanismos autorizados por la Comisión de Cambios, durante el segundo trimestre del año se realizaron asignaciones en las subastas de dólares con precio mínimo por un monto total de 365 millones de dólares.^{7,8} Conviene destacar que este ajuste en el tipo de cambio nominal, junto con la evolución de la inflación, permitió una depreciación del tipo de cambio real, lo que contribuyó a atenuar el impacto negativo de un entorno externo particularmente adverso sobre la economía de México. Así, el régimen de tipo de cambio flexible se destacó como un elemento importante en el marco para la conducción de la política macroeconómica en México, permitiendo absorber parcialmente los choques que afectaron a la economía doméstica y contribuyendo a un ajuste ordenado del tipo de cambio real.

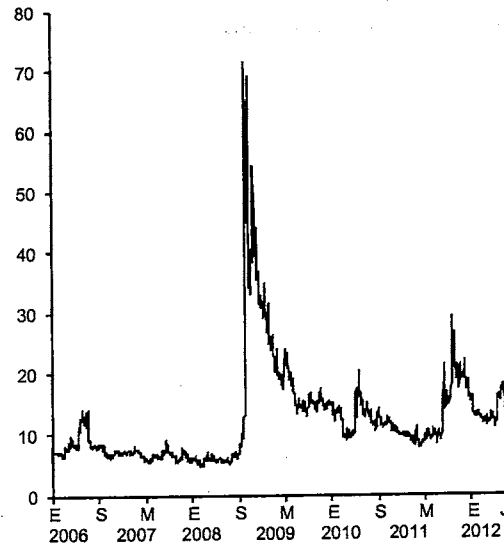
⁷ Véase Comunicado de Prensa de la Comisión de Cambios del 29 de noviembre de 2011.

⁸ Específicamente, las subastas se realizaron el 23 de mayo de 2012 (258 millones de dólares) y el 31 de mayo de 2012 (107 millones de dólares).

Gráfica 24
Tipo de Cambio y Volatilidad Implícita en Opciones sobre Tipo de Cambio
 a) Tipo de Cambio Pesos por dólar
 b) Volatilidad Implícita en Opciones sobre Tipo de Cambio ^{1/} Por ciento



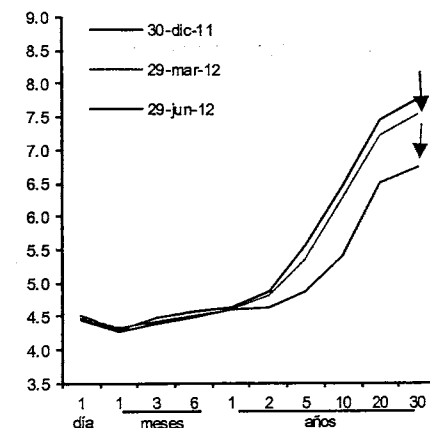
Fuente: Banco de México.



^{1/} Se refiere a opciones a un mes.
 Fuente: Bloomberg.

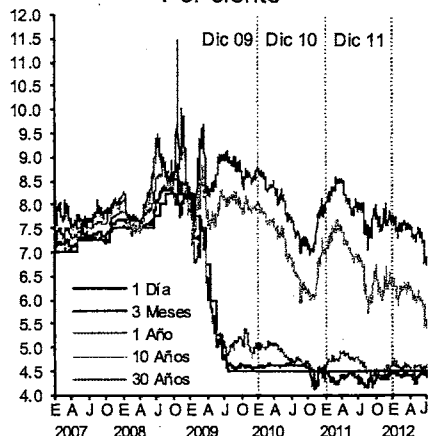
Como se ha señalado en diversas ocasiones, la fortaleza de la economía mexicana tiene como base un marco para la conducción de la política económica enfocado en mantener fundamentos sólidos. Entre los factores que contribuyeron a este proceso destacan el fortalecimiento de las finanzas públicas, la creciente credibilidad en la política monetaria enfocada a que la inflación converja al objetivo permanente de 3 por ciento, un sistema bancario bien capitalizado y el adecuado nivel de las reservas internacionales. Lo anterior contribuyó a generar un entorno de confianza en la economía de México y mejoró su posición relativa en el escenario económico mundial durante el periodo de análisis. En este contexto, las tasas de interés domésticas mostraron un desempeño favorable. A pesar de la mayor incertidumbre en los mercados financieros internacionales, las tasas de interés de plazos cortos permanecieron alrededor de 4.5 por ciento (Gráfica 25a). Por su parte, aquellas de mayor plazo incluso presentaron una disminución para ubicarse en niveles históricamente bajos al final del primer semestre del año, lo que propició un aplanamiento en la curva de rendimientos (Gráfica 25b). No obstante lo anterior, es importante mencionar que los diferenciales de tasas de interés entre México y Estados Unidos continuaron en niveles mayores a los registrados en la primera mitad de 2011 (Gráfica 25c). Derivado de lo anterior, en el periodo que se reporta se observó un incremento en la tenencia de valores gubernamentales por parte de inversionistas no residentes, lo que reafirmó la confianza en la economía de México (Gráfica 26). Así, la evolución favorable de las tasas de interés domésticas puede atribuirse a los sólidos fundamentos de la economía mexicana y a su posición relativamente favorable en la economía global.

Gráfica 25
Tasas de Interés en México
 b) Curva de Rendimientos
 Por ciento



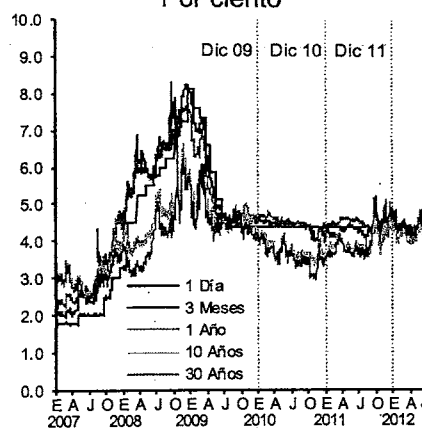
Fuente: Proveedor Integral de Precios (PIP).

a) Tasas de Interés de Valores Gubernamentales ^{1/}
 Por ciento



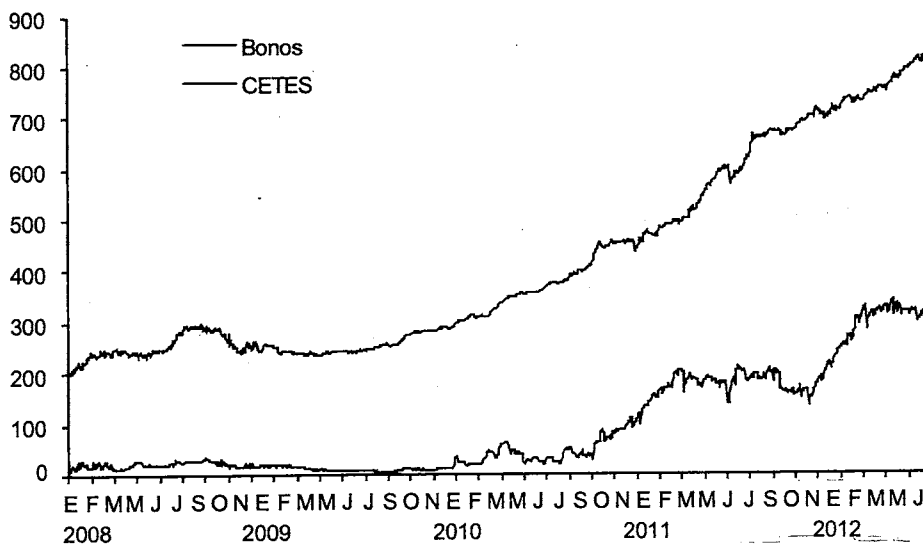
1/ A partir del 21 de enero de 2008, la tasa de interés a 1 día corresponde al objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a 1 día.
 Fuente: Proveedor Integral de Precios (PIP).

c) Diferenciales de Tasas de Interés entre México y Estados Unidos ^{2/}
 Por ciento



2/ Para la tasa objetivo de Estados Unidos se considera el promedio del intervalo considerado por la Reserva Federal.
 Fuente: Proveedor Integral de Precios (PIP) y Departamento del Tesoro Norteamericano.

Gráfica 26
Tenencia de Valores Gubernamentales de Residentes en el Extranjero
 Miles de millones de pesos



Fuente: Banco de México.

5. Consideraciones Finales

La actividad económica global se vio afectada adversamente durante la primera mitad del 2012 por un conjunto de factores, incluyendo el agravamiento de las dificultades de deuda soberana en la zona del euro, y la incertidumbre acerca del proceso de consolidación fiscal en Estados Unidos. El crecimiento de los principales componentes de la demanda interna en este país siguió siendo moderado, al persistir los problemas estructurales que han limitado su recuperación y al aumentar la incertidumbre sobre el rumbo futuro de la economía. En la zona del euro, las diversas medidas acordadas por las autoridades para enfrentar la crisis continuaron siendo percibidas como insuficientes por los mercados, que demandaron avances más firmes hacia una integración fiscal y una unión bancaria de la zona del euro. Esto en adición a los considerables desafíos que aún enfrentan las autoridades para la implementación de las medidas descritas. De esta manera, los riesgos para la economía mundial siguieron incrementándose, al tiempo que tuvo lugar un deterioro de las perspectivas de crecimiento mundial. Por otra parte, la reversión de los flujos de capital incidió en el desempeño de las economías emergentes, las cuales en general se desaceleraron durante este periodo.

A pesar de haber enfrentado un entorno internacional especialmente adverso, durante el primer semestre de 2012, la economía mexicana continuó registrando una trayectoria positiva. No obstante, durante dicho periodo los mercados de los principales insumos para la producción siguieron presentando condiciones de holgura. Así, el crecimiento de la demanda registrado no se constituyó en una fuente de presiones sobre la inflación.

A lo largo del primer semestre de 2012 la inflación general anual promedio se mantuvo dentro del intervalo de variabilidad de más o menos un punto porcentual que determinó el Banco de México alrededor de la meta de 3 por ciento. Sin embargo, el impacto de los precios de algunos bienes agropecuarios que se vieron afectados por condiciones climáticas adversas ocasionaron un incremento en el nivel y volatilidad del indicador. La inflación subyacente que es una medida que refleja en mayor grado la tendencia de mediano plazo de la inflación permaneció relativamente estable en niveles considerablemente menores a los de la inflación general a lo largo del periodo de análisis.

Finalmente, es importante señalar que los sólidos fundamentos macroeconómicos de la economía mexicana fueron determinantes para mantener un ritmo de crecimiento sostenible, incluso ante un entorno internacional adverso. Sin embargo, dichos fundamentos son una condición necesaria, mas no suficiente, para alcanzar el crecimiento requerido para lograr niveles de desarrollo superiores en nuestro país. Por ello, es necesario avanzar en el cambio estructural de la economía que flexibilice la asignación de recursos hacia sus usos más productivos, que incremente la competencia en los mercados y que asegure una estructura de incentivos conducente a aumentar la productividad. Es importante mejorar el marco institucional a fin de brindar mayor seguridad y certidumbre jurídica a los agentes económicos, abatir los costos de transacción y estimular una mayor inversión productiva. Asimismo, es imprescindible propiciar un mercado laboral más flexible que movilice el factor trabajo a sus usos más productivos, facilite la adaptación de empresas y trabajadores a nuevos ciclos productivos y favorezca la creación de empleo. Adicionalmente, es indispensable promover reformas que incrementen el capital humano y eleven la productividad de los trabajadores y la calidad del empleo. Además del mayor bienestar de la población y el crecimiento económico, estas reformas favorecerían el mantenimiento de un ambiente de inflación baja y estable, ya que la mayor competencia de mercado conduciría a menores precios y los aumentos en productividad permitirían satisfacer tasas de crecimiento más altas de la demanda agregada sin generar presiones sobre los precios.