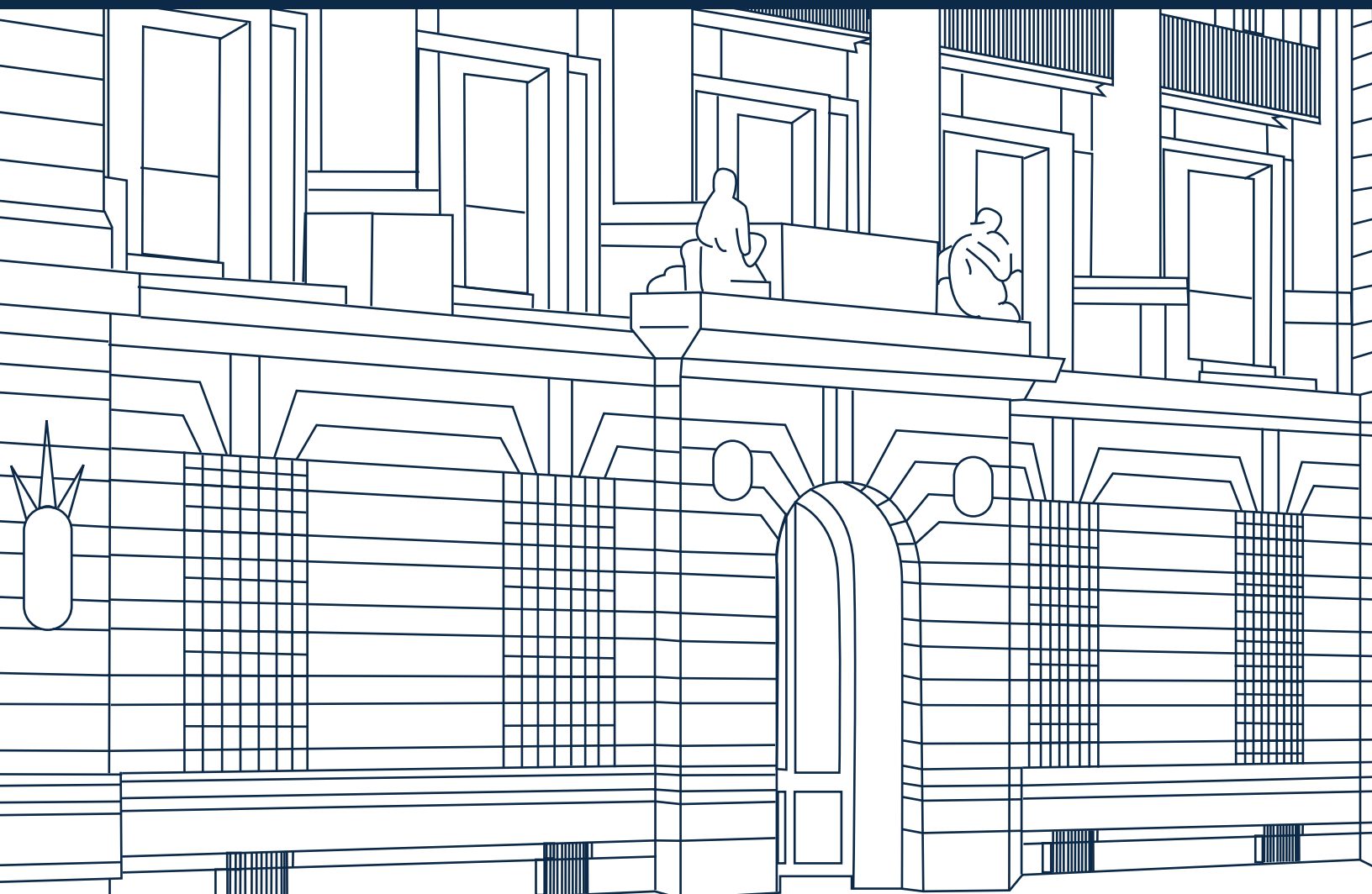


BANCO DE MÉXICO®

Minuta número 115

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la
decisión de política monetaria anunciada el 27 de marzo de 2025



1. LUGAR, FECHA Y ASISTENTES

1.1. Lugar: Reunión celebrada por enlaces virtuales.

1.2. Fecha de la sesión de la Junta de Gobierno:
26 de marzo de 2025.

1.3. Asistentes:

- Victoria Rodríguez Ceja, Gobernadora.
- Galia Borja Gómez, Subgobernadora.
- José Gabriel Cuadra García, Subgobernador.
- Jonathan Ernest Heath Constable, Subgobernador.
- Omar Mejía Castelazo, Subgobernador.
- Edgar Abraham Amador Zamora, Secretario de Hacienda y Crédito Público.
- María Elena Méndez Sánchez, Secretaria de la Junta de Gobierno.

Se hace constar que, en fechas anteriores a la celebración de esta sesión, se desarrollaron trabajos preliminares en los que se analizó el entorno económico y financiero, así como la evolución de la inflación, sus determinantes y perspectivas (ver anexo).

2. ANÁLISIS Y MOTIVACIÓN DE LOS VOTOS DE LOS MIEMBROS DE LA JUNTA DE GOBIERNO

Entorno Externo

Uno resaltó que el periodo entre decisiones se caracterizó por un incremento significativo en la incertidumbre en torno a cambios en la política comercial de Estados Unidos. Comentó que a la complejidad del panorama también contribuyeron las respuestas adoptadas por los países afectados. En este contexto, **algunos** mencionaron que se estima que durante el primer trimestre de 2025 la actividad económica global habría presentado un ritmo de crecimiento menor al registrado en el trimestre previo debido a un menor dinamismo tanto en economías avanzadas como emergentes. **Uno** señaló que las perspectivas de crecimiento para la actividad económica global se revisaron a la baja. **Otro** consideró que se ha acentuado el sesgo a la baja en el balance de riesgos para el crecimiento global.

Algunos notaron que se estima que el crecimiento de la actividad económica de Estados Unidos se haya moderado durante el primer trimestre del año, en parte debido a la pérdida de dinamismo del consumo privado. Al respecto, destacaron el deterioro en la confianza del consumidor y otros indicadores que apuntan a una posición financiera menos sólida de los hogares. **Uno** subrayó que el

mercado laboral en aquella economía muestra señales de relajación y que varios indicadores se han acercado a sus niveles prepandemia. Añadió que la moderación en el crecimiento económico también reflejaría una contribución negativa de las exportaciones netas asociada con compras anticipadas de suministros industriales ante los anuncios e implementación de aranceles a las importaciones. En este contexto, **algunos** indicaron que los pronósticos de crecimiento para este y el próximo año se revisaron ligeramente a la baja para dicha economía. **Uno** comentó que también para la economía china se espera una moderación en el primer trimestre. Observó que el gobierno de dicha economía ha anunciado que llevará a cabo una política fiscal más proactiva e impulsará la demanda doméstica mediante la recapitalización de los bancos estatales con el fin de fomentar el consumo de bienes duraderos.

Algunos mencionaron que el proceso desinflacionario global continuó avanzando y que las lecturas de inflación se han ido acercando a los objetivos establecidos por los respectivos bancos centrales. No obstante, **uno** añadió que este progreso continúa siendo gradual. **Otro** observó que, si bien en algunos casos la inflación general muestra ligeros repuntes asociados con incrementos en los subíndices de energía y ciertos bienes, la evolución de los precios del sector servicios comienza a mostrar señales de mejora. Así, **algunos** destacaron que en las economías avanzadas se ha registrado una disminución de la inflación de servicios y un aumento en la de mercancías desde niveles bajos. **Uno** indicó que de consolidarse dicha recomposición en la dinámica entre las inflaciones de bienes y servicios, representaría un avance importante en esta última fase del proceso desinflacionario global. **Otro** señaló que el avance continúa siendo diferenciado entre regiones, pues se han registrado disminuciones de la inflación en Asia, y movimientos mixtos en el resto de ellas.

Respecto de los precios de materias primas, **uno** indicó que presentaron un comportamiento diferenciado. Explicó que se registraron aumentos en los precios de los metales industriales debido en parte a compras adelantadas y en los de los metales preciosos reflejando la búsqueda de activos de refugio. Expresó que tanto los aranceles impuestos a varios metales como el riesgo de la imposición a otros han ocasionado el pago de un sobreprecio en los mercados de Estados Unidos relativo a los mercados de otros países. Notó que dicho sobreprecio no es atribuible a los costos por transporte de carga, los cuales incluso han

descendido en los últimos meses, sino que podría tratarse de uno de los primeros efectos al alza sobre la inflación ocasionados por los nuevos aranceles.

La mayoría observó que en su última decisión la Reserva Federal mantuvo sin cambio su tasa de referencia. Uno apuntó el anuncio sobre la reducción en el ritmo de disminuciones de su hoja de balance. **Algunos** indicaron que también destacó que la inflación permanece ligeramente elevada. **Uno** añadió la mención a que la actividad económica mantiene un ritmo de expansión sólido y que el desempleo se ha logrado estabilizar en niveles bajos. **La mayoría notó que en su comunicado resaltó que la incertidumbre en torno a las perspectivas económicas se ha incrementado.** Uno indicó que en línea con ello, las proyecciones de la Reserva Federal mostraron ajustes a la baja para el crecimiento económico y al alza para la inflación, al tiempo que el presidente de este organismo advirtió que los aranceles podrían retrasar el progreso en la dinámica de precios. No obstante, **algunos** comentaron que el presidente de dicha institución agregó que las afectaciones de la política comercial sobre la inflación podrían ser transitorias. **La mayoría coincidió en que los miembros del comité esperan que se realicen recortes adicionales a la tasa de fondos federales.** Uno añadió que las expectativas de recorte implícitas en instrumentos de mercado se incrementaron. **Otro** sostuvo que dicho banco central expresó preferir actuar con cautela ante la incertidumbre que prevalece en el ámbito comercial. **Uno** puntualizó que ese instituto central señaló que se mantiene atento a los riesgos para ambas partes de su mandato.

Sobre las decisiones de los bancos centrales de otras de las principales economías, **uno** afirmó que han adoptado un enfoque cauteloso y que han continuado sus ciclos de recortes de tasas, aunque con cierto grado de heterogeneidad en sus más recientes decisiones. **Algunos** comentaron que el Banco Central Europeo recortó sus tasas de referencia en 25 puntos base. **Uno** añadió que su Consejo de Gobierno describió la postura monetaria alcanzada como significativamente menos restrictiva. Agregó que su presidenta manifestó que se encuentran vigilantes para reaccionar hacia delante ante la evolución del entorno económico. **Algunos** mencionaron que el Banco de Canadá también realizó un recorte de 25 puntos base. **Uno** notó que dicho instituto central hizo hincapié en que la política monetaria no puede contrarrestar los efectos de una guerra comercial, por lo que evaluará con detenimiento la intensidad y temporalidad tanto

de las presiones a la baja sobre la inflación provocadas por una economía más débil como aquellas al alza derivadas de incrementos en costos. Respecto del Banco de Japón, **otro** afirmó que mantuvo su tasa sin cambios y que en este caso se prevén incrementos hacia delante. **Uno** consideró que, en adición a los posibles efectos sobre los precios derivados de los cambios en materia de política comercial, la evolución de las condiciones cíclicas en las distintas economías será un factor que sus respectivos bancos centrales tomarán en cuenta para sus decisiones de política monetaria hacia delante.

La mayoría resaltó el impacto en los mercados financieros internacionales resultante del escalamiento de las tensiones comerciales. Coincidió en que los principales índices accionarios estadounidenses mostraron disminuciones. Uno mencionó que registraron pérdidas tras haber presentado máximos históricos en meses previos. **Algunos** indicaron que la curva de rendimientos de bonos gubernamentales en esa economía mostró disminuciones. **Uno** apuntó que, en parte, ello refleja la expectativa de una desaceleración económica mayor en Estados Unidos. **Otro** especificó que la tasa del bono a 10 años revirtió parte del incremento registrado previo al cambio de administración. **La mayoría señaló que el dólar estadounidense presentó una depreciación generalizada frente a otras divisas.** Uno señaló que, en contraste, las bolsas de la Unión Europea presentaron ganancias impulsadas por el sector de defensa y las tasas aumentaron. Agregó que en otras regiones las variaciones fueron más moderadas, que se observó un desempeño mixto en las tasas en los países emergentes, en tanto que se presentaron incrementos generalizados en los seguros de protección contra incumplimiento.

Actividad Económica en México

Todos observaron que la actividad económica nacional ha continuado desacelerándose. En particular, la mayoría hizo notar que durante el cuarto trimestre de 2024 la actividad económica se contrajo. Apuntó que la contracción fue reflejo de reducciones en las actividades primarias y secundarias, mientras que las terciarias se desaceleraron. Uno resaltó que en 2024 en su conjunto la economía creció 1.5%, menos de la mitad de lo observado en los dos años previos. **Otro** enfatizó que la pérdida de dinamismo fue extensiva entre sectores. **Uno** observó que los componentes del PIB por el lado del gasto en el cuarto trimestre confirman una debilidad de la economía interna en

todas sus vertientes. Al respecto, **otro** indicó que la estimación puntual de la brecha del producto es negativa. Notó que el indicador de holgura de componentes principales también se ubica en terreno negativo, reflejando la ampliación de la medida más relacionada con el consumo. **Algunos** comentaron que la debilidad de la actividad económica nacional se habría acentuado en el primer trimestre de 2025. **Algunos** detallaron que el dato del IGAE para el mes de enero exhibió una variación mensual negativa y con ello sumó dos meses consecutivos de decrementos. **Uno** agregó que la estimación oportuna para el mes de febrero sugiere que la contracción se extenderá a dicho mes.

En el detalle por sectores, **algunos** indicaron que la actividad industrial se contrajo en enero. **Uno** explicó que este sector acumuló cinco meses consecutivos con variaciones negativas a tasa anual, lo que no se veía desde finales de 2020. **Algunos** agregaron que sus componentes presentaron atonía de manera generalizada. Destacaron la tendencia negativa de la construcción y de la minería y la falta de dinamismo de las manufacturas. **Uno** puntualizó que la incipiente tendencia a la baja en las manufacturas se explica por la trayectoria negativa en aquellas relacionadas con equipo de transporte y por la debilidad en el resto. En cuanto a los servicios, consideró que, si bien en el agregado aún presentan variaciones anuales positivas, los subsectores continúan reflejando una marcada heterogeneidad.

Respecto de la demanda interna, la mayoría mencionó que en el cuarto trimestre de 2024 el consumo se contrajo. **Uno** apuntó que dicha variación trimestral negativa es la primera después de 17 trimestres consecutivos con tasas positivas. **Algunos** señalaron que este comportamiento fue reflejo de la atonía en el consumo de bienes nacionales y la marcada tendencia a la baja en el de los importados. Comentaron que lo anterior fue parcialmente compensado por el crecimiento del de servicios, si bien este también se moderó. **Uno** añadió que indicadores oportunos como las ventas de la ANTAD, las ventas de vehículos ligeros y la estimación oportuna del consumo parecen indicar que la falta de dinamismo se habría extendido a los primeros meses de este año. **La mayoría también notó la contracción en la inversión del cuarto trimestre.** **Algunos** indicaron que esta suma varios meses con tasas de crecimiento negativas en el margen. **Uno** externó que parte de esta se explica por el componente de inversión en construcción no residencial.

En cuanto a la demanda externa, **uno** resaltó que las exportaciones manufactureras registraron debilidad. Sin embargo, **algunos** sostuvieron que han presentado cierta recuperación. **Uno** señaló que esto podría obedecer en parte a un adelanto de la demanda por productos mexicanos para evitar problemas de abasto en caso de una potencial imposición de aranceles. **Otro** precisó que en enero las exportaciones mostraron un aumento como resultado de un alza en las exportaciones no automotrices, mientras que las automotrices siguieron exhibiendo atonía.

La mayoría mencionó que se prevé que la actividad económica continúe mostrando debilidad hacia delante. **Uno** señaló que en el Informe Trimestral más reciente el pronóstico de crecimiento para el año en curso se ajustó a la baja. Consideró que este podría ubicarse en la parte inferior del intervalo estimado en dicho Informe, sin que necesariamente ya se tenga la expectativa de que sea negativo. **Algunos** mencionaron que la desaceleración en la actividad conduciría a una revisión a la baja en la proyección de crecimiento para el año en curso. **En este contexto, la mayoría señaló que se prevé que la economía mexicana muestre un mayor grado de holgura en el horizonte de pronóstico.** **Algunos** advirtieron que la probabilidad de que México esté entrando en una recesión ha aumentado. **Uno** reflexionó que en ese caso la brecha del producto sería más negativa y habría mayores condiciones de holgura.

La mayoría sostuvo que el balance de riesgos para la actividad económica se encuentra sesgado a la baja. Destacó que dicho sesgo se ha acentuado ante el entorno de incertidumbre y de tensiones comerciales. **Uno** resaltó que acciones como la reciente imposición de aranceles al contenido no producido en Estados Unidos en vehículos y autopartes puede inhibir la llegada de nuevas inversiones a México, con independencia de su duración y su permanencia. **Algunos** consideraron que hacia delante seguirá siendo relevante evaluar las repercusiones de distintas políticas arancelarias. Expresaron que la materialización de un escenario de aranceles altos y duraderos repercutiría en un debilitamiento de la demanda externa. **Uno** detalló que, considerando que alrededor del 80% de las exportaciones mexicanas tienen como destino Estados Unidos, ello representaría un choque importante para las mismas. **Otro** comentó que esto se sumaría a la ya anticipada debilidad en el consumo y la inversión. **Uno** notó que, en dicho escenario, el tipo de cambio nominal y real tenderían a depreciarse. Estimó que,

en teoría, ello moderaría una parte del impacto del choque sobre la demanda externa del país. No obstante, reflexionó que la literatura reciente ha encontrado que las exportaciones suelen facturarse en moneda extranjera y no en la divisa del productor. Así, advirtió que, ante la posibilidad de que diversas exportaciones mexicanas estén facturadas en dólares, la depreciación del tipo de cambio absorbería una proporción del choque menor a la prevista, lo cual implicaría un mayor riesgo a la baja para la actividad.

La mayoría destacó que el mercado laboral ha venido mostrando señales de enfriamiento. Enfatizó la desaceleración en la creación de empleos que se ha observado en los últimos meses. Algunos resaltaron en particular la del empleo formal. **Uno** añadió que las variaciones anuales de los puestos de trabajo afiliados al IMSS son cercanas a lo observado en episodios anteriores de profunda debilidad económica. Externó que la razón de ocupación a población en edad de trabajar y la tasa de participación han disminuido en comparación con el año pasado. **Algunos** indicaron que, considerando lo anterior, la tasa de desocupación se ha mantenido en niveles bajos. **La mayoría comentó que las tasas de variación de los salarios continúan moderándose desde los máximos alcanzados en 2022. Uno** precisó que en febrero pasado la tasa de crecimiento del salario nominal en el sector formal fue del 7.5%, por debajo del máximo de 11.5% alcanzado en 2022.

Inflación en México

La mayoría destacó el avance en la resolución del episodio inflacionario derivado de los choques globales. Algunos expresaron que los niveles en los que actualmente se encuentran las inflaciones general y subyacente ilustran lo anterior. **Uno** resaltó que estos niveles son similares a los observados antes de la pandemia y a sus respectivos promedios históricos. **Otro** aseveró que el desvanecimiento de estos choques se refleja en la inflación de mercancías, la cual se ubica considerablemente por debajo del máximo que alcanzó en el episodio inflacionario reciente, al igual que en la trayectoria descendente que exhibe la inflación de servicios. **Algunos** señalaron que otras métricas también reflejan la mejora en la dinámica inflacionaria, como la reducción en el porcentaje de productos específicos que cambian de precio.

La mayoría observó que en la primera quincena de marzo la inflación general se ubicó en 3.67%, nivel similar al que ha prevalecido desde principios de año. Algunos subrayaron que la

inflación general anual se encuentra dentro del intervalo de variabilidad alrededor de la meta. **Uno** externó que se debe mantener cautela en la lectura de la reducción reciente de la inflación. Comentó que, pese a que desde el inicio del año las inflaciones general y subyacente se ubican por debajo del 4%, prácticamente no se han registrado avances adicionales hacia la meta desde entonces.

Algunos destacaron que la inflación subyacente se ubicó en 3.56% en la primera quincena de marzo. **Uno** aseveró que la inflación subyacente ha mantenido una tendencia a la baja prácticamente desde inicios de 2023. Subrayó que desde enero del año pasado ha acumulado una caída de 120 puntos base. Por su parte, **otro** resaltó que se ha dado una ligera reducción desde la primera quincena de enero cuando se ubicó en 3.72%. **Uno** expresó que en el transcurso de 2025 se ha mantenido alrededor de su promedio histórico calculado para el periodo 2003-2019. **Otro** sostuvo que esta no ha mostrado avances adicionales hacia la meta recientemente y que en su última lectura se ubicó en un nivel similar al observado en la primera quincena de noviembre. **La mayoría indicó que la relativa estabilidad de la inflación subyacente en meses recientes responde a que la disminución en la inflación de servicios se ha visto contrarrestada por cierto aumento en la de mercancías. Uno** afirmó que esta recomposición en el interior de la inflación subyacente es favorable. Argumentó que las inflaciones tanto de mercancías como de servicios se desviaron de sus niveles de equilibrio de largo plazo ante las interrupciones ocasionadas por la pandemia y la reactivación rezagada de los servicios. Comentó que hacia delante la dinámica diferenciada entre dichos componentes seguirá observándose hasta que ambos se ubiquen en sus respectivos niveles de equilibrio de largo plazo.

En lo que respecta a la inflación de mercancías, **algunos** mencionaron que al ubicarse en 2.92% en la primera quincena de marzo continuó situándose por debajo de su promedio histórico. **Uno** recalcó que se encuentra alrededor de 100 puntos base por debajo del promedio mencionado. **Algunos** coincidieron en que aunque recientemente se ha observado un aumento de la inflación de mercancías este ha sido gradual y desde los niveles bajos descritos. Detallaron que este aumento ha sido conforme a lo anticipado. **Uno** señaló que las inflaciones de los genéricos de mercancías que tienen una mayor sensibilidad a los movimientos del tipo de cambio se han mantenido relativamente estables. **Otro** relacionó el aumento reciente en la inflación de las mercancías con el incremento de

algunos costos, como lo ilustra el índice de precios al productor de mercancías finales para consumo interno.

En cuanto a la inflación de servicios, la mayoría manifestó que recientemente se ha observado una dinámica más favorable en este componente. Uno señaló que acumula cinco meses y una quincena ubicándose por debajo de 5%. **Algunos** precisaron que en la primera quincena de marzo se situó en 4.25%, cifra que no se había registrado desde finales de 2021. **Uno** observó que desde enero de 2024 se ha reducido 100 puntos base de los cuales 85 han ocurrido en los últimos seis meses. Destacó que las variaciones mensuales anualizadas y desestacionalizadas han promediado 4.13 y 3.74% en los seis y tres meses más recientes, respectivamente. **Otro** comentó que la frecuencia con la cual las empresas del sector servicios ajustan sus precios ya se encuentra en valores similares a los registrados antes de la contingencia sanitaria, por lo que el proceso de formación de precios de este componente se ha ido normalizando. **Uno** manifestó que, si bien los principales subíndices de servicios se mantienen en niveles elevados y su reducción ha sido gradual, exhiben una inflación a la baja. **La mayoría destacó en particular la tendencia descendente en la inflación del rubro de los servicios distintos a la vivienda y la educación. Uno** apuntó dentro de estos servicios los de alimentación, transporte y automóvil, turismo y entretenimiento. **Otro** añadió que la inflación de este agregado, que representa cerca del 47% del total de servicios, ha descendido 135 puntos base en los últimos 6 meses. Por su parte, **uno** resaltó que el subíndice de vivienda, que tiene un peso importante en la canasta del INPC y puede ser especialmente persistente, ha presentado mejoras en sus lecturas recientes.

Algunos comentaron que la inflación no subyacente se ubicó en 3.89% en la primera quincena de marzo. **Uno** aseveró que se ha mantenido contenida en lo que va del año, luego de los choques que la afectaron durante la mayor parte de 2024. Mencionó que, en particular, tanto la inflación de agropecuarios como la de energéticos se sitúan por debajo de lo registrado a finales del año pasado.

La mayoría mencionó que de acuerdo con los pronósticos de inflación se continúa anticipando que la general converja a la meta en el tercer trimestre de 2026. Destacó que se anticipa que la inflación subyacente continúe disminuyendo. Uno mencionó que se prevé que converja al 3% en el segundo trimestre de 2026. **La mayoría señaló**

que la debilidad prevista de la actividad económica y mayores condiciones de holgura contribuirán a que el proceso de desinflación continúe. Puntualizó que las previsiones incorporan un incremento en la inflación de mercancías que sería más que compensado por una disminución en la de servicios. Al respecto, uno consideró que siendo que los precios de los servicios son más susceptibles a las condiciones cíclicas de la economía y a los costos laborales, las circunstancias económicas actuales son consistentes con que domine el efecto de la reducción de la inflación de servicios.

Algunos señalaron que las expectativas de inflación de corto y mediano plazo se han mantenido estables. No obstante, **uno** precisó que estas permanecen por encima de la meta del 3%. En este sentido, **algunos** refirieron que los consensos de expectativas no prevén mejoras en la inflación para fines de 2025 y 2026. **Así, la mayoría notó que las expectativas de los analistas del sector privado se ubican por encima de las previsiones del Banco de México. Uno** opinó que ello podría estar ocurriendo debido a que esperan un aumento de la inflación subyacente ante un incremento de la inflación de mercancías derivado de un posible traspaso cambiario que más que compensaría la caída en la inflación de los servicios. También señaló que diversos analistas esperan que el componente subyacente permanezca estable en los niveles actuales, lo que podría reflejar la utilización de modelos estadísticos que exhiben reversión a la media. Comentó que ello no toma en cuenta que el promedio histórico de la subyacente, similar a los valores actuales, se encuentra asociado con una postura monetaria expansiva, como la que, en promedio, prevaleció en el periodo previo a la pandemia. Puntualizó que entre 2008 y 2019 la tasa real ex ante promedió 1.44%, en contraste con la postura restrictiva actual. **Otro** notó que, si bien los analistas anticipan un repunte de la inflación desde los niveles actuales, factores como la debilidad económica y un bajo traspaso del tipo de cambio, podrían estar llevando a que estén subestimando los posibles avances en el proceso desinflacionario. **Algunos** apuntaron que desde 2023 han sobreestimado la trayectoria de la inflación, especialmente de la subyacente.

En este contexto, **uno** reflexionó que, pese al episodio inflacionario adverso, la respuesta firme del Instituto Central contuvo el deterioro de las expectativas de largo plazo, el cual fue menor que en episodios inflacionarios anteriores. Agregó que, en esta nueva etapa, el reto es lograr que las expectativas de inflación se ubiquen por debajo de

su promedio histórico. Por su parte, **otro** destacó que las expectativas de largo plazo muestran persistencia y mayor variabilidad y que, en particular, las del componente subyacente han aumentado en el margen. En lo referente a las expectativas provenientes de instrumentos de mercado, **algunos** indicaron una caída en la compensación por inflación y riesgo inflacionario implícita en los instrumentos de valores gubernamentales. Al respecto, **uno** precisó que la disminución fue ligera en los plazos de 10 y 20 años para los que se mantienen por encima de 4%, mientras que en los plazos menores o iguales a 3 años permanecen por debajo de 3.5%.

Algunos mencionaron que el balance de riesgos respecto de la trayectoria prevista para la inflación se mantiene sesgado al alza. **Sin embargo, la mayoría indicó que los riesgos a la baja han cobrado relevancia. Agregó que esto último obedece a la pérdida de dinamismo de la actividad económica.** **Uno** añadió que este riesgo se ha ido intensificando en el último año. Al respecto, **otro** apuntó que los riesgos al alza para la inflación se encuentran contenidos. En particular, **uno** comentó que el de una mayor depreciación cambiaria se ha mantenido estable. **Otro** señaló que la depreciación observada desde mediados de 2024 podría tener un impacto acotado en la inflación de mercancías en la medida en que los bienes de origen nacional representen sustitutos aunque imperfectos de los bienes de origen importado y en la medida en que el entorno de debilidad económica magnifique un efecto ingreso negativo, el cual podría operar relativamente rápido. Agregó que en este contexto el traspaso podría ser gradual como se ha observado en episodios anteriores. Recordó que en el periodo de 2015-2016 los menores costos de telecomunicaciones contribuyeron a compensar el efecto de la depreciación, mientras que en esta ocasión podría ser la atonía de la actividad económica lo que induzca el ajuste gradual en la inflación de mercancías. No obstante, **uno** advirtió que no se puede tomar como dado que la subyacente retomará su tendencia a la baja. Por su parte, **otro** estimó que incluso considerando un escenario adverso en el que los precios de las mercancías tuvieran incrementos a un mayor ritmo que el previsto la inflación subyacente se mantendría debajo de 4%, lo que confirma la nueva fase en que se encuentra la inflación. Finalmente, **uno** resaltó que percibe riesgos en el pronóstico de la inflación no subyacente, dado que siempre se presentan choques no anticipados como los climáticos o de la gripe aviar que afectan a los precios de productos agropecuarios. Detalló que de presentar choques al alza, estos podrían durar meses, en independencia

de la posición cíclica de la economía y de la postura monetaria. Por ello, opinó que un factor de riesgo del pronóstico de inflación no subyacente es que tanto el promedio como la volatilidad de la tasa anual de dicho pronóstico sean la mitad y una tercera parte respectivamente de lo observado históricamente.

La mayoría notó que los riesgos asociados con las modificaciones de política comercial en Estados Unidos tendrían repercusiones tanto al alza como a la baja para la inflación. Señaló que por un lado se acentúa la posibilidad de una mayor depreciación cambiaria y por el otro se incrementa el riesgo de un mayor debilitamiento económico. **Algunos** puntualizaron que este último sería de mayor duración, por lo que cobraría mayor relevancia e induciría una atenuación de las presiones inflacionarias hacia delante. Al respecto, **uno** agregó que, en particular, la reducción asociada que podría observarse en el empleo formal y en el crecimiento de los salarios disminuye los riesgos de presiones de costos. **Otro** indicó que además la colocación en el mercado interno de productos mexicanos que se hubieran exportado a Estados Unidos tendería a atenuar las presiones inflacionarias. En contraposición, **algunos** mencionaron que ante la imposición de aranceles es de esperarse que los precios de las mercancías importadas se incrementen debido a la depreciación de la moneda. **Uno** añadió que en caso de que se implementen dichas políticas se esperaría una ampliación de la brecha negativa del producto induciendo menores presiones inflacionarias.

Entorno Macrofinanciero

La mayoría notó que desde la pasada decisión de política monetaria el peso mexicano presentó cierta apreciación a pesar de los anuncios de modificaciones en materia comercial por parte de Estados Unidos, si bien operó en un rango amplio. Observó que las condiciones de operación de la moneda nacional permanecieron ordenadas e incluso mostraron mejorías durante el periodo. **Algunos** señalaron que los diferenciales de compra-venta y otras medidas de volumen y profundidad también exhibieron mejorías. **Uno** anotó que las volatilidades implícitas en los mercados de opciones disminuyeron, aunque permanecen en niveles por arriba de los observados para otras monedas comparables. Añadió que se observó una menor demanda por coberturas contra posibles depreciaciones. **Otro** apuntó que el comportamiento favorable del peso mexicano podría atribuirse a la percepción de que se evitará un escenario adverso para México en materia comercial. En particular,

externó que considera que un escenario de imposición de aranceles elevados y permanentes a todas las importaciones de Estados Unidos provenientes de México tiene poca probabilidad de materializarse. Agregó que es posible que las medidas comerciales estén siendo utilizadas como un instrumento de negociación. **Algunos** mencionaron que el atractivo de la moneda nacional prevalece debido al diferencial ajustado por riesgo más elevado que el de otras monedas y a los sólidos fundamentos macroeconómicos del país. **Uno** subrayó que el tipo de cambio real multilateral se ha ubicado en niveles semejantes a los observados en 2014, a pesar de la depreciación experimentada en meses recientes. **Algunos** comentaron que no se puede descartar la posibilidad de que una reversión del debilitamiento que se ha observado del dólar estadounidense afecte al peso mexicano.

Respecto del mercado de renta fija, la mayoría apuntó que las tasas de interés de valores gubernamentales registraron disminuciones en todos sus plazos. Destacó que las reducciones más pronunciadas se observaron en los bonos de menor plazo. Uno indicó que dichas disminuciones respondieron a las expectativas sobre la política monetaria. Agregó que, al igual que las tasas nominales, las tasas reales también presentaron disminuciones a lo largo de toda la curva. **Algunos** notaron que se observaron entradas de capital relevantes en los bonos con vencimientos a largo plazo. **Uno** mencionó que las primas de riesgo soberano registraron pocos cambios.

Uno opinó que ante la solidez de los fundamentos macroeconómicos del país los riesgos que un escenario de aranceles altos, generalizados y duraderos pudieran representar para la estabilidad financiera del país están acotados. Subrayó que el sistema bancario del país cuenta con niveles de capitalización que cumplen holgadamente con los requerimientos regulatorios y con amplia liquidez en moneda nacional y extranjera. Añadió que las instituciones bancarias no presentan descálces cambiarios en sus hojas de balance. Asimismo, indicó que las empresas con pasivos en moneda extranjera, principalmente en dólares estadounidenses, también generan ingresos en dicha divisa, lo que les permite enfrentar fluctuaciones cambiarias. Recalcó además que el mercado de derivados financieros está desarrollado y permite a las empresas cubrirse frente al riesgo cambiario. Apuntó que las cuentas externas del país son sostenibles, ya que el déficit en cuenta corriente es moderado y plenamente financiable. Finalmente, agregó que las reservas internacionales son

adecuadas y, de ser necesario, podrían complementarse con la Línea de Crédito Flexible del FMI.

Política Monetaria

La Junta de Gobierno juzgó que el proceso desinflacionario ha continuado avanzando y reiteró que el combate a la inflación se encuentra en una etapa en la cual se buscará llevarla de los niveles actuales, alrededor de sus promedios históricos previo a la pandemia, a la meta de 3%. Valoró que niveles de la tasa de referencia menores a los que demandaron los choques globales son consistentes con los desafíos que presenta esta fase, incluyendo el posible impacto de los cambios de las políticas comerciales a nivel global. Tomando en cuenta el actual panorama inflacionario, y el grado de restricción monetaria prevaleciente, la Junta de Gobierno con la presencia de todos sus miembros, decidió por unanimidad reducir en 50 puntos base el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día a un nivel de 9.00%.

La Junta de Gobierno estima que hacia delante podría continuar con la calibración de la postura monetaria y considerar ajustarla en magnitud similar. Prevé que el entorno inflacionario permita seguir con el ciclo de recortes a la tasa de referencia, si bien manteniendo una postura restrictiva. Tomará en cuenta los efectos de la debilidad de la actividad económica, así como la incidencia de la postura monetaria restrictiva que se ha mantenido y la que siga imperando sobre la evolución de la inflación a lo largo del horizonte en el que opera la política monetaria. Las acciones que se implementen serán tales que la tasa de referencia sea congruente, en todo momento, con la trayectoria requerida para propiciar la convergencia ordenada y sostenida de la inflación general a la meta de 3% en el plazo previsto. El Banco Central reafirma su compromiso con su mandato prioritario y la necesidad de perseverar en sus esfuerzos por consolidar un entorno de inflación baja y estable.

Un miembro recordó que las acciones que se implementaron durante el episodio inflacionario reciente estuvieron enfocadas en contener las presiones inflacionarias y en preservar el anclaje de las expectativas de inflación de mayor plazo. Agregó que a partir de la reunión de febrero se inició un proceso de calibración, considerando que la política monetaria está en una nueva fase en la que el objetivo es llevar a la inflación de sus niveles actuales a la meta de 3%. Sobre la calibración,

comentó que, en primer lugar, tiene como objetivo hacer eficiente la convergencia de la inflación ante presiones de precios que son menores y de naturaleza distinta a las que resultaron de los choques globales. Sostuvo que, en segundo lugar, esta calibración también estaría respondiendo a las menores presiones inflacionarias que son resultado del deterioro que se ha presentado en la actividad económica y sus perspectivas. Externó que, en tercer lugar, ha mejorado el sesgo del balance de riesgos respecto de la trayectoria prevista para la inflación. Apuntó en cuarto lugar el debilitamiento generalizado que se ha observado del dólar estadounidense. Destacó que estos elementos contribuyen a mitigar las presiones inflacionarias. Comentó que, tras la pasada decisión de la Junta de Gobierno, la tasa real ex ante se ubicó en un nivel de 5.6%, aún visiblemente por encima del intervalo de neutralidad de 1.8 a 3.6%. Preciso que, considerando el límite superior de dicho intervalo, la brecha de la tasa real ex ante es de 2 puntos porcentuales. Expuso que las brechas de las inflaciones general y subyacente son actualmente de 0.67 y 0.56 puntos porcentuales. Por tanto, consideró que el nivel de la tasa real ex ante para hacer frente a esta brecha de inflación es elevado, y que se tiene espacio para continuar con el proceso de calibración. Juzgó que hacia delante se podrían realizar ajustes de magnitud similar al de la decisión actual, si bien manteniendo una postura monetaria restrictiva. Argumentó que las próximas decisiones de política monetaria deben basarse en el análisis profundo del panorama inflacionario y sus previsiones. Comentó que es indispensable evitar especulaciones y resaltó la necesidad de analizar integralmente las medidas arancelarias implementadas o las que se lleguen a materializar, incluyendo posibles excepciones o tratamientos preferenciales diferenciados por región. Agregó que, a la vez, es indispensable no perder de vista el notable progreso en el proceso desinflacionario. Aseveró que la política monetaria continuará enfocada en la estabilidad de precios y resaltó que ello es un elemento crucial del marco de política macroeconómica del país. Sostuvo que la Junta de Gobierno seguirá tomando decisiones con el firme compromiso de procurar la convergencia de la inflación a la meta de 3% en el horizonte de pronóstico.

Otro miembro señaló que la inflación continúa dentro del intervalo de variabilidad y que, si bien sus lecturas aún son superiores al 3%, sus variaciones trimestrales desestacionalizadas y anualizadas ya oscilan en torno a la meta, al tiempo que los pronósticos de inflación no cambiaron respecto de la

decisión anterior y que las expectativas de inflación se mantuvieron ancladas. Sobre la imposición de aranceles por parte de Estados Unidos, reflexionó que plantea retos para la conducción de la política monetaria. En el corto plazo, consideró que ha aumentado la incertidumbre y que este tipo de choques suele dificultar la toma de decisiones de los agentes económicos, propiciando volatilidad financiera, que a su vez provoca mayor aversión al riesgo y endurecimiento de las condiciones financieras globales. Estimó que lo anterior podría incrementar la demanda de activos considerados seguros y causar una depreciación cambiaria significativa en economías pequeñas y abiertas como la mexicana. Argumentó que, sin embargo, debido a que las políticas comerciales están siendo asimétricas entre varias economías, y a la poca certeza sobre su duración y extensión, los ajustes cambiarios están siendo diferenciados, y que en México las condiciones de operación han permanecido estables y ordenadas, favorecidas por los sólidos fundamentos macroeconómicos del país, incluyendo una política monetaria responsable. Expresó, en segundo lugar, que las señales de debilidad económica se han intensificado. Especificó que los riesgos al alza para la inflación se encuentran contenidos y que sus determinantes son consistentes con la convergencia a la meta en el horizonte de pronóstico. Para el mediano plazo, externó que si la imposición de aranceles persiste podría reducirse la demanda externa y causar una depreciación del peso mexicano y una contracción mayor de la economía. Detalló que se podrían observar presiones inflacionarias temporales, aunque la mayor holgura induciría menores presiones hacia delante. Sostuvo que en el largo plazo la reconfiguración del comercio global podría derivar en cambios estructurales, incluyendo en la formación de precios. Señaló que, bajo este contexto, la contribución de los bancos centrales debe ser mantener un compromiso claro con su mandato de estabilidad de precios y asegurar que sus regímenes monetarios tengan la flexibilidad necesaria para adaptarse a los potenciales cambios estructurales. De esta manera, estimó que la disminución de la tasa de interés en 50 puntos base es congruente tanto con la información disponible, como con los efectos que puedan derivarse de los cambios en las políticas comerciales, lo que permite que la postura monetaria absoluta se dirija hacia un nivel más eficiente para administrar los riesgos en ambos lados del balance.

Un miembro señaló que los niveles actuales de inflación ilustran el avance en la resolución del episodio inflacionario derivado de los choques

globales. Resaltó que la desaceleración económica se acentuó. Opinó que la variación anual del PIB en 2025 podría ubicarse en la parte inferior del intervalo publicado en el último Informe Trimestral. Estimó que el enfriamiento de la actividad, que es determinante de la inflación, contribuya a la desinflación. Dado el entorno macroeconómico juzgó apropiado un recorte de 50 puntos base. Reiteró que ya no se requiere del nivel de restricción que demandaron los choques globales. Como un ejemplo, indicó que, en congruencia con el canal de tasas de interés, el ciclo alcista condujo a un traspaso prácticamente completo de la tasa objetivo a las tasas que los bancos comerciales cobran a las empresas. Agregó que las empresas sin acceso al crédito bancario también pueden verse afectadas por los niveles de estas tasas mediante el crédito de proveedores que otorgan empresas que, a su vez, se financian con la banca. Consideró apropiado que tales tasas disminuyan en cierta medida, dada la ralentización de la demanda agregada y las menores presiones sobre los precios que ello implica. Subrayó que la evolución ordenada de los mercados financieros nacionales también favorece la disminución planteada de la tasa. Mencionó que ante las condiciones macroeconómicas previstas es plausible que en la siguiente reunión pudiera implementarse un recorte de igual magnitud. Sobre un escenario potencial de aranceles altos, generalizados y duraderos a las exportaciones mexicanas a Estados Unidos, subrayó que sería un choque desfavorable a la demanda de exportaciones y que una depreciación real mitigaría parte del mismo. Sobre la inflación, puntualizó que la mayor desaceleración económica moderaría aún más la demanda interna. Apuntó que ante una depreciación permanente sería previsible que los precios de los bienes comerciables aumenten respecto de los precios de los no comerciables y que este ajuste en precios relativos, de una sola vez, se refleje transitoriamente en la inflación medida con el INPC. Argumentó que esto podría darse gradualmente. Comentó que según la literatura reciente la magnitud del traspaso depende de la naturaleza del choque que originó la depreciación, y que la imposición de aranceles, al ser un choque desfavorable a la demanda, implicaría un traspaso menor que con otras perturbaciones. Agregó que la fragmentación del comercio internacional cambiaría la importancia relativa de los determinantes de inflación, y factores domésticos, como la holgura, tendrían mayor relevancia. Sostuvo que, aunque pudiera reducirse la tasa, debe procurarse que un eventual ajuste en precios relativos ocurra sin contaminar la formación de precios y que, para ello, aun con los recortes en el año, la postura tendría que permanecer restrictiva.

Otro miembro argumentó que ahora, a diferencia de decisiones anteriores, la magnitud anticipada de la debilidad económica es tal que realmente debería contribuir a contener las presiones inflacionarias. Consideró que por ello no se requiere mantener la postura monetaria excesivamente restrictiva de los últimos años, abriendo espacio a la recalibración. No obstante, advirtió que la desaceleración económica por sí misma no garantizará el cumplimiento de la meta en el horizonte de pronóstico. Añadió que la elevada incertidumbre proveniente del exterior merece que se proceda con prudencia. Estimó que el espacio para el relajamiento de la postura monetaria podría ser menor hacia delante. Explicó que ello, en primer lugar, porque no se puede comparar la postura actual con la del pasado. Sostuvo que niveles de inflación similares a los presentes correspondieron a posturas monetarias menores debido a contextos menos complejos. En segundo lugar, opinó que si la inflación actual persiste en los mismos niveles para fines de este año y el entrante, como anticipan los analistas, no será posible seguir reduciendo la postura monetaria como lo anticipa el mercado. En tercer lugar, afirmó que en el corto plazo hay espacio para actuar de manera independiente a la Reserva Federal, dado que el diferencial de tasas de interés con Estados Unidos todavía es amplio. Sin embargo, externó que eventualmente dicho diferencial de tasas no podrá ubicarse significativamente por debajo de su promedio histórico, especialmente en un contexto de alta incertidumbre. Comentó que por el momento no hay evidencia de que el balance de riesgos para la inflación y su trayectoria prevista pudieran verse afectadas por los anuncios de las medidas arancelarias. Mencionó que por ello la decisión de política monetaria en esta ocasión no tendría que ser distinta respecto de una que considerara mayores medidas comerciales. Por otra parte, argumentó que dada la relevancia del canal de expectativas el contexto actual exige una firme determinación para cumplir con el mandato primario de estabilidad de precios. Señaló que en las próximas decisiones el relajamiento de la postura monetaria dependerá de los efectos del panorama económico sobre la inflación y deberá estar en función de la evolución de los datos. Sugirió que en la guía prospectiva se destaque que la nueva información se tomará sin premura y con cautela. Indicó que también debiera comunicarse que este Instituto Central mantendrá una restricción monetaria consistente con la incertidumbre actual del panorama inflacionario y con el efecto de las condiciones cíclicas sobre los precios, a fin de garantizar el cumplimiento del mandato prioritario.

Un miembro consideró que el entorno macroeconómico, los niveles de inflación, su dinámica y la evolución de sus determinantes permiten continuar calibrando la postura monetaria. Aseveró que ello es coherente con una convergencia eficiente de la inflación a la meta. Sobre la política arancelaria de Estados Unidos, reiteró que se desconoce el alcance y temporalidad de los cambios propuestos y en caso de materializarse escenarios más adversos, si bien estos tendrían efectos en ambos lados del balance, predominaría el sesgo a la baja para la inflación. Agregó que los efectos de la incertidumbre derivados hasta ahora de dicha política ya se han reflejado en un debilitamiento adicional de la economía. Indicó que dichos efectos en conjunto apuntan en la misma dirección, lo cual representa una señal precisa para la conducción de la política monetaria. Añadió que, ante un relajamiento de las condiciones de holgura mayor a lo previsto, persistencia en el sesgo a la baja del balance de riesgos para el crecimiento, y un mayor debilitamiento del consumo ante el enfriamiento del mercado laboral, el traspaso a los precios de una depreciación adicional y de otros incrementos en los costos podría ser acotado. Asimismo, recordó que el valor de la moneda nacional respecto al dólar se ha mantenido relativamente estable, a pesar de la incertidumbre prevaleciente. Al mismo tiempo, afirmó que diversas métricas reflejan la mejora en la dinámica inflacionaria. Opinó que el panorama inflacionario se encuentra en una nueva etapa. Al respecto, argumentó que, si bien pareciera que el progreso en la desinflación se ha estancado, la recomposición favorable entre la inflación de servicios y la de mercancías constituye un avance. Puntualizó que no es el papel de la política monetaria evitar dicho proceso de normalización sino procurar que este sea ordenado. Expuso que en el episodio inflacionario reciente la brecha entre la inflación general y la meta llegó a ser de 570 puntos base y actualmente se ubica en 67 puntos base. Preciso que dicho episodio requirió que se estableciera una tasa real ex ante de 400 puntos base por encima del rango superior de neutralidad, la cual se mantiene 200 puntos base por arriba de dicho rango. Indicó que, en este sentido, la postura actual es restrictiva dados los niveles en los que ha fluctuado la inflación en meses recientes. Por ello, estimó que hacia delante se podría continuar con ajustes en la tasa objetivo de la misma magnitud para propiciar una convergencia ordenada de la inflación a la meta.

3. DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

La Junta de Gobierno juzgó que el proceso desinflacionario ha continuado avanzando y reiteró que el combate a la inflación se encuentra en una etapa en la cual se buscará llevarla de los niveles actuales, alrededor de sus promedios históricos previo a la pandemia, a la meta de 3%. Valoró que niveles de la tasa de referencia menores a los que demandaron los choques globales son consistentes con los desafíos que presenta esta fase, incluyendo el posible impacto de los cambios de las políticas comerciales a nivel global. Tomando en cuenta el actual panorama inflacionario, y el grado de restricción monetaria prevaleciente, la Junta de Gobierno con la presencia de todos sus miembros, decidió por unanimidad reducir en 50 puntos base el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día a un nivel de 9.00%.

La Junta de Gobierno estima que hacia delante podría continuar con la calibración de la postura monetaria y considerar ajustarla en magnitud similar. Prevé que el entorno inflacionario permita seguir con el ciclo de recortes a la tasa de referencia, si bien manteniendo una postura restrictiva. Tomará en cuenta los efectos de la debilidad de la actividad económica, así como la incidencia de la postura monetaria restrictiva que se ha mantenido y la que siga imperando sobre la evolución de la inflación a lo largo del horizonte en el que opera la política monetaria. Las acciones que se implementen serán tales que la tasa de referencia sea congruente, en todo momento, con la trayectoria requerida para propiciar la convergencia ordenada y sostenida de la inflación general a la meta de 3% en el plazo previsto. El Banco Central reafirma su compromiso con su mandato prioritario y la necesidad de perseverar en sus esfuerzos por consolidar un entorno de inflación baja y estable.

4. VOTACIÓN

Victoria Rodríguez Ceja, Galia Borja Gómez, José Gabriel Cuadra García, Jonathan Ernest Heath Constable y Omar Mejía Castelazo votaron a favor de disminuir el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día a un nivel de 9.00%.

ANEXO*

La información presentada en este Anexo fue elaborada para esta sesión por las Direcciones Generales de Investigación Económica y de Operaciones de Banca Central, ambas del Banco de México, y no necesariamente refleja las consideraciones de los miembros de la Junta de Gobierno respecto de su decisión de política monetaria.

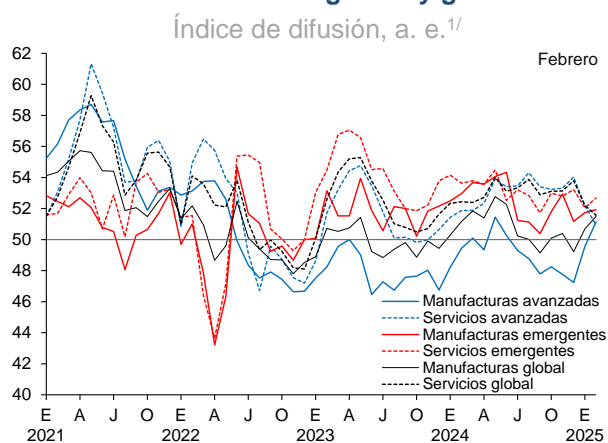
A.1. Condiciones externas

A.1.1. Actividad económica mundial

Se estima que durante el primer trimestre de 2025 la actividad económica global se haya expandido a un ritmo menor al observado en el trimestre anterior. Las perspectivas de crecimiento global para este periodo, incluidas las de Estados Unidos, se revisaron a la baja. En general, tanto para el grupo de economías avanzadas como para el de emergentes se pronostica una tasa de crecimiento inferior a la del cuarto trimestre del año pasado, principalmente por un menor dinamismo de la actividad económica en Estados Unidos y en China. Los índices de gerentes de compras de febrero apuntan a que el sector servicios se mantendrá en expansión en el nivel global, aunque a un ritmo más moderado en las economías avanzadas (Gráfica 1). Dichos índices también sugieren un avance de la actividad manufacturera en el nivel global. Desde la última decisión de política monetaria en México, el panorama del comercio mundial se mantuvo incierto. El gobierno de Estados Unidos anunció una serie de medidas arancelarias a varios de sus principales socios comerciales. Algunas de estas medidas ya entraron en vigor, tales como los aranceles sobre algunos metales industriales, sobre productos chinos en general, y sobre bienes mexicanos y canadienses comerciados fuera del marco del T-MEC. Ello ha generado represalias por parte de algunos de sus socios comerciales. Además, Estados Unidos anunció que a partir del 2

de abril impondrá medidas que ha denominado de reciprocidad y señaló que desde el 3 de abril aplicará un arancel del 25% sobre automóviles. En este contexto, los riesgos globales continuaron acentuándose. Destacan el escalamiento de las tensiones comerciales y el agravamiento de los conflictos geopolíticos, con posibles impactos en la inflación, en el debilitamiento económico y en la volatilidad en los mercados financieros.

Gráfica 1
Índice de gerentes de compras de producción y actividad para economías avanzadas, economías emergentes y global



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

1/ El índice varía entre 0 y 100 puntos. Una lectura por encima de 50 puntos indica una expansión y por debajo de 50 sugiere una contracción. Una lectura igual a 50 puntos señala que no se mostró cambio.

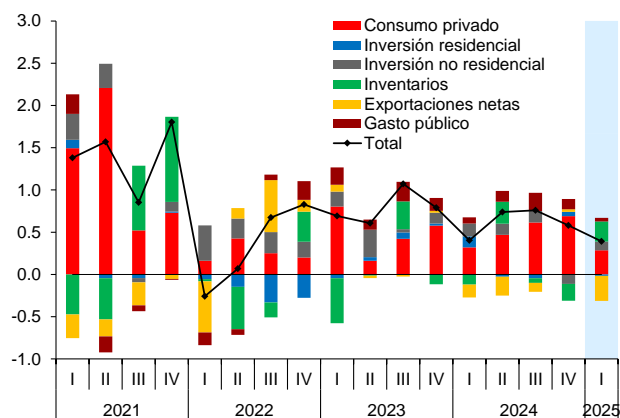
Fuente: IHS Markit.

En Estados Unidos, los indicadores disponibles sugieren que la actividad económica se moderaría en el primer trimestre de 2025 en relación con el cuarto trimestre de 2024, periodo en el que se expandió 0.6% a tasa trimestral ajustada por estacionalidad (Gráfica 2).¹ Este desempeño a principios de año reflejaría, en gran medida, una contribución negativa de las exportaciones netas y una desaceleración del consumo privado.

* Nota: En la versión electrónica de este documento se puede obtener la información que permite generar todas las gráficas y tablas que contiene dando clic sobre ellas, con excepción de aquella que no es producida ni elaborada por el Banco de México.

¹ Expresada como tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad, la variación del PIB de Estados Unidos fue de 2.3% en el cuarto trimestre de 2024.

Gráfica 2
EUA: PIB real y sus componentes
 Variación trimestral en por ciento y contribuciones en puntos porcentuales, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Nota: El área sombreada hace referencia a los pronósticos de Blue Chip Econometric Detail de marzo 2025.

Fuente: Bureau of Economic Analysis (BEA) y Blue Chip.

La producción industrial en Estados Unidos creció 0.7% a tasa mensual ajustada por estacionalidad en febrero, tras haber aumentado 0.3% en enero. Ello se debió principalmente al incremento de 0.9% en la manufactura. Se observó un mayor crecimiento en el rubro de vehículos de motor y autopartes. También se presentó una normalización del sector aeroespacial, el cual recuperó su nivel de producción previo a las interrupciones ocasionadas por la huelga en dicha industria que finalizó en noviembre. Asimismo, la minería repuntó 2.8% en febrero, después de haberse contraído 3.2% en enero. En contraste, el sector de generación de electricidad y gas retrocedió 2.5%. Los índices de gerentes de compras sugieren que la producción manufacturera mostraría un retroceso en marzo.

En Estados Unidos, el mercado laboral permaneció en general en condiciones cercanas al equilibrio. La nómina no agrícola se ubicó en 151 mil nuevas plazas en febrero, nivel similar al promedio de 2019. El número de plazas vacantes aumentó de 7.5 millones en diciembre a 7.7 millones en enero. Las solicitudes iniciales del seguro de desempleo se mantuvieron en niveles bajos. En la semana que concluyó el 15 de marzo se situaron en 223 mil nuevas solicitudes. La tasa de desempleo aumentó ligeramente de 4.0% en enero a 4.1% en febrero, de modo que continuó en niveles bajos. Por último, el

crecimiento de los salarios siguió relativamente estable y a un ritmo más sostenible que en el inicio de la recuperación de la pandemia. En febrero, las remuneraciones promedio por hora aumentaron marginalmente a 4.1%, luego de crecer 4.0% en enero.² Funcionarios de la Reserva Federal han señalado que no consideran que el mercado laboral sea una fuente significativa de presiones inflacionarias.

La economía de la zona del euro se habría mantenido prácticamente estancada en el primer trimestre del año, luego de que en el cuarto trimestre de 2024 el PIB de la región aumentara 0.2% a tasa trimestral ajustada por estacionalidad.³ Los indicadores disponibles más recientes apuntan a una desaceleración del sector servicios y a que la actividad manufacturera continuaría mostrando atonía. En cuanto a su mercado laboral, este ha mostrado signos en la dirección de relajamiento, si bien continúa robusto. La tasa de desempleo permaneció en 6.2% en enero, de modo que se mantuvo en niveles históricamente bajos. Sin embargo, se aprecia una desaceleración del empleo, toda vez que este creció apenas 0.1% en el último trimestre de 2024 e indicadores prospectivos de encuestas sugieren que este bajo dinamismo habría persistido en los primeros dos meses de 2025.

En cuanto al conjunto del resto de las principales economías avanzadas, se espera que en el primer trimestre de 2025 estas habrían crecido a un ritmo menor que el del trimestre previo. Los mercados laborales de algunas de estas economías han mostrado señales de relajamiento, si bien en general han continuado exhibiendo solidez.

Se prevé que en el primer trimestre del año el conjunto de las principales economías emergentes habría mostrado un crecimiento inferior al del cuarto trimestre de 2024. Este sería el caso de China. Su actividad habría crecido a un ritmo menor al 1.6% a tasa trimestral ajustada por estacionalidad registrado el trimestre anterior.⁴ Durante el primer bimestre del año, las exportaciones de ese país mostraron una desaceleración en relación con los tres meses previos. Por su parte, las ventas al menudeo y la inversión fija acumulada mostraron un avance durante el primer bimestre en comparación con diciembre de 2024. En la Asamblea Popular

² Remuneraciones promedio por hora de producción y empleados no supervisores.

³ Expresada como tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad, la variación del PIB de la zona del euro fue de 0.9% en el cuarto trimestre de 2024.

⁴ Expresada como tasa anual, la variación del PIB de China fue de 5.4 en el cuarto trimestre de 2024.

Nacional que se llevó a cabo a principios de marzo se anunció el objetivo de crecimiento para 2025 de alrededor del 5% a tasa anual, manteniéndose igual que el de los dos años previos. Asimismo, se enfatizó que la principal prioridad del gobierno de ese país durante este año será impulsar la demanda interna. En este sentido, indicaron que los estímulos para este año serán mayores a los implementados en 2024 y que el déficit fiscal sería más amplio que en años anteriores. Ello en un contexto en el que la economía china continúa enfrentando importantes desafíos derivados de la debilidad de su sector inmobiliario y de su demanda interna.

Desde la última decisión de política monetaria en México, los precios internacionales de las materias primas mostraron un comportamiento a la baja, con excepción de las referencias de los metales. Los precios del petróleo disminuyeron debido a las preocupaciones de que la imposición de aranceles por parte de Estados Unidos y la respuesta de sus socios comerciales pudiera desacelerar la actividad económica global. Adicionalmente, a principios de marzo las cotizaciones retrocedieron tras la decisión de la Organización de Países Exportadores de Petróleo y aliados (OPEP+) de aumentar su producción a principios de abril. No obstante, dicha tendencia a la baja se revirtió parcialmente en marzo ante la posibilidad de que Estados Unidos imponga nuevas restricciones al crudo de Rusia, Irán y Venezuela, así como por el anuncio sobre medidas de estímulo por parte de las autoridades chinas para impulsar su economía. En un contexto de una posible amplia oferta de crudo, hacia finales de marzo la OPEP+ revirtió su plan inicial y anunció que ahora reducirá su producción mensualmente a partir de abril y hasta junio de 2026.

En cuanto a los precios de referencia del gas natural, estos exhibieron un comportamiento diferenciado entre regiones. En el caso particular de Europa y Asia, las cotizaciones disminuyeron y mostraron sensibilidad ante la posible negociación para poner fin al conflicto en Europa del Este. Por su parte, la cotización estadounidense se incrementó debido a una mayor demanda en ese país. Hacia la tercera semana de febrero dicho precio exhibió un pronunciado y transitorio incremento como consecuencia de fenómenos meteorológicos adversos en Estados Unidos.

Las cotizaciones de granos disminuyeron debido, en parte, a la expectativa de una mayor superficie cultivada en Estados Unidos y a condiciones climáticas más favorables en Sudamérica. Adicionalmente, los precios cayeron ante preocupaciones sobre un posible exceso de oferta de granos en los mercados globales derivado de la imposición de aranceles por parte de China y Canadá a las importaciones agrícolas provenientes de Estados Unidos. Ello en represalia a las medidas arancelarias impuestas por Estados Unidos. La incertidumbre sobre la posible adopción de medidas similares por parte de otros socios comerciales también influyó en dicho comportamiento.

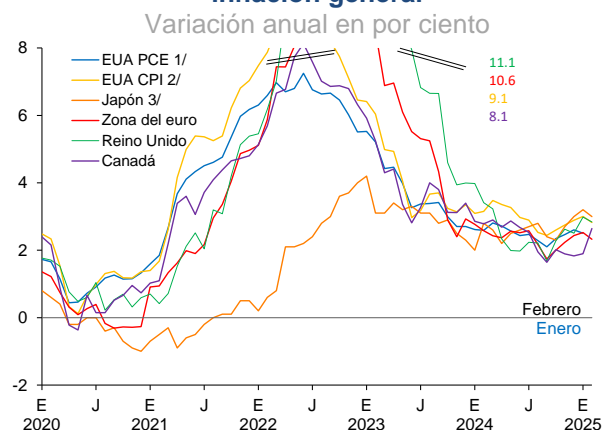
En contraste, los precios de los metales industriales, aumentaron respecto de los niveles registrados en el inicio del periodo. Adicionalmente, se ampliaron los diferenciales de las cotizaciones de varios metales industriales y preciosos en Estados Unidos respecto de las referencias de otros países. En particular, las cotizaciones estadounidenses del aluminio y del acero registraron presiones al alza a partir de febrero asociadas con la anticipación de compras tras el anuncio sobre la imposición de aranceles por parte del gobierno de Estados Unidos a las importaciones de dichos metales. Asimismo, el precio del cobre aumentó debido a preocupaciones de que eventualmente también pudiera ser gravado y, a partir de mediados de marzo, por la expectativa de una mayor demanda de China ante el anuncio de nuevas medidas para estimular la economía de dicho país. Así, el precio del cobre alcanzó un máximo histórico en la última semana de marzo. De igual forma, los precios de los metales preciosos se incrementaron por una mayor demanda de activos refugio y ante las preocupaciones de que Estados Unidos pudiera imponer un arancel a las importaciones del oro. En particular, el oro alcanzó un nuevo máximo histórico durante la tercera semana de marzo.

A.1.2. Política monetaria y mercados financieros internacionales

A inicios de año, la inflación presentó un desempeño mixto entre las principales economías avanzadas. Si bien exhibió aumentos a inicios del año, en algunos casos esta disminuyó en su lectura más reciente (Gráfica 3). Lo anterior se ha dado en un contexto en

el que, en general, la inflación de los servicios ha disminuido y la de bienes ha aumentado, aunque esta última continúa en niveles bajos.

Gráfica 3
Economías avanzadas seleccionadas:
inflación general



1/ Se emplea el deflactor del gasto en consumo personal (PCE).

2/ Se emplea el índice de precios al consumidor (CPI).

3/ Excluye alimentos frescos.

Nota: Las series incluyen información hasta febrero de 2025, excepto para los casos de Estados Unidos (PCE), cuyo último dato disponible corresponde a enero de 2025. Se acotó el rango de la gráfica para facilitar la lectura. Las cifras en la gráfica denotan los respectivos niveles máximos de cada serie.

Fuente: Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, Eurostat, Banco de Japón, Oficina Nacional de Estadística del Reino Unido e Instituto de Estadística de Canadá.

En Estados Unidos, la inflación general anual medida por el índice de precios al consumidor disminuyó de 3.0% en enero a 2.8% en febrero. Lo anterior fue resultado de una menor inflación de los energéticos y del componente subyacente. La inflación de este último pasó de 3.3 a 3.1% en el mismo periodo, como reflejo de una menor inflación de los servicios, mientras que la inflación de bienes se mantuvo relativamente estable en niveles negativos. En términos de su variación mensual, la inflación general también disminuyó en febrero, luego de tres meses consecutivos de incrementos. La reducción fue resultado de una disminución en la inflación de los energéticos, de los alimentos y del componente subyacente. La inflación anual del deflactor del gasto en consumo personal disminuyó de 2.6% en diciembre a 2.5% en enero. Ello fue resultado, en parte, de una menor inflación del componente subyacente de 2.9 a 2.6%. A su vez, esto último derivó de la combinación de una menor inflación de los servicios parcialmente contrarrestada por un alza en la inflación de bienes.

En la zona del euro, la inflación general anual disminuyó de 2.5% en enero a 2.3% en febrero. Dicha reducción reflejó una disminución en la

inflación de los energéticos y en la inflación anual del componente subyacente. Este último pasó de 2.7 a 2.6% en la misma comparación.

Los pronósticos de inflación elaborados por analistas prevén una moderación de la inflación general para el cierre de 2025 respecto de los niveles actuales para la mayoría de las principales economías avanzadas. En algunos casos, la inflación esperada se ha revisado al alza en meses recientes y se mantendría al cierre del año en niveles por encima de los objetivos de inflación de sus respectivos bancos centrales. En particular, los pronósticos de inflación para 2025 para Estados Unidos han aumentado. Ello en un contexto de elevada incertidumbre ante el anuncio e implementación de aranceles a diversos productos y socios comerciales. Por su parte, las expectativas de inflación de mayor plazo que se derivan de instrumentos financieros para algunas economías avanzadas exhibieron un comportamiento mixto entre países. En el caso de Estados Unidos, dichas expectativas disminuyeron recientemente, en un entorno de preocupación en los mercados financieros respecto de una posible desaceleración de la actividad económica en ese país.

En las economías emergentes, tanto la inflación general como la subyacente continuaron registrando un comportamiento diferenciado entre países en lecturas recientes. En algunas economías, varias de ellas de la región asiática, la inflación disminuyó y se ubica por debajo o dentro del intervalo de variabilidad del objetivo de inflación considerado por cada instituto central. En China, las inflaciones general y subyacente fueron negativas en febrero. En particular, la inflación general anual disminuyó de 0.5% en enero a -0.7% en febrero, volviendo a territorio negativo por primera vez desde enero de 2024. Lo anterior se asocia, en parte, con un efecto base relacionado con las festividades del Año Nuevo lunar. La inflación subyacente anual de dicho país disminuyó de 0.6% en enero a -0.1% en febrero. Cabe señalar que a inicios de marzo China ajustó su objetivo de inflación de 3 a 2% para 2025.

En este entorno, desde la última decisión de política monetaria en México, varios bancos centrales de las principales economías avanzadas y algunos emergentes continuaron reduciendo sus tasas de política monetaria. Sin embargo, varios las mantuvieron sin cambio, algunos de ellos luego de haberlas ajustado en decisiones previas. Ello en un contexto en el que en algunas economías la inflación ha descendido ya por debajo o cerca de los objetivos de los bancos centrales, mientras que en otras ha

exhibido cierta persistencia. En las principales economías avanzadas, varios institutos centrales continuaron con la reducción gradual de sus tenencias de valores, aunque la Reserva Federal anunció una desaceleración en el ritmo de reducción de su hoja de balance. Respecto de las acciones futuras, los bancos centrales han mencionado, en general, que los ajustes de las tasas seguirán dependiendo de la información económica y sus implicaciones para el panorama inflacionario, señalando que se encuentran en un momento de elevada incertidumbre.

En su reunión de marzo, la Reserva Federal de Estados Unidos mantuvo sin cambio el rango objetivo para la tasa de fondos federales por segunda decisión consecutiva durante el año, luego de haberlo disminuido en un total de 100 puntos base (pb) durante 2024. Así, dicho rango actualmente se encuentra entre 4.25 y 4.50%. El Comité Federal de Mercado Abierto (*FOMC*) señaló que la incertidumbre alrededor del panorama económico ha aumentado. Además, mencionó nuevamente que se encuentra atento a los riesgos para las dos partes de su mandato. Preciso de nuevo que al considerar la magnitud y el momento de ajustes adicionales al rango objetivo de la tasa de fondos federales evaluará de manera cuidadosa la nueva información, la evolución de las perspectivas y el balance de riesgos. El Comité ralentizará el ritmo de reducción de sus tenencias de valores al disminuir el límite mensual de valores del Tesoro que pueden vencer sin ser reinvertidos de 25 a 5 mil millones de dólares. Por su parte, el límite mensual de la deuda de agencias y valores respaldados por hipotecas de agencias que pueden vencer sin ser reinvertidos se mantuvo sin cambio en 35 mil millones de dólares.

En su conferencia de prensa, el presidente de la Reserva Federal señaló que la nueva administración de Estados Unidos está en proceso de implementar cambios de política significativos en cuatro áreas clave: comercio, inmigración, política fiscal y regulación. Comentó que el efecto neto de dichos cambios será relevante para el desempeño de la economía y para la trayectoria de la política monetaria. Mencionó que la incertidumbre sobre dichos cambios de política y sus efectos en las perspectivas económicas es alta. Indicó que el Comité no necesita apresurarse para ajustar su postura monetaria y que está en una buena posición para esperar a tener mayor claridad. Comentó que si la economía siguiera estando sólida y la inflación no continuara descendiendo de manera sostenida hacia el objetivo de 2% podrían mantener la

restricción monetaria por más tiempo. Por el contrario, si el mercado laboral se debilitara inesperadamente o si la inflación cayera más rápido de lo anticipado podrían relajar su política monetaria. Respecto de los ajustes a los pronósticos del Comité, entre diciembre y marzo la mediana de las previsiones de inflación general medida por el deflactor del gasto en consumo personal se ajustó al alza de 2.5 a 2.7% para el cierre de 2025, de 2.1 a 2.2% para el de 2026 y se mantuvo sin cambio en 2.0% para 2027. La mediana de las previsiones para la inflación subyacente aumentó de 2.5 a 2.8% para 2025 y permaneció sin cambios en 2.2 y 2.0% en 2026 y 2027, respectivamente. Asimismo, la mediana de los pronósticos de crecimiento del PIB se revisó a la baja para los cierres de 2025, 2026 y 2027, de 2.1 a 1.7%, de 2.0 a 1.8%, y de 1.9 a 1.8%, respectivamente. La mediana para la tasa de desempleo se modificó al alza de 4.3 a 4.4% para el cierre de 2025 y se mantuvo sin modificación para 2026 y 2027 en 4.3%. La mediana de las expectativas para la tasa de fondos federales del Comité siguió ubicándose en 3.9% para el cierre de 2025, 3.4% para 2026 y 3.1% para el cierre de 2027. Asimismo, la mediana de la expectativa de tasa en el largo plazo se mantuvo en 3.0%.

El Banco Central Europeo (BCE) continuó disminuyendo sus tasas de referencia en marzo, al implementar un recorte adicional de 25 pb. Así, sus tasas de depósitos, de refinanciamiento y de préstamos se ubican actualmente en 2.50, 2.65 y 2.90%, respectivamente. El Consejo de Gobierno de dicho instituto central reiteró que los datos de inflación muestran que el proceso desinflacionario está encaminado y que avanza según lo previsto, agregando que su política monetaria se está volviendo significativamente menos restrictiva. Indicó que, especialmente en las condiciones actuales de creciente incertidumbre, continuará con un enfoque dependiente de los datos económicos y financieros para determinar la postura adecuada de política monetaria. Reafirmó que el Consejo no está comprometido con una trayectoria de política monetaria en particular. Asimismo, señaló que el tamaño de las carteras de sus programas de compras de activos (*APP*) y de emergencia por la pandemia (*PEPP*) está disminuyendo a un ritmo mesurado y predecible, dado que han dejado de reinvertir el principal de los valores que van alcanzando su vencimiento.

En la conferencia de prensa de la decisión de marzo, la presidenta de dicha institución argumentó que si los datos indican que para alcanzar su objetivo la política monetaria adecuada es reducir tasas así lo

harán. Y si, por el contrario, los datos muestran que no es el momento adecuado, entonces no recortarán y harán una pausa.

Respecto de otras economías avanzadas, desde la última decisión de política monetaria en México, los bancos centrales de Canadá, Nueva Zelanda y Suiza continuaron recortando sus tasas de referencia. Adicionalmente, el Banco de la Reserva de Australia redujo en febrero su tasa de interés por primera vez desde 2020. En contraste, el Banco de Inglaterra y el Banco de Suecia mantuvieron sus tasas de política monetaria sin cambios en marzo, luego de haberlas disminuido en decisiones previas. Por su parte, el Banco de Japón, luego de aumentar su tasa de referencia en enero, la mantuvo sin cambios en su decisión de marzo.

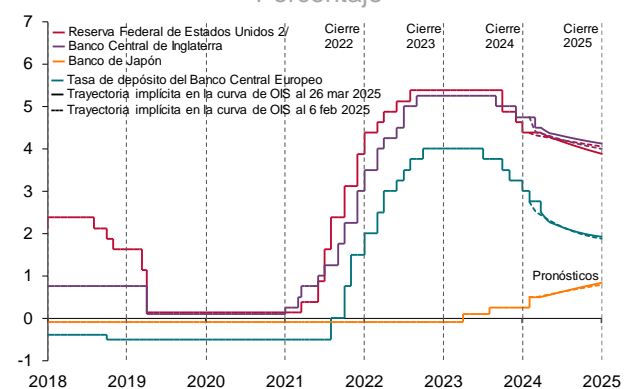
En las principales economías emergentes, los bancos centrales anunciaron decisiones diferenciadas de política monetaria. Mientras que algunos continuaron disminuyendo sus tasas de referencia, otros decidieron no ajustarlas en sus decisiones recientes, luego de haberlas disminuido previamente. El Banco de la Reserva de la India redujo su tasa de interés en febrero por primera vez desde el 2020. En el caso de China, las tasas de interés preferenciales de préstamo (*LPR*) de uno y cinco años se mantuvieron sin cambios en febrero y marzo. Adicionalmente, se anunció que el banco central adoptará durante 2025 una política monetaria moderadamente expansiva. Por su parte, el banco central de Brasil prosiguió con el aumento de su tasa de referencia al anunciar un incremento adicional de 100 pb en marzo. Además, mencionó que el Comité anticipa un ajuste de menor magnitud en su próxima reunión, si el escenario evoluciona como se espera.

En cuanto a las expectativas de mercado para las tasas de política monetaria de las principales economías avanzadas, las tasas implícitas en instrumentos de mercado para el cierre de 2025 registraron comportamientos mixtos entre economías durante el periodo que se reporta (Gráfica 4). Así, comparando la información más reciente respecto del nivel previsto en la última decisión de política monetaria en México, en el caso de Estados Unidos el nivel que se anticipa para la tasa de fondos federales al cierre de 2025 disminuyó de 3.92 a 3.74%. Por su parte, el nivel esperado para la tasa de referencia al cierre de 2025 aumentó de 1.82 a 1.87% para la zona del euro y de 3.83 a 3.98% para Reino Unido. Para Japón, la tasa de referencia esperada al cierre de 2025 se incrementó

ligeramente de 0.79 a 0.82%, mientras que para Canadá se mantuvo en niveles cercanos a 2.33%.

Desde la última decisión de política monetaria en México, las condiciones financieras globales estuvieron fuertemente influidas por la incertidumbre en torno a la política comercial de Estados Unidos y la respuesta de sus socios comerciales (Gráfica 5). Dichas políticas han contribuido a generar volatilidad en los mercados financieros internacionales con respuesta diferenciadas entre tipos de activos y regiones (Gráfica 6). En este sentido, las tasas de largo (10 años) y de mediano plazo (2 años) en Estados Unidos han disminuido ante preocupaciones sobre una desaceleración económica en dicho país. Así, la pendiente de la curva de rendimientos en Estados Unidos (definida como el diferencial entre las tasas de bonos gubernamentales de 10 y 2 años) aumentó y se mantuvo en niveles positivos. Por su parte, las tasas de ambos plazos aumentaron en el resto de las principales economías avanzadas. Los mercados accionarios de algunas economías avanzadas mostraron un comportamiento mixto. En el caso de Estados Unidos, los mercados accionarios registraron pérdidas importantes. Por ejemplo, el índice S&P500 registró una caída mayor al 10% a mediados de marzo. En general, dicha tendencia fue resultado de anuncios de la aplicación aranceles por parte de Estados Unidos que provocaron un incremento en la percepción de una posible desaceleración económica. Asimismo, el dólar se depreció frente a las divisas de economías avanzadas.

Gráfica 4
Tasas de referencia y trayectorias implícitas en curvas OIS^{1/}
Porcentaje

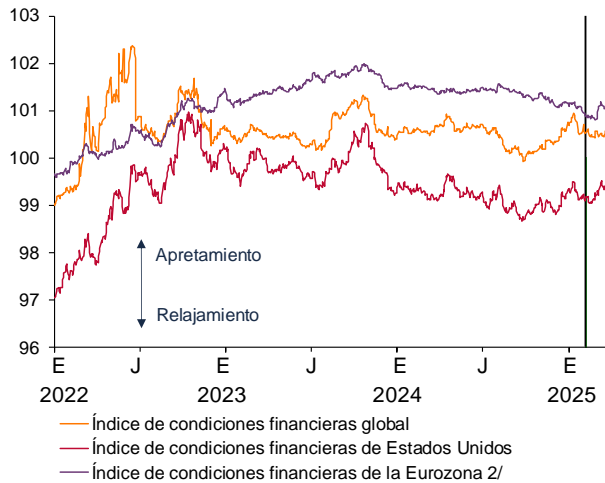


1/ OIS: Swap de tasa de interés fija por flotante en donde esta última está ligada a la referencia efectiva a un día.

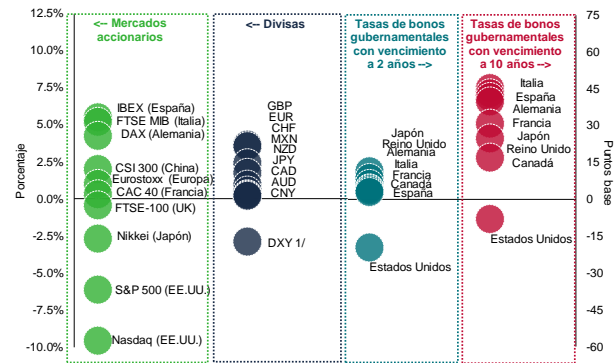
2/ Para la tasa de referencia observada de Estados Unidos se utiliza la tasa de interés promedio del rango objetivo de la tasa de fondos federales. Fuente: Bloomberg.

A su vez, desde la última decisión de política monetaria de México, en las economías emergentes las tasas de largo plazo (10 años) y mediano plazo (2 años), en general, aumentaron (Gráfica 7). Respecto de los mercados cambiarios, el dólar estadounidense se depreció frente a la mayoría de las monedas de estas economías. Los mercados accionarios de estas economías mostraron un comportamiento diferenciado. En particular, la mayoría de las bolsas de Asia mostraron pérdidas, mientras que las de Europa emergente, América Latina y China exhibieron ganancias. Por último, se registraron salidas netas de flujos de capital en este grupo de países. Por un lado, se observaron salidas en activos de renta variable, mientras que los flujos de capital en activos de renta fija se mantuvieron en niveles similares.

Gráfica 5
Índice de condiciones financieras^{1/}
Unidades



Gráfica 6
Variación de indicadores financieros
seleccionados del 6 de febrero
al 26 de marzo de 2025



Gráfica 7
Desempeño de activos de países
emergentes seleccionados a partir
del 30 de enero del 2025
Porcentaje, puntos base

Región	País	Divisas	Bolsas	Tasas de interés 2A	Tasas de interés 10A	CDS
América Latina	México	1.73%	1.45%	-70	-50	4
	Brasil	2.38%	4.42%	-29	16	5
	Chile	5.89%	5.14%	1	-23	0
	Colombia	0.63%	3.61%	30	65	21
	Perú	2.15%	3.78%	-4	-16	6
Europa emergente	Rusia	14.43%	6.72%	-136	0	N.D.
	Polonia	3.77%	12.48%	-15	-6	2
	Turquía	-6.19%	-4.29%	706	436	50
	Rep. Checa	4.26%	13.47%	9	32	-1
	Hungría	4.95%	8.18%	46	48	4
Asia	China	-0.33%	3.63%	25	17	-6
	Malasia	-0.79%	-2.23%	-1	-6	2
	India	1.05%	0.69%	-16	-8	2
	Filipinas	1.07%	0.96%	-9	6	9
	Tailandia	-0.74%	-10.88%	-24	-20	4
	Indonesia	-1.97%	-8.50%	-8	16	16
África	Sudáfrica	1.77%	4.95%	4	32	18

Nota: Un movimiento positivo en las divisas indica apreciación. Las tasas de interés mostradas corresponden a los bonos gubernamentales en los plazos especificados, con excepción de Hungría, donde se utilizó la tasa de interés del bono gubernamental de tres años. Por otro lado, para Filipinas se utilizó la tasa *swap* a un plazo de dos años y para Rusia se utilizan las tasas *swap* para ambos plazos. El último dato del CDS de Rusia corresponde al 1 de junio de 2022.

Fuente: Bloomberg.

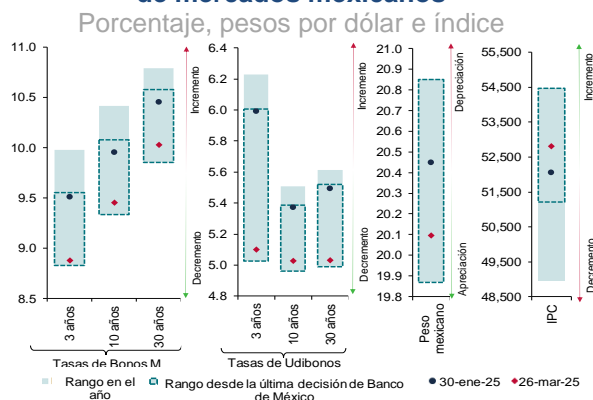
A.2. Evolución de la economía mexicana

A.2.1. Mercados en México

Desde la última decisión de política monetaria en México, los mercados financieros nacionales presentaron un comportamiento moderadamente positivo. La cotización del peso mexicano frente al dólar se apreció, las tasas de interés mostraron decrementos y el mercado accionario terminó el periodo con ganancias (Gráfica 8).

La moneda nacional operó en un rango amplio de 1 peso con 47 centavos, entre 19.85 y 21.33 pesos por dólar desde la última decisión de política monetaria (Gráfica 9). Durante el periodo, presentó una apreciación de 1.73% explicada en parte por un debilitamiento generalizado del dólar. Durante el periodo las condiciones de operación presentaron una mejora respecto del periodo anterior, a pesar del entorno de incertidumbre prevaleciente en el mercado.

Gráfica 8
Desempeño y condiciones de operación de mercados mexicanos

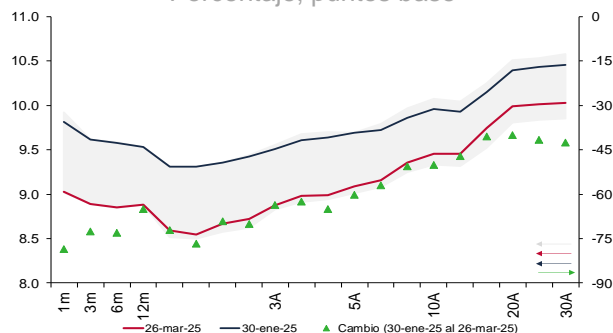


Gráfica 9
Tipo de cambio del peso mexicano

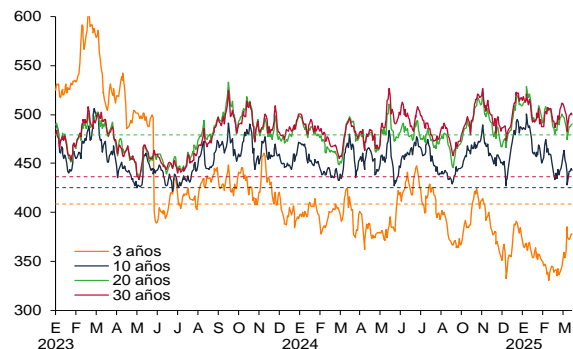


Las tasas de interés de los valores gubernamentales presentaron disminuciones de entre 40 y 77 puntos base a lo largo de toda la curva (Gráfica 10). De igual manera, los rendimientos de instrumentos a tasa real mostraron un comportamiento positivo con decrementos de entre 5 y 54 puntos base a lo largo de la curva de rendimientos. En este contexto, la compensación por inflación y riesgo inflacionario implícitas en los diferenciales entre las tasas nominales y reales de instrumentos de mercado mostraron decrementos en el largo plazo (Gráfica 11).

Gráfica 10
Curva de rendimiento de valores gubernamentales a tasa nominal



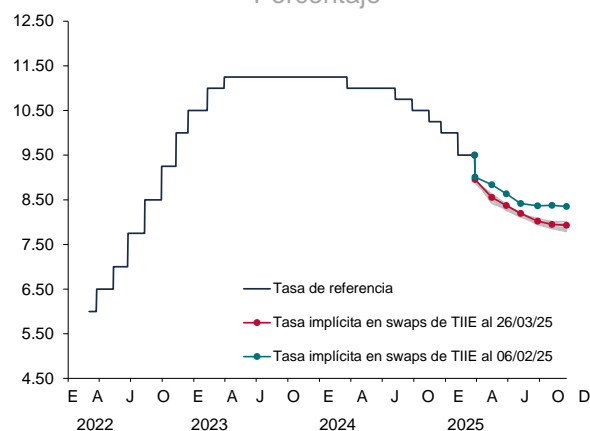
Gráfica 11
Compensación por inflación y riesgo inflacionario implícita en las curvas de tasas de valores gubernamentales



En lo que concierne a las expectativas de la trayectoria de la tasa de referencia de política monetaria, la información implícita en la curva de swaps de tasas de interés incorpora prácticamente en su totalidad una disminución de 50 pb en la decisión de marzo y muestra una expectativa de 7.93% en la tasa objetivo para el cierre de 2025

(Gráfica 12). En línea con lo anterior, todos los analistas en la encuesta Citi México anticipan un recorte de 50 puntos base en la reunión de marzo. Dicho consenso estima una tasa de 8.0% para el cierre de 2025 y una de 7.50% para el cierre de 2026.

Gráfica 12
Tasa de fondeo implícita en la curva de swaps de TIIE de Fondeo
Porcentaje



Nota: Las líneas grises representan el rango desde la última decisión de política monetaria.

Fuente: Proveedor Integral de Precios (PIP).

A.2.2. Actividad económica en México

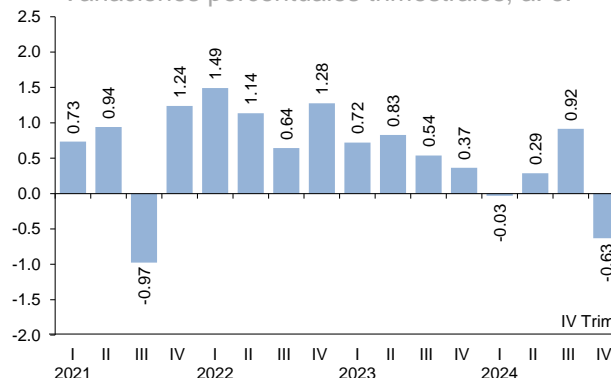
En el cuarto trimestre de 2024, el PIB de México exhibió una contracción de 0.63% con cifras ajustadas por estacionalidad (Gráfica 13). Si bien la información para el primer trimestre de 2025 es limitada, se anticipa que en dicho periodo la actividad económica nuevamente exhiba debilidad.

En lo que respecta a la evolución de la demanda interna, en diciembre de 2024 el consumo privado acentuó su tendencia a la baja. En su interior, el consumo de bienes de origen importado mantuvo una trayectoria decreciente, al tiempo que el de bienes y servicios de origen nacional siguió mostrando debilidad. Por su parte, en el mismo periodo la inversión fija bruta también presentó un retroceso. Ello reflejó un menor gasto tanto en maquinaria y equipo como en construcción. Este último hiló cinco meses con retrocesos y acentuó su trayectoria a la baja. En cuanto a la demanda externa, a inicios de 2025 el valor de las

exportaciones creció como resultado de aumentos tanto del agregado de las manufactureras no automotrices como de las automotrices (Gráfica 14).

Gráfica 13
Producto Interno Bruto

Variaciones porcentuales trimestrales, a. e.



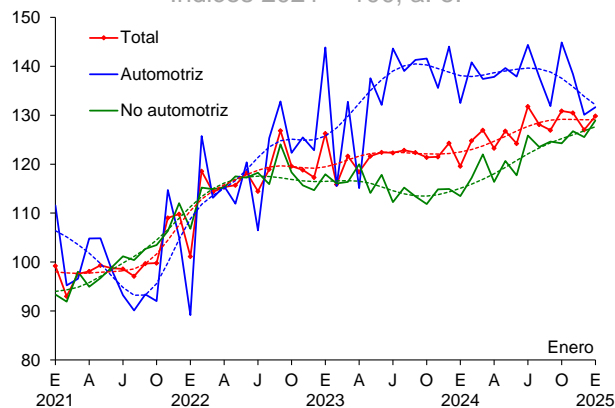
a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

En enero de 2025, se observó un nuevo retroceso de la actividad económica (Gráfica 15). Si bien las actividades primarias se recuperaron parcialmente de la reducción reportada al cierre de 2024, permanecieron en niveles bajos (Gráfica 16). Por su parte, la actividad industrial acentuó su tendencia a la baja (Gráfica 17). En su interior, las manufacturas mostraron una incipiente tendencia a la baja. A su vez, persistió el débil desempeño de la construcción y la minería. Finalmente, los servicios permanecieron en un nivel similar al del mes previo.

En cuanto a la posición cíclica de la economía, al cierre de 2024 la estimación de la brecha del producto se tornó negativa (Gráfica 18). Con cifras ajustadas por estacionalidad, en febrero de 2025 la creación de empleo formal afiliado al IMSS mantuvo un bajo dinamismo. No obstante, a inicios de 2025 la tasa de desocupación nacional se situó en un nivel similar al registrado al cierre de 2024, al tiempo que la urbana se incrementó (Gráfica 19). Ambos indicadores se continuaron ubicando en niveles históricamente bajos. Por último, en enero de 2025 el costo unitario de la mano de obra en el sector manufacturero se ubicó por encima del promedio observado en 2024 (Gráfica 20).

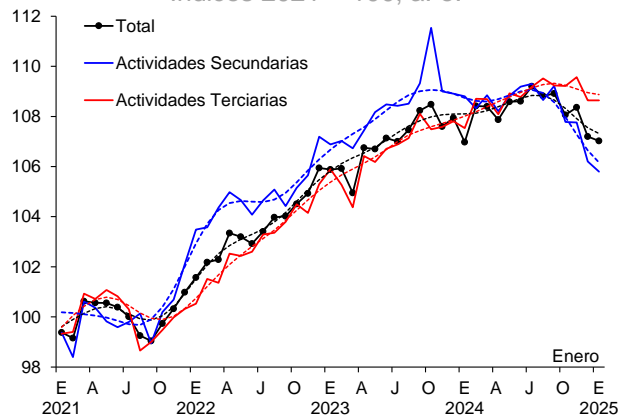
Gráfica 14
Exportaciones manufactureras
Índices 2021 = 100, a. e.



a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia basadas en información en dólares nominales. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

Fuente: Banco de México con base en SAT, SE, Banco de México, INEGI. Balanza Comercial de Mercancías de México. SNIEG. Información de Interés Nacional.

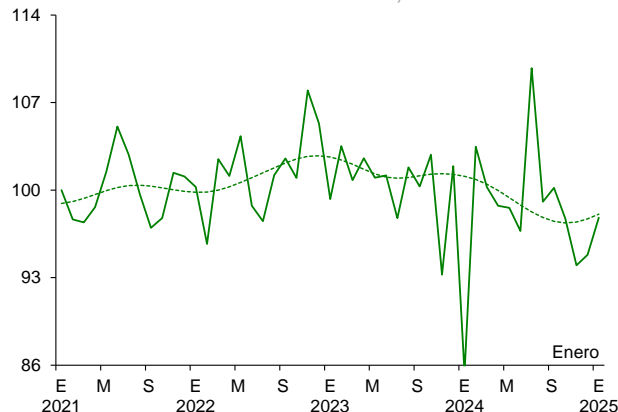
Gráfica 15
Indicador Global de la Actividad Económica
Índices 2021 = 100, a. e.



a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

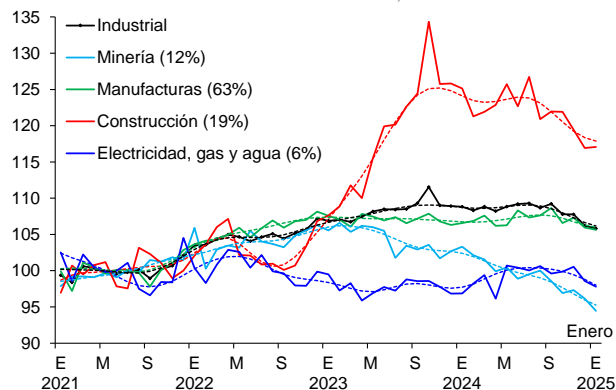
Gráfica 16
IGAE: Actividades Primarias
Índices 2021 = 100, a. e.



a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

Gráfica 17
Actividad industrial ^{1/}
Índices 2021 = 100, a. e.

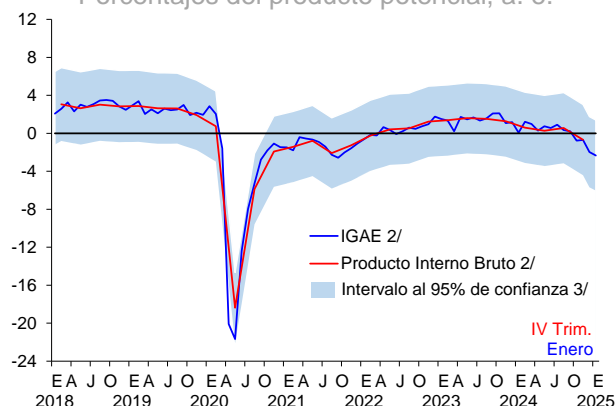


a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

1/ Las cifras entre paréntesis corresponden a su participación en el total en 2018.

Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

Gráfica 18
Estimaciones de la brecha del producto ^{1/}
Porcentajes del producto potencial, a. e.



a. e. / Elaboración a partir de cifras con ajuste estacional.

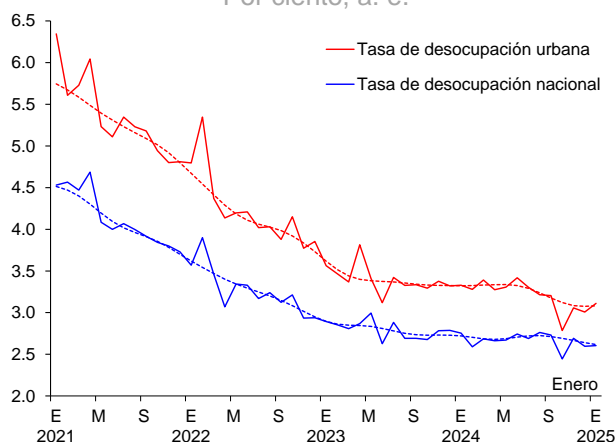
1/ Estimadas con el filtro de Hodrick-Prescott con corrección de colas; ver Banco de México (2009), “Informe sobre la Inflación, Abril-Junio 2009”, pág.74.

2/ Cifras del PIB al cuarto trimestre de 2024 y del IGAE a enero de 2025.

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

Fuente: Elaboración de Banco de México con información del INEGI.

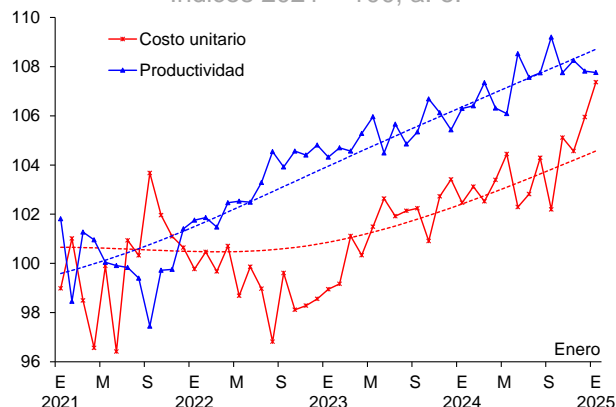
Gráfica 19
Tasas de desocupación nacional y urbana
Por ciento, a. e.



a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

Fuente: Elaboración de Banco de México con información de la ENOE, INEGI.

Gráfica 20
Productividad y costo unitario de la mano de obra en el sector manufacturero ^{1/}
Índices 2021 = 100, a. e.



a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

1/ Productividad con base en las horas trabajadas.

Fuente: Elaboración de Banco de México a partir de información desestacionalizada de la Encuesta Mensual de la Industria Manufacturera y de los indicadores de la actividad industrial del Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

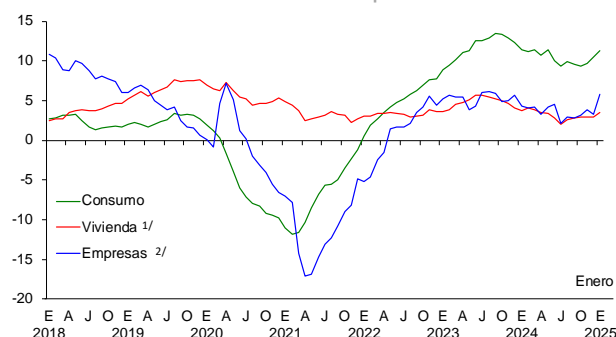
El financiamiento interno al sector privado siguió expandiéndose en enero de 2025 y exhibió un repunte en su tasa de crecimiento respecto del mes previo. Ello reflejó, en parte, un flujo positivo de crédito de la banca comercial a las empresas durante el mes. Destacó el destinado a algunas del grupo de empresas grandes y con acceso a financiamiento a través de valores en mercados bursátiles. Asimismo, se observó un incremento en el saldo vigente del crédito al consumo otorgado vía tarjetas y en el segmento automotriz. De esta manera, la tasa de crecimiento del crédito al consumo se mantuvo en un nivel elevado y superior al resto de las carteras de crédito al sector privado (Gráfica 21).

En cuanto al costo de financiamiento, en enero de 2025 se registró una reducción en las tasas de interés del crédito bancario a las empresas. Pese a ello, se continuaron situando en niveles altos. Su evolución siguió reflejando el traspaso de la tasa de

referencia a las tasas de interés bancarias en el segmento. Respecto del crédito de la banca comercial a la vivienda, las tasas de interés permanecieron en un nivel similar al que se registró antes de la pandemia, si bien mostraron una ligera reducción en enero de 2025. Por último, con información a octubre de 2024, las tasas de interés bancarias de la cartera de consumo siguieron ubicándose en niveles relativamente elevados, aunque disminuyeron en algunos segmentos en ese mes.

Respecto de la calidad de la cartera, los índices de morosidad del crédito bancario a empresas y a hogares no mostraron cambios importantes en enero de 2025, de manera que se mantuvieron en niveles bajos en relación con su comportamiento histórico.

Gráfica 21
Crédito vigente de la banca comercial al sector privado
Variación anual en por ciento



1/ Cifras ajustadas por traspasos y reclasificaciones de créditos en cartera directa e incorporación de algunas sofomes reguladas a la estadística de crédito.

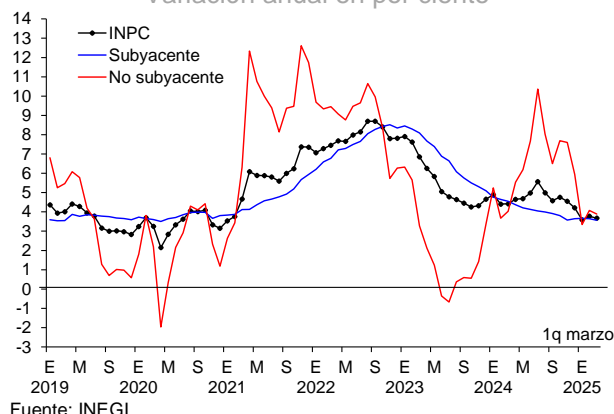
2/ Cifras ajustadas por efecto cambiario.

Fuente: Banco de México.

A.2.3. Comportamiento y perspectivas de la inflación

Entre enero y la primera quincena de marzo de 2025, la inflación general anual pasó de 3.59 a 3.67%. Este comportamiento se debió al aumento de la inflación no subyacente, toda vez que la subyacente disminuyó en la misma comparación (Gráfica 22 y Cuadro 1).

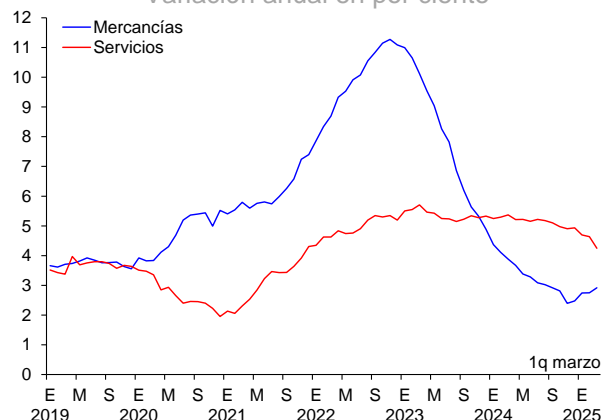
Gráfica 22
Índice Nacional de Precios al Consumidor
Variación anual en por ciento



Fuente: INEGI.

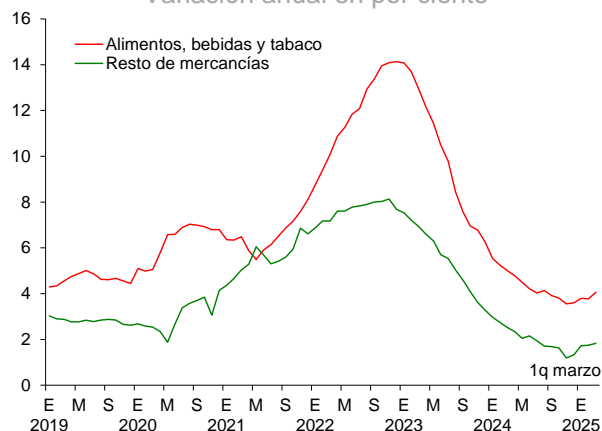
La inflación subyacente anual registró 3.66% en enero de 2025 y 3.56% en la primera quincena de marzo. En su interior, la inflación anual de las mercancías exhibió un incremento, al pasar de 2.74 a 2.92% entre las fechas referidas (Gráfica 23). Por su parte, la inflación anual de las mercancías alimenticias presentó un alza de 3.79 a 4.06%, en tanto que la de las no alimenticias pasó de 1.72 a 1.83% (Gráfica 24). Por su parte, la inflación anual de los servicios disminuyó de 4.69 a 4.25% en ese mismo lapso, influida por la reducción de 3.87 a 3.64% en la variación anual de los precios de la vivienda y de 5.43 a 4.72% en la de otros servicios. En contraste, la variación anual de los precios de la educación se elevó de 5.58 a 5.85%.

Gráfica 23
Subíndice subyacente de las mercancías y servicios
Variación anual en por ciento



Fuente: INEGI.

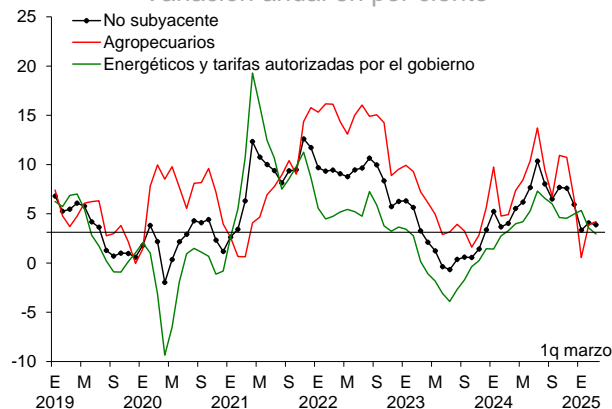
Gráfica 24
Subíndice subyacente de las mercancías
Variación anual en por ciento



Fuente: INEGI.

Entre enero y la primera quincena de marzo de 2025, la inflación no subyacente anual aumentó de 3.34 a 3.89% (Gráfica 25 y Cuadro 1). Este desempeño reflejó el incremento de 0.56 a 4.22% en la inflación anual de los productos agropecuarios. En su interior, la variación anual de los precios de las frutas y verduras se elevó de -7.73 a -3.67% y la de los pecuarios de 7.58 a 8.93%. Entre las mismas fechas, la inflación anual de los energéticos disminuyó de 6.34 a 2.81%, como resultado de las reducciones de 11.37 a 1.71% en la variación anual del precio del gas L.P. y de 7.31 a 3.69% en la de la gasolina.

Gráfica 25
Índice de precios no subyacente
Variación anual en por ciento



Fuente: INEGI.

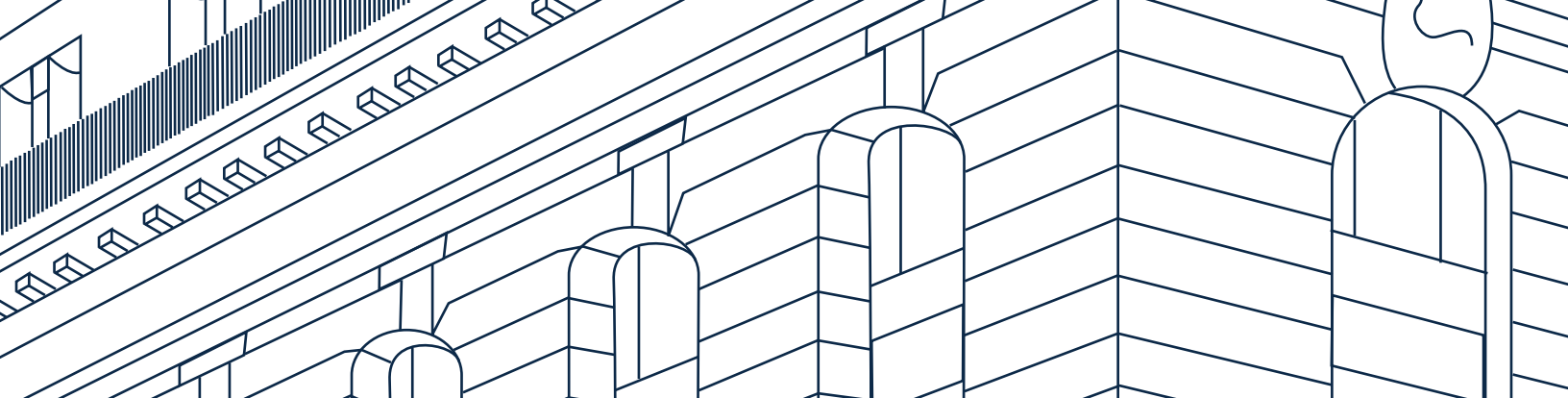
Respecto de las expectativas de inflación provenientes de la encuesta que levanta el Banco de México entre especialistas del sector privado, entre enero y febrero de 2025 la mediana correspondiente a la inflación general al cierre de 2025 disminuyó de 3.83 a 3.71%, mientras que la del componente subyacente se ajustó marginalmente de 3.74 a 3.75%. Por su parte, las expectativas de inflación al cierre de 2026 permanecieron estables. La mediana del índice general se mantuvo en 3.70% y la del componente subyacente pasó de 3.60 a 3.63%. La mediana para la inflación general para los siguientes cuatro años permaneció en 3.70% y la de su componente subyacente pasó de 3.60 a 3.68%. Asimismo, la mediana de las expectativas de inflación general para el largo plazo (5 a 8 años) continuó ubicándose en 3.60% y la de su componente subyacente pasó de 3.50 a 3.58%. Finalmente, la compensación por inflación y riesgo inflacionario se redujo. Ello se explicó por una disminución tanto en la prima por riesgo inflacionario, como en las expectativas de inflación implícitas en instrumentos de mercado.

Los pronósticos de inflación se mantienen vigentes, y se continúa esperando que la inflación general converja a la meta en el tercer trimestre de 2026. Los pronósticos están sujetos a los siguientes riesgos. Al alza: i) depreciación cambiaria; ii) disrupciones por conflictos geopolíticos o políticas comerciales; iii) persistencia de la inflación subyacente; iv) presiones de costos; y v) afectaciones climáticas. A la baja: i) una actividad económica menor a la anticipada; ii) un menor traspaso de algunas presiones de costos; y iii) que el traspaso de la depreciación cambiaria a la inflación sea menor al anticipado. Se considera que el balance de riesgos respecto de la trayectoria prevista para la inflación en el horizonte de pronóstico si bien se mantiene sesgado al alza, ha mejorado. Los cambios de política económica por parte de la nueva administración estadounidense han añadido incertidumbre a las previsiones. Sus efectos podrían implicar presiones sobre la inflación en ambos lados del balance.

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

Concepto	Enero 2025	Febrero 2025	1q marzo 2025
INPC	3.59	3.77	3.67
Subyacente	3.66	3.65	3.56
Mercancías	2.74	2.75	2.92
Alimentos, bebidas y tabaco	3.79	3.78	4.06
Mercancías no alimenticias	1.72	1.75	1.83
Servicios	4.69	4.64	4.25
Vivienda	3.87	3.75	3.64
Educación (colegiaturas)	5.58	5.73	5.85
Otros servicios	5.43	5.42	4.72
No subyacente	3.34	4.08	3.89
Agropecuarios	0.56	3.89	4.22
Frutas y verduras	-7.73	-5.54	-3.67
Pecuarios	7.58	10.53	8.93
Energéticos y tarifas aut. por gobierno	5.33	3.57	2.96
Energéticos	6.34	3.74	2.81
Tarifas autorizadas por gobierno	4.01	4.10	4.06

Fuente: INEGI.



BANCO DE MÉXICO®

Documento publicado el 10 de abril de 2025

