



BANCO DE MÉXICO®

Informe Trimestral
Enero - Marzo 2025

Uso Público

Información de acceso público

JUNTA DE GOBIERNO

Gobernadora

VICTORIA RODRÍGUEZ CEJA

Subgobernadores

GALIA BORJA GÓMEZ

JOSÉ GABRIEL CUADRA GARCÍA

JONATHAN ERNEST HEATH CONSTABLE

OMAR MEJÍA CASTELAZO

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

Documento publicado el 28 de mayo de 2025.

El texto completo, el resumen ejecutivo, la presentación ejecutiva y los recuadros correspondientes al presente Informe Trimestral se encuentran disponibles en:

<https://www.banxico.org.mx/publicaciones-y-prensa/informes-trimestrales/informes-trimestrales-precios.html>



El Banco de México difunde todos sus informes y publicaciones periódicas disponibles para su consulta en: <https://www.banxico.org.mx>

INFORME TRIMESTRAL

En este Informe se analiza la inflación, la actividad económica, el comportamiento de otros indicadores económicos del país, así como la ejecución de la política monetaria del trimestre enero – marzo de 2025 y diversas actividades del Banco durante dicho periodo, en el contexto de la situación económica nacional e internacional, para dar cumplimiento a lo dispuesto en el artículo 51, fracción II, de la Ley del Banco de México.

ADVERTENCIA

A menos que se especifique lo contrario, este documento está elaborado con información disponible al 26 de mayo de 2025. Las cifras son de carácter preliminar y están sujetas a revisiones. Los acrónimos y palabras en algún idioma distinto del español han sido escritos en letra cursiva.

CONTENIDO

1.	Introducción	1
2.	Entorno económico y financiero externo	4
2.1.	Actividad económica mundial	4
2.2.	Precios de las materias primas.....	9
2.3.	Tendencias de la inflación en el exterior	11
2.4.	Política monetaria y mercados financieros internacionales	14
3.	Entorno económico y financiero en México	22
3.1.	Actividad económica	22
3.2.	Mercado laboral.....	44
3.3.	Condiciones de financiamiento de la economía	55
3.4.	Condiciones de holgura en la economía	64
3.5.	Estabilidad del sistema financiero	71
4.	Evolución reciente de la inflación	78
4.1.	La inflación en el primer trimestre de 2025.....	78
4.2.	Índice Nacional de Precios Productor	93
5.	Política monetaria	94
6.	Previsiones y balance de riesgos.....	106
6.1.	Previsiones para la actividad económica	106
6.2.	Previsiones para la inflación	106
	Anexo 1. Publicaciones del Banco de México en el trimestre Enero-Marzo 2025.....	113

RECUADROS

Recuadro 1. Descomposición de las exportaciones de EUA y México por fuentes de valor agregado	36
Recuadro 2. Utilización del T-MEC para la exportación a Estados Unidos	40
Recuadro 3. Puntos de referencia en las revisiones salariales	52
Recuadro 4. Evolución del crédito a las empresas en México y sus determinantes de largo plazo	64
Recuadro 5. Contribuciones de los subíndices a la probabilidad de que la inflación subyacente se encuentre en un régimen de media y varianza altas	82

1. Introducción

Entre el cuarto trimestre de 2024 y el primero de 2025, la inflación general en México continuó descendiendo, ubicándose dentro del intervalo de variabilidad alrededor de la meta. Sin embargo, en lo que va del año ha presentado cierto aumento. La inflación subyacente acumuló ocho meses y medio consecutivos por debajo de 4%. La actividad económica nacional siguió exhibiendo debilidad. Los mercados financieros nacionales mostraron un comportamiento ordenado a pesar del entorno de mayor incertidumbre generado principalmente por los cambios en las políticas comerciales implementados por Estados Unidos. Las tasas de interés disminuyeron. El peso mexicano, si bien operó en un rango amplio, mostró una tendencia hacia la apreciación. En este contexto, la Junta de Gobierno del Banco de México, en cada una de las tres reuniones del presente año, redujo la tasa de referencia en 50 puntos base para llevarla a un nivel de 8.50%. Ello, considerando la necesidad de calibrar su postura monetaria para ajustarla a la actual etapa en el combate a la inflación en la que el reto es llevar a la inflación de sus niveles actuales a la meta de 3%, para lo que se requiere una menor restricción que durante el episodio inflacionario que se está dejando atrás.

En el ámbito externo, durante el primer trimestre de 2025 la actividad económica global se expandió a un ritmo menor que el observado en el trimestre anterior. Este comportamiento reflejó un menor dinamismo tanto del grupo de las economías avanzadas como del de las emergentes. Luego de haber mostrado ritmos de crecimiento sólidos a lo largo de 2024, la actividad económica en Estados Unidos se contrajo durante el primer trimestre del año ante una contribución negativa de sus exportaciones netas y una desaceleración del consumo privado. En cuanto a la zona del euro, su actividad creció a un ritmo ligeramente mayor al observado el trimestre anterior. Por su parte, la economía china mostró una desaceleración en comparación con el trimestre previo. En lo que va del año, el panorama del comercio global se deterioró significativamente ante los cambios en la política comercial de Estados Unidos, así como por las respuestas de algunos de sus socios comerciales. A principios de abril, Estados Unidos impuso aranceles

a todo el mundo que parten de un nivel mínimo de 10%, y que superaron el 100% en el caso de China. Sin embargo, posteriormente Estados Unidos pausó o redujo temporalmente algunas de estas medidas arancelarias. De esta manera, las perspectivas de crecimiento global para 2025 y 2026 en su conjunto, elaboradas por organismos internacionales, se revisaron notablemente a la baja respecto de lo anticipado a principios de este año.

La inflación ha disminuido en un amplio número de países respecto de los niveles registrados a finales de 2023, observándose un avance en la convergencia de la inflación a los objetivos de los bancos centrales durante gran parte del 2024. En lo que va de 2025, las inflaciones general y subyacente exhibieron un comportamiento diferenciado entre países tanto en economías avanzadas como emergentes. En algunos casos si bien la inflación registró aumentos en los primeros meses del año, esta disminuyó en lecturas recientes. En este contexto, la inflación continúa por encima de los objetivos de los respectivos bancos centrales en un amplio número de economías. En el interior de la inflación subyacente si bien se ha observado, en general, un aumento en la inflación de bienes, aunque manteniéndose en niveles bajos, la inflación de los servicios ha disminuido en varias de estas economías. Hacia delante, la convergencia de la inflación a los objetivos de los institutos centrales a nivel mundial continúa enfrentando riesgos, particularmente ante el escalamiento de las tensiones comerciales y el agravamiento de los conflictos geopolíticos.

En el periodo que cubre este Informe, un amplio número de bancos centrales de las principales economías avanzadas y emergentes disminuyeron sus tasas de política monetaria, si bien algunos determinaron no realizar ajustes en sus decisiones más recientes. En particular, la Reserva Federal de Estados Unidos mantuvo sin modificación el rango objetivo para la tasa de fondos federales durante el periodo que se reporta, luego de haberlo disminuido en un total de 100 puntos base (pb) durante 2024. La mediana de los pronósticos del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) para la tasa de fondos federales para el cierre de 2025 se quedó sin cambio en marzo respecto de la mediana de los pronósticos

de diciembre en un nivel de 3.9%. Dichas previsiones implicarían 50 pb de recortes durante 2025 respecto del nivel de la tasa actual. En su reunión de mayo, los participantes del Comité señalaron que la incertidumbre sobre el efecto en las perspectivas económicas de las diversas políticas gubernamentales ha aumentado aún más. Sin embargo, consideran estar bien posicionados para esperar a tener mayor claridad sobre dichos efectos antes de valorar cualquier ajuste a su postura monetaria. Por otro lado, los continuos cambios en materia comercial, particularmente el anuncio sobre la imposición de aranceles más generalizados por parte de Estados Unidos, resultaron en preocupaciones sobre el desempeño de la actividad económica en el mediano plazo. Ello contribuyó a que la trayectoria esperada para la tasa de fondos federales implícita en las curvas de swaps (*O/S*) presentara volatilidad en el periodo, si bien en su previsión más reciente el nivel esperado para el cierre de 2025 se ubica en un nivel similar al anticipado a finales del cierre del año pasado.

Los mercados financieros internacionales a inicios del año, particularmente en Estados Unidos, exhibieron ganancias en los mercados bursátiles y una apreciación del dólar, al tiempo que aumentaron los rendimientos de largo plazo. Ello en un contexto de resiliencia económica y de expectativas de políticas orientadas a una menor regulación, así como de una reducción en las tasas impositivas en Estados Unidos. No obstante, a partir de finales de febrero, ante diversos anuncios y la posterior imposición de aranceles más generalizados por parte de Estados Unidos a inicios de abril, se observó un deterioro en el desempeño de los mercados financieros. En particular, dichos anuncios generaron una elevada volatilidad, un incremento en la aversión al riesgo, una depreciación del dólar y fuertes pérdidas en los mercados accionarios principalmente en los de países asiáticos. A partir de finales de abril, ante la postergación y cierta flexibilización en las medidas arancelarias, algunos de estos movimientos se revirtieron. En este contexto, los mercados financieros nacionales también presentaron fluctuaciones importantes, aunque mantuvieron un comportamiento ordenado. El peso mexicano operó en un rango amplio y mostró una tendencia a la apreciación. Las tasas de interés de valores gubernamentales disminuyeron en todos sus plazos

durante el periodo que cubre este Informe, asociado tanto con una mayor expectativa de reducciones de la tasa de referencia en México como con la expectativa de un menor dinamismo en la actividad económica global.

En el ámbito nacional, en el primer trimestre de 2025 la actividad económica nuevamente mostró debilidad. Ello en un contexto complejo y en el que la incertidumbre generada por las medidas arancelarias anunciadas por Estados Unidos podría haber afectado el comportamiento de los agentes económicos en el periodo. Desde la perspectiva sectorial, el bajo crecimiento en el trimestre fue reflejo del persistente desempeño negativo de la actividad industrial y del estancamiento de los servicios. El mercado laboral continuó debilitándose. En particular, persistió el estancamiento del empleo. Hacia delante, se espera que la economía nacional se mantenga con atonía. Los cambios en la política comercial de Estados Unidos, los cuales podrían implicar afectaciones profundas en los flujos comerciales y en la economía mundial, representan un importante riesgo a la baja para la economía nacional.

Entre el cuarto trimestre de 2024 y el primer trimestre de 2025, la inflación general anual disminuyó de 4.51 a 3.72%, respectivamente. Posteriormente, se situó en 4.22% en la primera quincena de mayo. En dicho lapso trimestral, la inflación subyacente anual pasó de 3.68 a 3.65% y se ubicó en 3.97% en la primera quincena de mayo. En su interior, la inflación de los servicios continuó reduciéndose, aunque su disminución fue compensada por cierto aumento en la de las mercancías, que sin embargo se mantuvo en niveles bajos. Por su parte, la inflación no subyacente anual se redujo de 7.07 a 3.86% entre trimestres. Este desempeño reflejó, principalmente, el desvanecimiento de los efectos de los choques de oferta que afectaron los precios algunas frutas y verduras y que se desvanecieron hacia finales de 2024, si bien también se registraron menores variaciones de los precios de las gasolinas y del gas L.P. En la primera quincena de mayo, la inflación no subyacente registró 4.78% influida, principalmente, por la mayor variación anual de los precios de los productos pecuarios.

En este Informe Trimestral se mantienen vigentes los pronósticos para la inflación general y subyacente publicados en el Anuncio de Política Monetaria del 15 de mayo de 2025. En comparación con el Informe previo, el pronóstico actual para la inflación general presenta ajustes al alza en el corto plazo que reflejan principalmente, niveles más elevados a los anticipados para la inflación subyacente. A su vez, este ajuste responde a que el incremento de la inflación de las mercancías ha sido mayor al previsto, en tanto que la reducción de la de los servicios ha sido más gradual de lo anticipado. Se mantiene la previsión de que la inflación general se sitúe en 3% en el tercer trimestre de 2026. 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 conforme los choques globales se han ido resolviendo. 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.

Ante el desenvolvimiento del panorama inflacionario, en el periodo que se reporta la Junta de Gobierno continuó con el ciclo de recortes en la tasa de referencia. En las tres reuniones que ha tenido en el año reiteró que el combate a la inflación se encuentra en una etapa en la cual se buscará llevarla de los niveles más bajos que ya presenta, alrededor de su promedio histórico previo a la pandemia, a la meta de 3%. Asimismo, 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. Ello considerando además el comportamiento del tipo de cambio, la debilidad de la actividad económica e incluyendo el posible impacto de los cambios de las políticas comerciales a nivel global. En este contexto, tomando en cuenta el panorama inflacionario y el grado de restricción monetaria prevaleciente, la Junta de Gobierno consideró apropiado reducir la tasa de referencia en mayor magnitud que en las reuniones de 2024. Así, en cada una de las tres decisiones que ha tenido en 2025, la disminuyó en 50 puntos base para llevarla a un nivel de 8.50%.

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.

2. Entorno económico y financiero externo

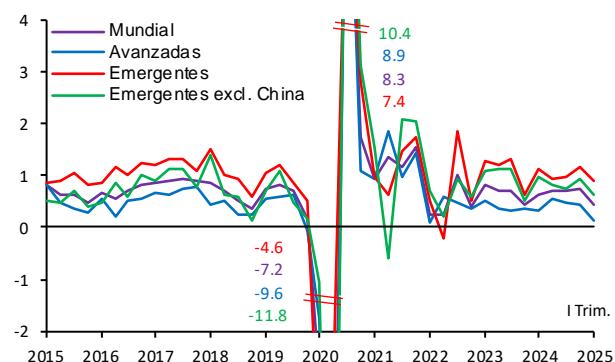
2.1. Actividad económica mundial

Durante el primer trimestre de 2025 la actividad económica global se expandió a un ritmo menor que el observado en el trimestre anterior (Gráfica 1). Tanto el grupo de economías avanzadas como el de emergentes registraron una tasa de crecimiento inferior a la del cuarto trimestre del año pasado. Lo anterior, principalmente por una contracción de la actividad económica en Estados Unidos y un menor dinamismo en China. Los índices de gerentes de compras de abril apuntan a una desaceleración del sector servicios a nivel global. Dichos índices también sugieren que se mantendría la atonía en la actividad manufacturera en las economías avanzadas y que se observaría un ligero retroceso en el grupo de las emergentes (Gráfica 2). Los indicadores disponibles de comercio mundial de mercancías registraron un incremento en el primer trimestre del año en relación con el cuarto trimestre del año pasado. No obstante, el panorama del comercio global se deterioró significativamente ante los cambios en la política comercial de Estados Unidos, así como por las respuestas de algunos de sus socios comerciales. Considerando las medidas arancelarias aplicadas al 14 de abril, la Organización Mundial del Comercio (OMC) revisó significativamente a la baja sus pronósticos de crecimiento del volumen de comercio global de mercancías y ahora anticipa una contracción para 2025. Los mayores recortes en dichas previsiones se concentran en Norteamérica y, en menor medida, en Asia (Cuadro 1).

De manera resumida, Estados Unidos impuso aranceles generalizados sobre las importaciones de algunos metales industriales y de bienes del sector automotriz. Además, estableció medidas que denominó de reciprocidad que consisten en un arancel general del 10% a las importaciones provenientes de todos los países, y un arancel adicional individual y más alto dirigido a un amplio

número de países con los que Estados Unidos tiene los mayores déficits comerciales, excluyendo algunos productos. No obstante, la entrada en vigor de este último se pospuso hasta julio, con excepción del aplicado a las importaciones procedentes de China. Estados Unidos también impuso aranceles a productos de México, China y Canadá argumentando razones de emergencia. En los casos de México y Canadá, exceptuó parte del comercio que se realiza en el marco del T-MEC. Todo lo anterior ha generado diferentes respuestas de represalia por parte de algunos de sus socios comerciales. En particular, las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China escalaron en abril, si bien posteriormente ambos países llegaron a un acuerdo de reducir la magnitud de los aranceles por tres meses mientras avanzan en la negociación de un acuerdo más amplio.

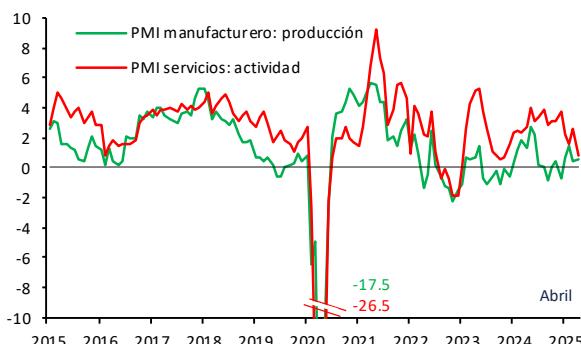
Gráfica 1
Mundial: crecimiento del PIB
Variación trimestral en por ciento, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Nota: La muestra de países utilizada para el cálculo representa el 85.3% del PIB mundial ajustado por paridad de poder de compra. Se utilizan pronósticos para algunos países de la muestra para el 1T-2025. Se acotó el rango de la gráfica para facilitar la lectura. Las cifras que se muestran corresponden al nivel mínimo y máximo de los indicadores que no se visualizan en la gráfica.

Fuente: Elaborado por el Banco de México con datos de Haver Analytics y Focus Economics.

Gráfica 2**Mundial: índices de gerentes de compras**Desviación respecto del nivel de 50 puntos, a.e.^{1/}

a.e./Cifras con ajuste estacional.

Nota: Se acotó el rango de la gráfica para facilitar la lectura. Las cifras que se muestran corresponden al nivel mínimo del indicador que no se visualiza en la gráfica.

1/ El índice varía entre 0 y 100 puntos. Una lectura por encima de 50 puntos indica una expansión y por debajo de 50 indica una contracción. Una lectura igual a 50 puntos indica que no hubo cambios.

Fuente: Elaborado por el Banco de México con datos de IHS Markit.

Cuadro 1**Mundial: pronósticos de crecimiento del volumen de comercio de 2025 y 2026**

Variación anual en por ciento

Periodo	Pronóstico abril 2025			Cambio ^{1/}	
	2024 ^{/o}	2025	2026	2024	2025
Total	2.9	-0.2	2.5	0.2	-3.2
Exportaciones					
Norteamérica	2.3	-12.6	-1.2	0.2	-15.5
Sudamérica	6.2	0.6	0.9	1.6	0.7
Europa	-1.7	1.0	2.5	-0.3	-0.8
Africa	1.3	0.6	1.7	-1.2	-1.6
Asia	8.0	1.6	3.5	0.6	-3.1
Importaciones					
Norteamérica	4.7	-9.6	-0.8	1.4	-11.6
Sudamérica	6.7	5.0	0.5	1.1	3.3
Europa	-2.2	1.9	2.7	0.1	-0.3
Africa	1.8	6.5	5.3	0.8	5.4
Asia	4.4	1.6	3.8	0.1	-3.5

O/ Observado.

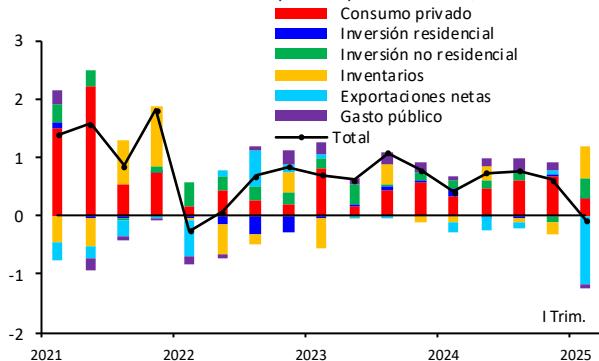
1/ Se refiere al cambio de los pronósticos respecto de octubre 2024.

Nota: Corresponden a los pronósticos que toman en cuenta las medidas arancelarias aplicadas al 14 de abril, considerando la pausa de los aranceles recíprocos más altos y diferenciados por país.

Fuente: Elaborado por el Banco de México con datos de WTO, Global Trade Outlook and Statistics, octubre de 2024 y abril de 2025.

Luego de haber mostrado ritmos de crecimiento sólidos a lo largo de 2024, la actividad económica estadounidense se contrajo en el primer trimestre del año en relación con el cuarto trimestre de 2024. El Producto Interno Bruto (PIB) decreció a una tasa trimestral ajustada por estacionalidad de 0.1%, después de haberse expandido 0.6% en el cuarto trimestre (Gráfica 3).¹ Este desempeño reflejó, en gran medida, una contribución negativa de las exportaciones netas, asociada con importaciones anticipadas buscando evitar los mayores aranceles anunciados por parte de Estados Unidos, así como una desaceleración del consumo privado. Aunque la inversión no residencial exhibió un incremento considerable, este fue explicado principalmente por el rubro de equipo aeroespacial, a su vez asociado con la normalización de la producción tras la resolución de conflictos laborales en ese sector en noviembre del año pasado. Así, el agregado de los componentes de la demanda interna se mantuvo en un nivel similar que el registrado el trimestre anterior. Los indicadores de confianza tanto de los consumidores como de los negocios se han deteriorado en lo que va del año.

Gráfica 3
EUA: PIB real y componentes
Variación trimestral en por ciento y contribuciones en puntos porcentuales, a.e.



a.e./Cifras con ajuste estacional.

Fuente: Elaborado por el Banco de México con datos de Bureau of Economic Analysis.

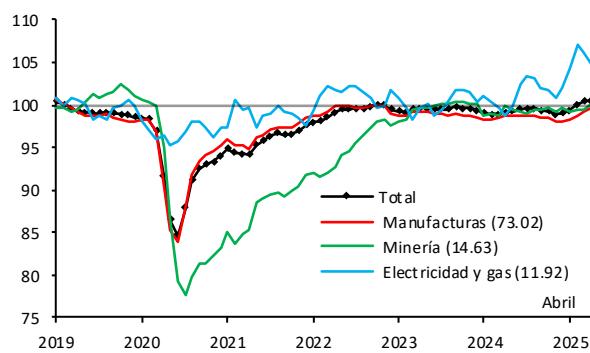
¹ Expresada como tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad, la variación del PIB de Estados Unidos fue de 2.4% en el cuarto trimestre de 2024 y de -0.3% en el primer trimestre de 2025.

La producción industrial en Estados Unidos registró un avance en el primer trimestre de 2025, luego de mantenerse prácticamente estancada por dos años consecutivos (Gráfica 4). Su crecimiento fue de 1.3% a tasa trimestral ajustada por estacionalidad. Ello como reflejo de un avance en los rubros de la manufactura y de la generación de electricidad y gas, al tiempo que la minería se mantuvo prácticamente sin cambio. La industria manufacturera creció 1.2% en parte ante un mayor dinamismo en el sector aeroespacial, el cual recuperó su nivel de producción previo a las disrupciones ocasionadas por los conflictos laborales en dicha industria anteriormente mencionados. Asimismo, el sector de generación de electricidad y gas repuntó 4.1% en el primer trimestre. Por su parte, la minería se contrajo 0.2%. En abril, la producción industrial registró prácticamente un estancamiento a tasa mensual ajustada por estacionalidad. Lo anterior reflejó un incremento de 3.3% en el rubro de la generación de electricidad y gas, el cual fue contrarrestado por las contracciones en los sectores de la manufactura y la minería de 0.4 y 0.3%, respectivamente. Los índices de gerentes de compras sugieren que la producción manufacturera permanecerá prácticamente sin cambio en mayo.

Gráfica 4

EUA: producción industrial

Promedio móvil de tres meses del índice enero 2019=100, a. e.



Nota: Los números entre paréntesis reflejan la participación en el total de la última observación.

a. e./Cifras con ajuste estacional.

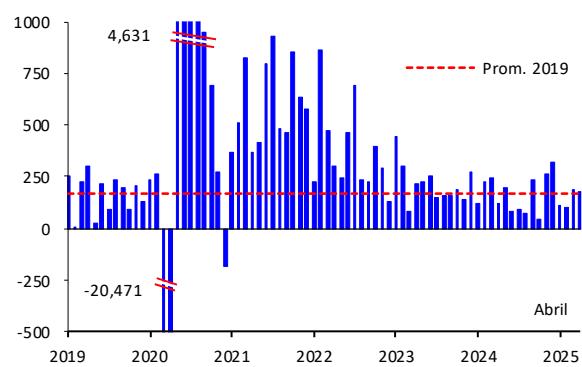
Fuente: Elaborado por el Banco de México con datos de la Reserva Federal.

El mercado laboral en Estados Unidos permaneció en condiciones cercanas al equilibrio. El cambio en la nómina no agrícola se ha moderado, si bien se mantiene sólido, alrededor del promedio de 2019. Este indicador pasó de una generación de 209 mil nuevas plazas en promedio mensual durante el cuarto trimestre de 2024 a 133 mil nuevas plazas en promedio por mes durante el primer trimestre de 2025. Por su parte, en abril, la nómina mostró un incremento más fuerte de lo esperado de 177 mil nuevas plazas, a pesar del entorno de incertidumbre comercial (Gráfica 5). El número de plazas vacantes disminuyó de 7.5 millones en diciembre a 7.2 millones en marzo, si bien se encuentra en niveles cercanos a los observados en 2019. Las solicitudes iniciales del seguro de desempleo se mantuvieron relativamente estables durante el periodo. Así, en la semana que concluyó el 17 de mayo se ubicaron en 227 mil nuevas solicitudes. La tasa de desempleo aumentó de 4.1% en diciembre a 4.2% en abril, de modo que continuó en niveles bajos. Finalmente, las revisiones salariales continuaron moderándose de tal forma que la variación anual del índice de costo del empleo pasó de 3.8% en el cuarto trimestre de 2024 a 3.6% en el primer trimestre de 2025 (Gráfica 6). Funcionarios de la Reserva Federal han señalado que no consideran que el mercado laboral sea una fuente significativa de presiones inflacionarias.

Gráfica 5

EUA: nómina no agrícola

Variación mensual en miles de empleos, a. e.

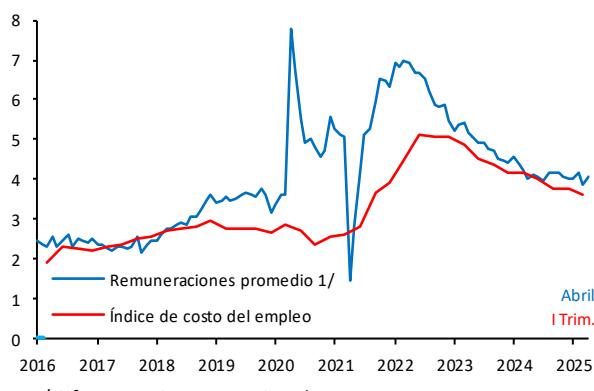


a. e./Cifras con ajuste estacional.

Nota: Se acotó el rango de la gráfica para facilitar su lectura. Las cifras que se muestran corresponden a los valores mínimo (abril de 2020) y máximo (junio de 2020) que no se visualizan en la gráfica.

Fuente: Elaborado por el Banco de México con datos de Bureau of Labor Statistics.

Gráfica 6
EUA: índices salariales
 Variación anual en por ciento, a.e.



a.e./ Cifras con ajuste estacional.

1/ Remuneraciones promedio por hora de producción y de empleados no supervisores.

Fuente: Elaborado por el Banco de México con datos de Bureau of Labor Statistics.

La economía de la zona del euro creció a un ritmo ligeramente mayor en el primer trimestre de 2025 en relación con el trimestre previo. El PIB de la región aumentó a una tasa trimestral ajustada por estacionalidad de 0.3%, luego de que en el trimestre previo creciera 0.2% (Gráfica 7).² La actividad industrial registró un avance durante los primeros tres meses del año, principalmente por un incremento en Alemania. Ello, en un contexto de compras anticipadas ante la imposición de aranceles por parte de Estados Unidos. Por otro lado, indicadores prospectivos apuntan a una desaceleración del sector servicios. En cuanto a su mercado laboral, este continúa estando robusto, si bien ha mostrado algunos signos en la dirección de relajamiento. La tasa de desempleo se mantuvo sin cambio entre diciembre de 2024 y marzo de 2025 en 6.2%, permaneciendo en niveles históricamente bajos. Por su parte, el empleo mostró un crecimiento de 0.3% en el primer trimestre del año, luego de haberse incrementado 0.1% en el trimestre previo.

Respecto del conjunto del resto de las principales economías avanzadas, en el primer trimestre de 2025 creció 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.

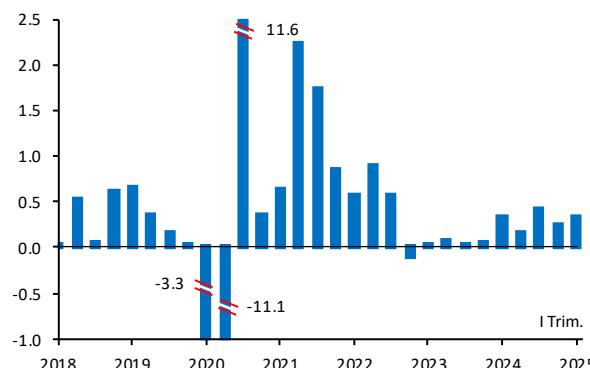
En el primer trimestre del año, el conjunto de las principales economías emergentes mostró un crecimiento inferior al del cuarto trimestre de 2024. Este fue el caso de China. Su PIB aumentó 1.2% a tasa trimestral ajustada por estacionalidad luego de haber avanzado 1.6% en el cuarto trimestre (Gráfica 8).³ Durante el primer trimestre del año, la variación anual de las exportaciones de ese país fue menor a la exhibida en el trimestre anterior, a pesar de que en algunos meses estas se vieron impulsadas ante las compras anticipadas por la imposición de aranceles a los productos chinos. Por su parte, las variaciones anuales de las ventas al menudeo, la producción industrial y la inversión fija acumulada mostraron un avance durante el primer trimestre en comparación con el cuarto trimestre del año pasado. Ello, en un contexto en el que las autoridades chinas implementaron diversos estímulos económicos. En abril, la variación anual de las exportaciones se moderó, si bien continuó sólida. Dicho comportamiento se debió principalmente a una disminución importante de las exportaciones hacia Estados Unidos, al tiempo que las dirigidas hacia Asia y Europa se incrementaron. Asimismo, las variaciones anuales de los indicadores de actividad interna también se desaceleraron en abril. En la Asamblea Popular 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 dicho 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. Lo anterior, en un entorno en el que la economía china continúa enfrentando importantes desafíos derivados de la debilidad de su sector inmobiliario y de su demanda interna, así como por las tensiones comerciales.

² Expresada como tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad, la variación del PIB de la zona del euro fue de 0.2% en el cuarto trimestre y de 0.3% en el primer trimestre de 2025. Expresada como tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad, la variación del PIB fue de 1.0% en el cuarto trimestre de 2024 y de 1.3% en el primer trimestre de 2025.

³ Expresada como tasa trimestral ajustada por estacionalidad, la variación del PIB de China fue de 1.6% en el cuarto trimestre de 2024 y de 1.2% en el primer trimestre de 2025. Expresada como tasa anual fue de 5.4% tanto en el cuarto trimestre de 2024 como en el primer trimestre de 2025.

Gráfica 7

Zona del euro: Producto Interno Bruto real
Variación trimestral en por ciento, a.e.



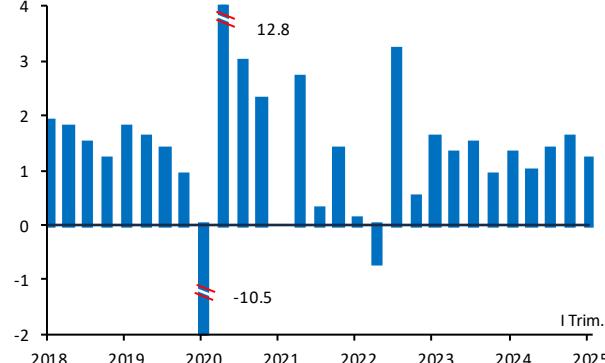
a.e./ Cifras con ajuste estacional.

Nota: Se acotó el rango de la gráfica para facilitar la lectura. La serie incluye a Croacia, economía que se incorporó a la zona del euro en enero de 2023.

Fuente: Elaborado por el Banco de México con datos de Eurostat.

Gráfica 8

China: Producto Interno Bruto real
Variación trimestral en por ciento, a.e.



a.e./ Cifras con ajuste estacional.

Nota: Se acotó el rango de la gráfica para facilitar la lectura.

Fuente: Elaborado por el Banco de México con datos de la Oficina Nacional de Estadísticas de China.

Las perspectivas de crecimiento global para 2025 y 2026 en su conjunto elaboradas por organismos internacionales se revisaron notablemente a la baja respecto de lo anticipado a principios de este año (Cuadro 2). Esto en un contexto de elevada incertidumbre ante cambios en la política económica estadounidense y las tensiones comerciales. En el caso de Estados Unidos, los pronósticos para 2025 y 2026 se ajustaron considerablemente a la baja y se espera que su economía registre una desaceleración respecto del crecimiento observado el año pasado. No obstante, se prevé que la economía estadounidense mantenga un ritmo de expansión relativamente más dinámico que el del resto de las

principales economías avanzadas. En cuanto a la zona del euro, sus previsiones de crecimiento se revisaron a la baja y ahora se espera que en 2025 crezca a un ritmo ligeramente menor respecto del año anterior, mientras que para 2026 se proyecta una recuperación moderada. Por su parte, los pronósticos para China también se revisaron a la baja y se prevé una desaceleración más marcada en este año y que mantenga este ritmo de crecimiento el próximo año.

Cuadro 2

Global: pronósticos de crecimiento del PIB real publicados por el FMI

Variación anual en por ciento

	WEO de abril 2025			Cambio respecto de enero 2025		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Mundial	3.3	2.8	3.0	0.1	-0.5	-0.3
Avanzados	1.8	1.4	1.5	0.1	-0.5	-0.3
Estados Unidos	2.8	1.8	1.7	0.0	-0.9	-0.4
Zona del euro	0.9	0.8	1.2	0.1	-0.2	-0.2
Emergentes	4.3	3.7	3.9	0.1	-0.5	-0.4
China	5.0	4.0	4.0	0.2	-0.6	-0.5

Fuente: Elaborado por el Banco de México con datos del Fondo Monetario Internacional (FMI), World Economic Outlook de enero y de abril 2025.

En un entorno en el que las tensiones comerciales entre Estados Unidos y varios de sus socios comerciales se han exacerbado, se considera que el balance de riesgos para las perspectivas de crecimiento de la economía global sigue sesgado a la baja y se ha deteriorado. Entre los principales riesgos a la baja destacan: i) un mayor escalamiento de las tensiones comerciales y una prolongada incertidumbre asociada con los cambios en política económica que podrían postergar las decisiones de inversión y gasto a nivel global; ii) un crecimiento menor al previsto en economías de importancia sistémica, como Estados Unidos y China; iii) una fragmentación económica que resulte en barreras para la inversión extranjera, las cadenas de producción, el comercio global, la transferencia de tecnología, la movilidad de los trabajadores y los sistemas de pagos internacionales; iv) un agravamiento de los conflictos geopolíticos; v) condiciones financieras y de otorgamiento de crédito apretadas por más tiempo; y vi) elevados niveles de endeudamiento y de déficit del sector público en algunas economías. Entre los riesgos al alza para el

crecimiento global destacan: i) un crecimiento por encima de lo esperado de la actividad económica en Estados Unidos; ii) mayores efectos de lo previsto resultantes de los estímulos económicos en China; iii) una disminución de la inflación subyacente más acelerada de lo anticipado que conduzca a una reducción de las tasas de política monetaria mayor de la esperada.

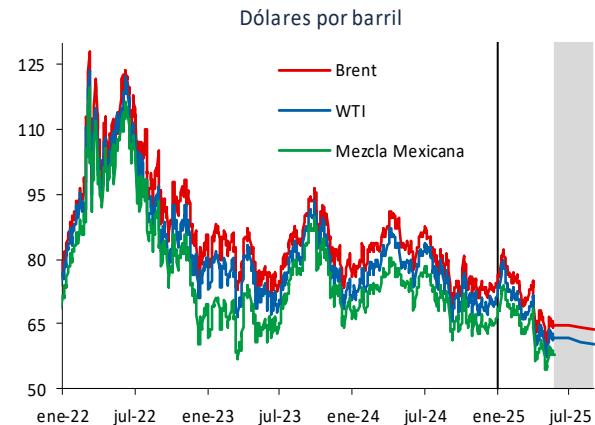
2.2. Precios de las materias primas

Los precios internacionales de las materias primas en general disminuyeron durante el periodo que cubre este Informe. No obstante, destacó el aumento en el precio de los metales industriales durante los primeros tres meses del año, así como el de los preciosos a lo largo del periodo. Respecto de las cotizaciones del petróleo, estas exhibieron una tendencia a la baja por preocupaciones de una menor demanda ante la elevada incertidumbre comercial, al tiempo que se prevé una mayor producción de crudo por parte de Estados Unidos y de la Organización de Países Exportadores de Petróleo y países aliados (OPEP+). En particular, a inicios de abril, los precios registraron una caída considerable ante la perspectiva de una menor actividad económica tras el anuncio por parte de Estados Unidos sobre la imposición de aranceles generalizados a sus importaciones. Hacia mediados de mayo algunas de estas medidas se mitigaron, lo que apoyó cierta recuperación de las cotizaciones. Por otro lado, a lo largo del periodo, las cotizaciones registraron algunas presiones al alza en parte por las sanciones anunciadas e impuestas por Estados Unidos al crudo de ciertos países. Aunque estas fueron contrarrestadas por la expectativa de un mercado de crudo superavitario. Los datos más recientes de los contratos de futuros sugieren que los precios del crudo podrían disminuir hacia el tercer trimestre de 2025 (Gráfica 9).

Los precios de referencia del gas natural se ubican por debajo de los niveles registrados al inicio del año, si bien mostraron fluctuaciones a lo largo del periodo. En Europa, la cotización disminuyó a partir de

mediados de febrero ante las conversaciones sobre una posible negociación para poner fin al conflicto entre Rusia y Ucrania, y por mayores niveles de inventarios en esa región. No obstante, a lo largo del periodo se registraron presiones al alza ante la expectativa de una mayor demanda y la interrupción del flujo de gas ruso hacia Europa, así como por la propuesta de la Comisión Europea de suspender las importaciones de gas ruso por parte de la región a finales de 2027. Por su parte, el precio de referencia en Estados Unidos se incrementó durante los primeros tres meses del año debido a una mayor demanda en ese país. En particular, durante la tercera semana de enero y de febrero la cotización estadounidense exhibió aumentos pronunciados, aunque transitorios, como consecuencia de fenómenos meteorológicos adversos en dicho país. A partir de abril, los precios tendieron a disminuir ante la expectativa de mayores niveles de inventarios en ese país. Los contratos de futuros anticipan un posible aumento en los precios del gas en Estados Unidos y que la cotización europea se mantenga en niveles similares durante el tercer trimestre de 2025 (Gráfica 10).

Gráfica 9
Precios del petróleo crudo



Nota: La línea vertical indica el inicio del 1T-25. El área sombreada muestra la curva de futuros que comprende datos hasta septiembre de 2025.

Fuente: Elaborado por el Banco de México con datos de Bloomberg.

Gráfica 10
Precios internacionales de gas natural



Nota: La línea vertical indica el inicio del 1T-25. El área sombreada muestra la curva de futuros que comprende datos hasta septiembre de 2025. El 17 de enero se registró un precio de 9.3 y el 19 de febrero de 7.8 dólares por millón de BTU para Estados Unidos.

1/Precio Spot del Gas Natural Henry Hub.

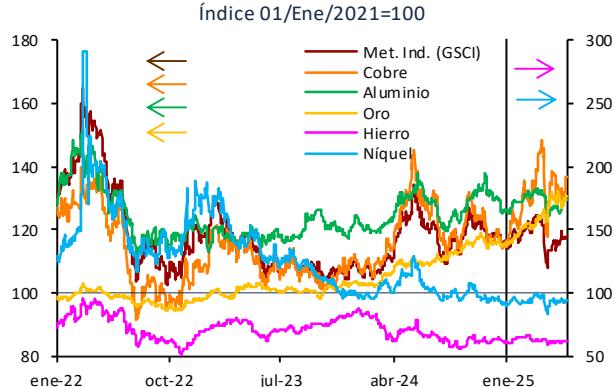
2/Dutch TTF.

Fuente: Elaborado por el Banco de México con datos de Bloomberg.

Los precios de los metales industriales exhibieron un aumento significativo durante el primer trimestre del año, si bien en general dicha tendencia al alza se revirtió parcialmente en abril. En particular, las cotizaciones estadounidenses del aluminio y del acero aumentaron durante los primeros tres meses del año ante compras adelantadas tras el anuncio del gobierno de Estados Unidos de imponer aranceles a las importaciones de dichos metales. Por su parte, el precio del cobre registró presiones al alza ante preocupaciones de que eventualmente también pudiera ser gravado y luego del anuncio sobre estímulos económicos y fiscales por parte de las autoridades chinas. Así, el precio del cobre alcanzó un máximo histórico durante la última semana de marzo. No obstante, en abril la ganancia de las cotizaciones, en general, se revirtió parcialmente debido a preocupaciones de una menor demanda ante el incremento de las tensiones comerciales, principalmente entre Estados Unidos y China. Dichas tensiones disminuyeron hacia mediados de mayo, lo que contribuyó a una recuperación de las cotizaciones. Por su parte, los precios de los metales preciosos subieron a partir de enero, impulsados por el incremento en la demanda por activos de refugio. Ello asociado, en parte, con la mayor incertidumbre alrededor de los cambios de diversas políticas en Estados Unidos, y con la preocupación de que la administración estadounidense pudiera imponer un

arancel al oro. En particular, dicho metal alcanzó un nuevo máximo histórico en la primera semana de mayo (Gráfica 11).

Gráfica 11
Precios de metales seleccionados

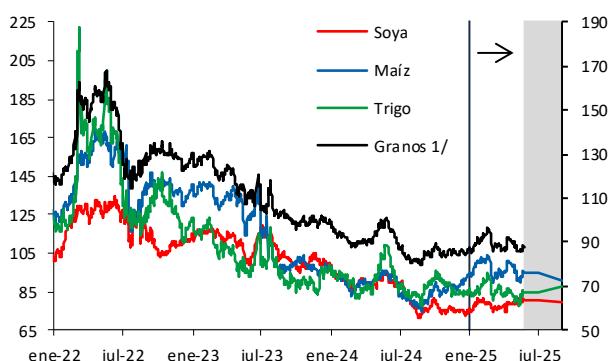


Nota: La línea vertical indica el inicio del 1T-25. El índice GSCI es un indicador de 24 materias primas elaborado por Goldman Sachs. En particular, el componente de metales industriales sigue los precios del aluminio, cobre, níquel, zinc y plomo.

Fuente: Elaborado por el Banco de México con datos de Bloomberg.

La mayoría de las cotizaciones de los granos se ubican en niveles similares a los registrados a inicios de año. No obstante, estas mostraron fluctuaciones a lo largo del periodo, asociadas con cambios en la percepción del riesgo de imposición de represalias comerciales a las exportaciones agrícolas estadounidenses y con la expectativa de oferta de granos ante las condiciones climáticas. Hacia mediados de abril y principios de mayo las cotizaciones de maíz y trigo registraron ciertas presiones a la baja, relacionadas con la perspectiva de una mayor producción en algunos países, las cuales se han revertido recientemente. En el caso particular del precio de la soya, hacia mediados de mayo, este continuó aumentando debido en parte a la expectativa de menores inventarios en Estados Unidos, así como a la perspectiva de una mayor demanda ante la disminución de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China. Por su parte, la cotización del café aumentó durante enero y la primera mitad de febrero debido, en parte, a condiciones climáticas adversas en Vietnam y Brasil, alcanzando un máximo histórico en la segunda semana de febrero. Los datos más recientes de los contratos de futuros sugieren que el precio del trigo podría aumentar, mientras que se anticipa que las cotizaciones de soya y de maíz disminuyan en el tercer trimestre de 2025 (Gráfica 12).

Gráfica 12
Precios de los granos
Índice 01/Ene/2021=100



Nota: La línea vertical indica el inicio del 1T-25. Los precios se refieren al contrato vigente de los futuros de los granos. El área sombreada muestra la curva de futuros que comprende datos hasta septiembre de 2025.

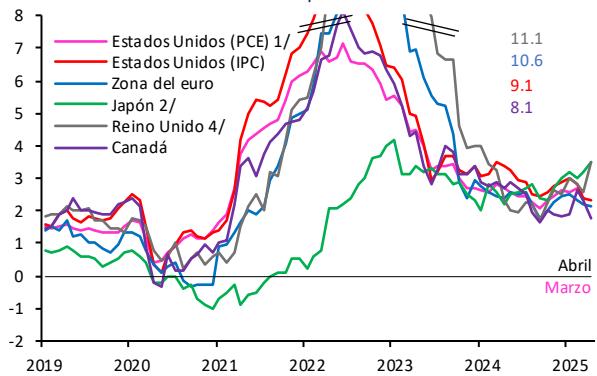
1/ Se refiere al subíndice del S&P GSCI de granos integrada por maíz, soya y trigo. Para el trigo solo se considera la cotización de Chicago.

Fuente: Elaborado por el Banco de México con datos de Bloomberg.

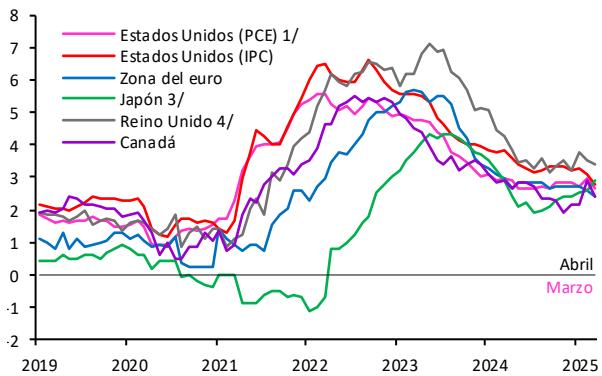
2.3. Tendencias de la inflación en el exterior

Durante gran parte de 2024, se observó un avance generalizado en la convergencia de la inflación hacia los objetivos de los bancos centrales en un amplio número de países. En lo que va de 2025, las inflaciones general y subyacente exhibieron un comportamiento heterogéneo entre economías tanto en el grupo de las avanzadas como en el de las emergentes (Gráficas 13, 14, 18 y 19). En el caso de las emergentes las disminuciones han venido ganando preponderancia. A pesar de ello, la inflación continúa por encima de los objetivos de los respectivos bancos centrales en un amplio número de países.

Gráfica 13
a) Economías avanzadas: inflación general anual
Cifras en por ciento



b) Economías avanzadas: inflación subyacente anual
Cifras en por ciento



1/ Se refiere al deflactor del gasto en consumo personal.

2/ Excluye alimentos frescos.

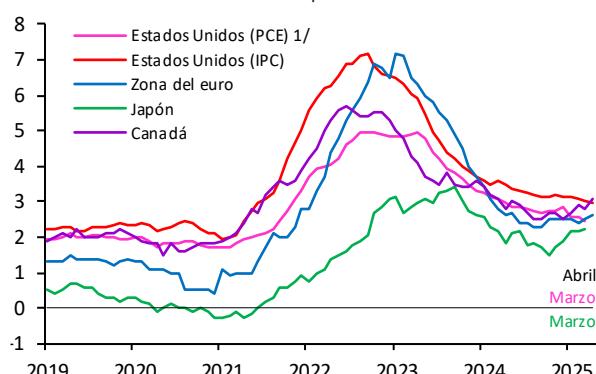
3/ Excluye alimentos frescos y energía.

4/ Se emplea el índice armonizado.

Nota: Las series incluyen información hasta abril de 2025, excepto para el caso de Estados Unidos (PCE), cuyo último dato disponible corresponde a marzo de 2025. Se acotó el rango de la gráfica para facilitar la lectura.

Fuente: Elaborado por el Banco de México con datos del 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.

Gráfica 14
Economías avanzadas: medias truncadas de la inflación anual
Cifras en por ciento



Nota: para las series de medias truncadas se truncan las colas superiores e inferiores de la distribución de la variación de la totalidad de los rubros que componen el índice de inflación general. La suma de los recortes de ambas colas de la distribución como porcentaje de la canasta total de cada país son: 55% Estados Unidos (PCE), 16% Estados Unidos (IPC), 45% zona del euro, 20% Japón y 40% Canadá. Las series incluyen información hasta abril de 2025, excepto para los casos de Estados Unidos (PCE) y Japón, cuyo último dato disponible corresponde a abril de 2025.

1/ Se refiere al deflactor del gasto en consumo personal.

Fuente: Elaborado por el Banco de México con datos de la Reserva Federal de Dallas, Reserva Federal de Cleveland, Banco Central Europeo, Banco de Japón e Instituto de Estadística de Canadá.

En las principales economías avanzadas, la inflación general anual exhibió aumentos a inicios del primer trimestre de 2025, si bien en algunos casos esta disminuyó en sus lecturas recientes (Gráfica 13). Los aumentos de la inflación del componente subyacente se han dado en algunos casos como resultado de un incremento en la inflación de los bienes, aunque esta continúa en niveles bajos. Por su parte, en algunas economías, la disminución en la inflación de los servicios ha contribuido a la reducción de la inflación subyacente.

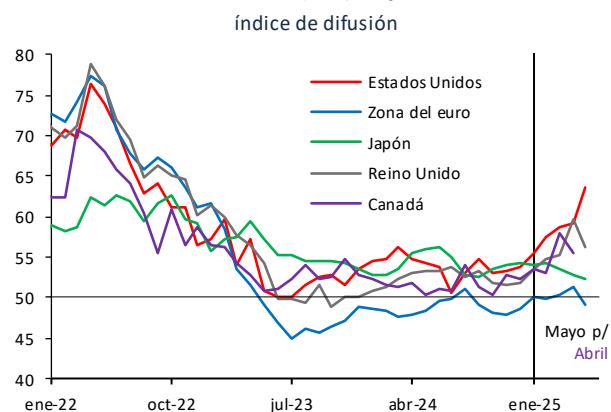
En Estados Unidos, la inflación general anual medida por el índice de precios al consumidor disminuyó de 2.9% en diciembre a 2.3% en abril. Dicha reducción fue resultado, en gran medida, de una mayor deflación de los energéticos y una menor inflación subyacente, la cual fue contrarrestada parcialmente por un aumento en la inflación de los alimentos. Respecto del componente subyacente, luego de mostrar cierta persistencia a finales de 2024, su variación anual se redujo de 3.2% en diciembre a 2.8% en abril. Lo anterior, como resultado de una

disminución en la inflación de los servicios, la cual fue parcialmente contrarrestada por un aumento en la inflación de los bienes, si bien esta última se ha mantenido en niveles alrededor de cero en sus lecturas recientes. Por su parte, el deflactor del gasto en consumo personal bajó de 2.6% en diciembre a 2.3% en marzo. En cuanto a la inflación anual de su componente subyacente, esta se redujo de 2.9 a 2.6% en el mismo periodo.

En la zona del euro, la inflación general anual disminuyó de 2.4% en diciembre a 2.2% en abril. La inflación de los energéticos se redujo, mientras que la de los alimentos se incrementó en el mismo periodo. El componente subyacente, luego de haber disminuido de 2.7% en diciembre a 2.4% en marzo, se incrementó a 2.7% en abril. Esto último ante un repunte en dicho mes en la inflación de los servicios, en tanto que la inflación de bienes se mantuvo relativamente estable en niveles bajos.

Los efectos de los cambios en la política comercial de Estados Unidos y de las respuestas de algunos de sus socios comerciales parecen no haberse reflejado aún en el comportamiento de los precios al consumidor en el periodo que se reporta. Sin embargo, se observaron afectaciones en algunos indicadores de opinión. En particular, los indicadores de los índices de gerentes de compras tanto de precios pagados como cobrados aumentaron en los primeros meses del año en varias economías avanzadas (Gráfica 15).

Gráfica 15
Economías avanzadas: índices de gerentes de compras del sector manufacturero (PMI) de precios cobrados



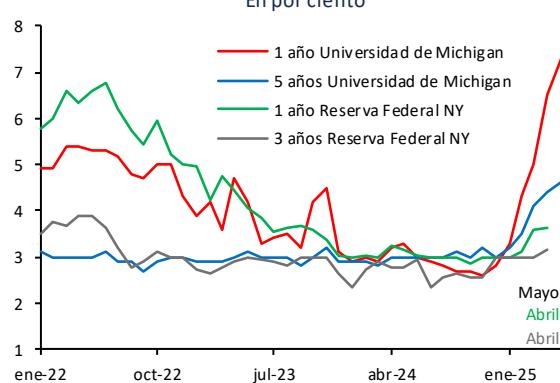
Nota: La línea vertical indica el inicio del 1T-25.

p/preliminar

Fuente: Elaborado por el Banco de México con datos de S&P Markit.

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 algunas de las principales economías avanzadas. No obstante, para la mayoría de las economías se sigue anticipando que la inflación se ubique en niveles por encima de los objetivos de sus respectivos bancos centrales al cierre del año. En algunos países la inflación esperada al final del año por analistas se ha revisado al alza en meses recientes. En particular, los pronósticos de inflación para Estados Unidos han aumentado respecto de las previsiones que se tenían al cierre del año pasado. De igual forma, las expectativas de inflación de corto y largo plazo de los consumidores encuestados por la Universidad de Michigan han aumentado de manera significativa en el periodo que se reporta, ubicándose actualmente en niveles notablemente elevados (Gráfica 16). Lo anterior, en un contexto de elevada incertidumbre ante el anuncio e implementación de diversos aranceles a nivel global.

Gráfica 16
Estados Unidos: expectativas de inflación de los consumidores



Nota: Las series incluyen información hasta mayo de 2025, excepto para las expectativas de la Reserva Federal de Nueva York, cuyo último dato disponible corresponde a abril de 2025.

Fuente: Elaborado por el Banco de México con datos de la Survey of Consumer Expectations de la Reserva Federal de Nueva York y Universidad de Michigan.

Los indicadores de compensación por inflación y riesgo inflacionario a largo plazo derivados de instrumentos financieros para las principales economías avanzadas registraron fluctuaciones durante el periodo que se reporta. En particular, durante marzo y la primera mitad de abril se observaron disminuciones generalizadas, mientras que en semanas recientes se ha observado cierta

volatilidad con una tendencia al alza en algunas economías. Lo anterior ha reflejado las preocupaciones en los mercados financieros, por un lado, sobre los efectos inflacionarios de la imposición de aranceles por parte de Estados Unidos y otras economías y, por otro, sobre su efecto en el desempeño de la actividad económica en el mediano plazo. Actualmente estos indicadores se ubican en un nivel cercano al observado a finales de 2024 (Gráfica 17).

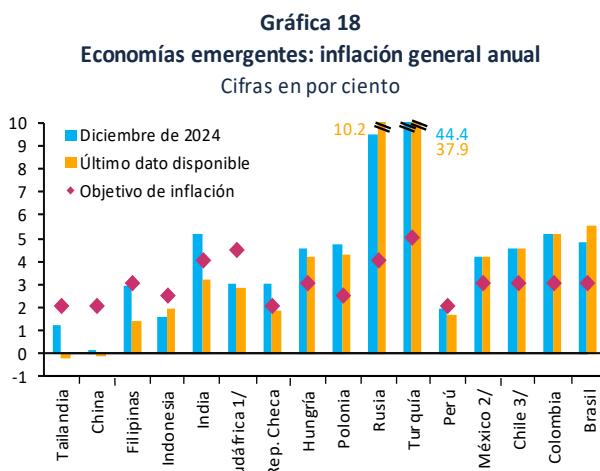
Gráfica 17
Economías avanzadas: compensación por inflación y riesgo inflacionario a 5 años dentro de 5 años
Cifras en por ciento



Nota: Las series se calculan con la diferencia entre las tasas nominales de 10 y 5 años y las correspondientes a los instrumentos ajustados por inflación. La línea vertical indica el inicio del T1-25.

Fuente: Elaborado por el Banco de México con datos de J.P. Morgan.

En las economías emergentes, la inflación general anual exhibió disminuciones respecto de los niveles registrados a finales de 2024 en un amplio número de casos (Gráfica 18). Los decrementos estuvieron apoyados en algunos países por una reducción del componente subyacente (Gráfica 19). En la región asiática, la inflación general se redujo de manera generalizada 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 se mantuvieron bajas durante el periodo que se reporta. La inflación general anual disminuyó de 0.1% en diciembre a -0.1% en abril. Asimismo, la inflación subyacente anual de dicho país se incrementó de 0.4 a 0.5% en el mismo periodo. A inicios de marzo, en la Asamblea Popular Nacional, China anunció un ajuste en su objetivo de inflación de 3 a 2% para 2025. En comparación, en América Latina el proceso de convergencia se ha dado de manera más gradual.



Nota: Para el caso de los bancos centrales que no tienen objetivo puntual de inflación se presenta el punto medio de su intervalo o rango de tolerancia. Se acotó el rango de la gráfica para facilitar la lectura.

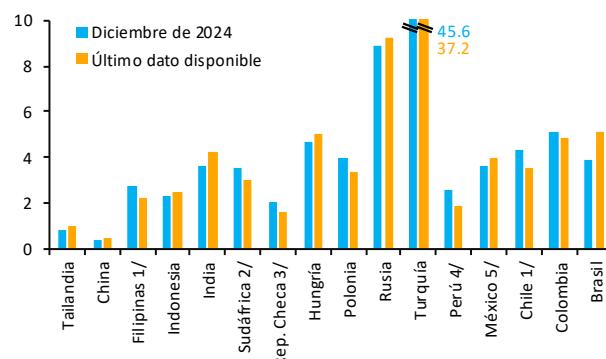
1/Se reporta la inflación "CPI for All Urban Areas".

2/Cifras correspondientes a la primera quincena de mayo.

3/ Se reporta la inflación general que publica el Instituto Nacional de Estadísticas de Chile.

Fuente: Elaborado por el Banco de México con datos de bancos centrales y oficinas nacionales de estadística correspondientes.

Gráfica 19
Economías emergentes: inflación subyacente anual
Cifras en por ciento



Nota: Se acotó el rango de la gráfica para facilitar la lectura.

1/Hace referencia a la serie que excluye volátiles utilizada por el Banco Central de Chile y el Instituto de Estadística de Filipinas.

2/Se reporta la inflación "Core CPI for All Urban Areas".

3/ Esta medida excluye el impacto de precios regulados, ajustes de impuestos y otras medidas administrativas.

4/ Se utiliza la serie "IPC Sin Alimentos y Energía" que reporta el Banco Central de Reserva del Perú.

5/Cifras correspondientes a la primera quincena de mayo.

Fuente: Elaborado por el Banco de México con datos de Haver Analytics.

El balance de riesgos para la inflación mundial se mantiene sesgado al alza, en un entorno de mayor incertidumbre. Entre los riesgos al alza se encuentran: i) que los cambios en las políticas comerciales de Estados Unidos y sus socios comerciales resulten en nuevas barreras al comercio global, mayores costos y presiones cambiarias que abonen a la persistencia de la inflación subyacente, retrasando la convergencia de la inflación a los objetivos de los bancos centrales; ii) que las presiones salariales en algunas economías sean mayores a las previstas; iii) un incremento en los precios de las materias primas e insumos ante disruptiones en las cadenas de suministro derivadas de diversos factores, entre ellos una intensificación de los conflictos comerciales y geopolíticos; iv) una falta de sincronización entre políticas fiscales y monetarias que genere mayores presiones inflacionarias; y v) eventos climatológicos que pudieran generar desequilibrios entre oferta y demanda en algunos mercados. Entre los riesgos a la baja destacan: i) una desaceleración de la demanda global mayor a la anticipada; y ii) disminuciones en los precios de las materias primas y de los energéticos ante una menor demanda a la prevista por parte de China, un exceso de oferta o una mayor diversificación de las fuentes de suministro de materias primas que reduzca los riesgos derivados de una concentración del abastecimiento.

2.4. Política monetaria y mercados financieros internacionales

En el periodo que se reporta, un amplio número de bancos centrales de las principales economías avanzadas y emergentes disminuyeron sus tasas de política monetaria, en tanto que algunos decidieron no modificarlas en sus decisiones más recientes, incluyendo a la Reserva Federal de Estados Unidos. Respecto de las acciones futuras, los bancos centrales han mencionado, en general, que los ajustes hacia delante de las tasas continuarán dependiendo de la información económica y sus implicaciones para el panorama inflacionario, señalando que se encuentran enfrentando elevada incertidumbre.

En las principales economías avanzadas, varios de los institutos centrales continuaron con la disminución de sus tasas de referencia, al tiempo que algunos de ellos decidieron no ajustarlas en su decisión más

reciente (Cuadro 3). La Reserva Federal de Estados Unidos la conservó sin modificación a lo largo de todo el periodo. Asimismo, los bancos centrales de las principales economías avanzadas continuaron con la reducción gradual de sus tenencias de valores, si bien la Reserva Federal redujo el ritmo de disminución. El Banco de Japón determinó incrementar su tasa de referencia en enero, aunque la dejó en el mismo nivel en sus decisiones más recientes.

En mayor detalle, la Reserva Federal de Estados Unidos mantuvo sin cambio el rango objetivo para la tasa de fondos federales en las tres decisiones que han tomado en lo que va del año, luego de haberlo disminuido en un total de 100 puntos base durante 2024. Así, dicho rango se ubica actualmente entre 4.25 y 4.50%. El Comité Federal de Mercado Abierto (*FOMC*) señaló que la incertidumbre en torno al panorama económico se ha incrementado aún más. Comentó que se encuentra atento a los riesgos en ambos aspectos de su doble mandato y agregó que considera que los riesgos de un mayor desempleo y de una mayor inflación han aumentado. Precisó nuevamente que al considerar la magnitud y el momento de ajustes adicionales al rango objetivo de la tasa de fondos federales evaluará cuidadosamente la nueva información, la evolución de las perspectivas y el balance de riesgos. En marzo el Comité anunció que desaceleraría el ritmo de reducción de sus tenencias de valores a partir de abril.⁴

En conferencia de prensa, el presidente de la Reserva Federal señaló que consideran que la postura monetaria actual los deja bien posicionados para responder de manera oportuna a posibles acontecimientos económicos. Comentó que los aumentos arancelarios anunciados hasta ahora han sido significativamente mayores de lo anticipado. Sin embargo, señaló que dichas políticas se encuentran aún en evolución y que sus efectos sobre la economía siguen siendo altamente inciertos. Detalló que si los

aumentos arancelarios anunciados se mantienen es probable que generen un aumento en la inflación, una desaceleración del crecimiento económico y un aumento del desempleo. Precisó que los efectos sobre la inflación podrían ser temporales pero también más persistentes dependiendo de la magnitud de los efectos de los aranceles, la temporalidad de su traspaso a los precios y de que las expectativas de inflación de largo plazo se mantengan ancladas. Comentó que el Comité se podría encontrar en un escenario complejo en el que los objetivos de su doble mandato entren en conflicto pero que por el momento están bien posicionados para esperar a tener mayor claridad antes de considerar cualquier ajuste.

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 se mantuvo sin cambio en 2.2 y 2.0% para 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 2025 y 2026 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, en 3.4% para 2026 y en 3.1% para el cierre de 2027. Asimismo, la mediana de la expectativa de tasa en el largo plazo se mantuvo en 3.0%. Dichas previsiones implicarían 50 puntos base de recortes durante 2025 respecto del nivel de la tasa actual.

⁴ En el comunicado de la reunión de marzo, se anunció que el Comité disminuiría a partir de abril el límite mensual de valores del Tesoro que pueden vencer sin ser reinvertidos de 25 a 5 mil millones de dólares.

Asimismo, se conservaría el límite mensual de deuda de agencias y valores respaldados por hipotecas de agencias que pueden vencer sin ser reinvertidos en 35 mil millones de dólares.

Cuadro 3
Economías avanzadas: indicadores de política monetaria e inflación

País	Meta de inflación ^{1/}	Último dato de inflación general anual ^{2/}	Último dato de inflación subyacente anual ^{3/}	Brecha de inflación general actual ^{4/}	Cambio acum. neto en la TPM durante el 4T-24 ^{5/}	Cambio acum. neto en la TPM de inicios del 1T-25 a la fecha ^{6/}	TPM actual	Cambio esperado en la TPM para el cierre de 2025 ^{7/}	Cambio esperado en la TPM para el cierre de 2026 ^{8/}	Tasa real ex ante ^{9/} actual
	Por ciento			Puntos porcentuales	Puntos base		Por ciento	Puntos base		Por ciento
Canadá	2.0	1.7	2.6	-0.3	-100	-50	2.75	-26.0	-22.2	0.6
Estados Unidos	2.0	2.3	2.6	0.3	-50	0	4.38	-41.4	-100.3	1.2
Japón	2.0	3.5	3.0	1.5	0	25	0.50	11.9	33.0	-1.1
Zona del euro	2.0	2.2	2.7	0.2	-50	-75	2.25	-58.6	-55.4	0.6
Reino Unido	2.0	3.5	3.8	1.5	-25	-50	4.25	-30.4	-56.8	1.8

Nota: TPM hace referencia a la tasa de política monetaria.

1/ Como meta de inflación se utiliza el objetivo puntual (Reino Unido, Japón y la zona del euro), el punto medio del rango de variabilidad (Canadá) o el objetivo promedio (Estados Unidos) definido por los bancos centrales.

2/ Para Estados Unidos se utiliza el Deflactor del Gasto en Consumo Personal (*PCE*). La serie de Japón excluye alimentos frescos. Para la zona del euro se reportan cifras preliminares correspondientes a enero. Para el Reino Unido se emplea el índice armonizado.

3/ La serie de Japón excluye alimentos frescos y energía.

4/ Diferencia entre el último dato disponible de inflación general anual y la meta de inflación.

5/ Diferencia entre la tasa de política monetaria del 30 de septiembre y el 31 de diciembre de 2024.

6/ Diferencia entre la tasa de política monetaria actual y la del 31 de diciembre de 2024.

7/ Para la zona del euro se reporta la tasa de depósitos y para Estados Unidos el punto medio del intervalo objetivo.

8/ Se reporta la diferencia entre el nivel actual de la tasa de política monetaria y el nivel implícito para diciembre del año señalado obtenido con la curva OIS. Esta se construye con el *swap* de la tasa de interés fija por flotante en donde la tasa de interés fija es la tasa de referencia efectiva a un día.

9/ La tasa real ex ante se calcula como la diferencia entre la tasa de política monetaria y las medianas de las expectativas de inflación para el primer trimestre de 2026 de Bloomberg consultadas durante mayo. Para la tasa de Estados Unidos se tomó el punto medio del rango objetivo de la tasa de fondos federales, mientras que para la zona del euro se tomó la tasa de depósitos. En la zona del euro la tasa real ex ante calculada con la tasa de refinanciamiento tiene un valor de 1.1%.

Fuente: Elaborado por el Banco de México con datos de Haver Analytics, Bloomberg, bancos centrales y oficinas nacionales de estadística correspondientes.

El Banco Central Europeo (BCE) continuó disminuyendo sus tasas de referencia en sus decisiones de enero, marzo y abril, con recortes adicionales de 25 puntos base. Así, sus tasas de depósitos, de refinanciamiento y de préstamos se ubican actualmente en 2.25, 2.40 y 2.65%, respectivamente. El Consejo de Gobierno de dicho Instituto Central señaló en marzo que su política monetaria se estaba volviendo significativamente menos restrictiva. En abril, reiteró que los datos de inflación muestran que el proceso desinflacionario está encaminado y que avanza según lo previsto. Indicó que, especialmente en las condiciones actuales de una incertidumbre excepcional, 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*) están 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 abril, la presidenta de dicha institución argumentó que deberán estar listos para tomar decisiones adecuadas y ágiles sobre su postura monetaria, considerando la velocidad con que están ocurriendo los acontecimientos. Indicó que no comentaría sobre la dirección de la política monetaria pero sí sobre el destino, que es alcanzar el objetivo de inflación de 2% de manera sostenida. Reiteró que deben seguir un enfoque dependiente de los datos y que el Consejo está decidido a tomar las medidas y utilizar los instrumentos adecuados para alcanzar dicho objetivo.

En las principales economías emergentes, los bancos centrales tomaron decisiones diferenciadas de política monetaria (Cuadro 4). Mientras que varios siguieron disminuyendo sus tasas de referencia, otros las mantuvieron sin cambio en sus decisiones

recientes. El Banco Central de Polonia anunció un recorte de 50 pb en mayo, la primera disminución en su tasa de interés desde 2023. El Banco de la Reserva de la India disminuyó en febrero su tasa de referencia por primera vez en casi cinco años y la recortó nuevamente en abril. Asimismo, cambió su postura de neutral a acomodaticia. En China, el Banco Central reiteró que adoptará durante 2025 una política monetaria moderadamente expansiva. Anunció que se implementarían varias medidas durante mayo, entre las que se incluyeron recortes en su razón de requerimientos de reservas y en diversas tasas de interés. En particular, las tasas de interés preferenciales de préstamo (*LPR*) de uno y cinco años disminuyeron en 10 pb en mayo, luego de haberse mantenido sin cambio en los primeros meses del año. Por su parte, el Banco Central de Brasil incrementó su tasa de referencia en 100 puntos base en sus decisiones de enero y marzo, y en 50 pb en su decisión de mayo.

Las trayectorias esperadas de tasas de política monetaria implícitas en las curvas de *swaps* (*OIS*) para algunas de las principales economías avanzadas se revisaron a la baja respecto de lo anticipado a finales del trimestre previo durante gran parte del periodo que se reporta. Lo anterior, ante preocupaciones sobre el desempeño de la actividad económica en el mediano plazo, las cuales predominaron sobre aquellas respecto de los efectos inflacionarios de los cambios recientes en política comercial. No obstante, en semanas recientes se han observado aumentos ante una perspectiva de moderación en el conflicto comercial entre Estados Unidos y otras economías. Así, en el caso de Estados Unidos, la previsión más reciente para la tasa de fondos federales para el cierre de 2025 se ubica en un nivel cercano al que se anticipaba al término del cuarto trimestre de 2024. No obstante, el nivel esperado para el cierre de 2026 se redujo en mayor medida, al pasar de 3.9 a 3.4%. Por otro lado, el nivel esperado para la tasa de referencia al cierre de 2025 disminuyó de 1.8 a 1.7% para la zona del euro, de 2.7 a 2.5% para Canadá, de 4.3 a 3.9% para Reino Unido y de 0.7 a 0.6% para Japón.⁵

⁵ Actualizado con información de la OIS al cierre del 20 de mayo de 2025.

Cuadro 4
Economías emergentes: indicadores de política monetaria e inflación

País	Meta de inflación ^{1/}	Último dato de inflación general anual	Último dato de inflación subyacente anual	Brecha de inflación general actual ^{2/}	Cambio		Cambio Acum.	TPM actual	Tasa real ex ante actual ^{5/}
					Acum. Neto en la TPM durante el 4T-24 ^{3/}	Neto en la TPM de inicios del 1T-25 a la fecha ^{4/}			
		Por ciento		Puntos porcentuales	Puntos base		Por ciento		
Turquía	5.00	37.86	37.16	32.86	-250	-150	46.00	21.40	
Rusia	4.00	10.23	9.21	6.23	200	0	21.00	14.75	
Brasil	3.00	5.53	5.13	2.53	150	250	14.75	9.81	
Colombia	3.00	5.16	4.90	2.16	-75	-25	9.25	5.05	
México ^{6/}	3.00	4.22	3.97	1.22	-50	-150	8.50	4.65	
Sudáfrica ^{7/}	4.50	2.83	3.03	-1.67	-25	-25	7.50	3.35	
Hungría	3.00	4.15	5.00	1.15	0	0	6.50	3.30	
Filipinas	3.00	1.43	2.24	-1.57	-50	-25	5.50	2.90	
Indonesia	2.50	1.95	2.50	-0.55	0	-50	5.50	2.75	
Perú ^{8/}	2.00	1.65	1.90	-0.35	-25	-50	4.50	2.25	
Polonia	2.50	4.30	3.40	1.80	0	-50	5.25	2.15	
Chile ^{9/}	3.00	4.52	3.54	1.52	-50	0	5.00	1.79	
India	4.00	3.16	4.25	-0.84	0	-50	6.00	1.40	
Rep. Checa	2.00	1.85	1.62	-0.15	-25	-50	3.50	1.40	
Tailandia	2.00	-0.22	0.99	-2.22	-25	-50	1.75	1.05	
Malasia	-	1.44	1.99	-	0	0	3.00	0.55	

Nota: TPM hace referencia a la tasa de política monetaria.

1/ Como meta de inflación se utiliza el objetivo puntual (Rusia), el punto medio del rango de tolerancia (Tailandia, Sudáfrica y Perú) o del intervalo de variabilidad (Indonesia, India, Filipinas, Polonia, Rep.Checa, Turquía, Hungría, Chile, Brasil, Colombia y México) definido por los bancos centrales.

2/ Diferencia entre el último dato de inflación general anual disponible y la meta de inflación.

3/ Diferencia entre la tasa de política monetaria del 30 de septiembre y el 31 de diciembre 2024.

4/ Diferencia entre la tasa de política monetaria actual y la del 31 de diciembre de 2024.

5/ Para el cálculo de las tasas reales ex ante se utilizan las medianas de las expectativas de inflación para el primer trimestre de 2026 de Bloomberg consultadas durante mayo. Para fines de comparación en este cuadro se utilizó también la mediana de la encuesta de Bloomberg para el caso de México. Así, tomando en consideración que la muestra de analistas difiere entre la Encuesta de Bloomberg y la Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado de Banco de México, el cálculo de la tasa real ex ante también podría diferir.

6/ Cifras correspondientes a la primera quincena de mayo.

7/ Se reporta la inflación del "CPI for All Urban Areas".

8/ Para la inflación subyacente se utiliza la serie "IPC Sin Alimentos y Energía" que reporta el Banco Central de Reserva del Perú.

9/ Para la inflación general se reporta la inflación que publica el Instituto Nacional de Estadísticas de Chile. Para la inflación subyacente se utiliza la serie "IPC sin volátiles" que publica el Banco Central de Chile.

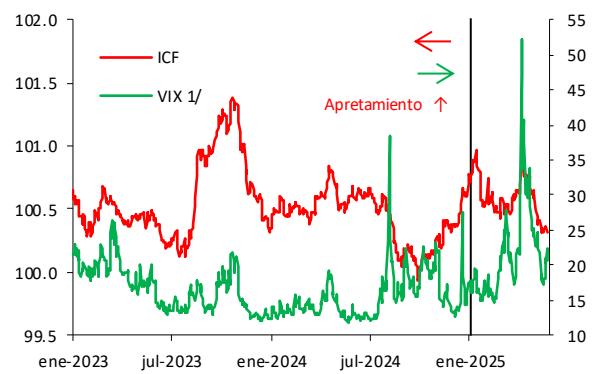
Fuente: Elaborado por el Banco de México con datos de Bloomberg, bancos centrales y oficinas nacionales de estadística correspondientes.

En lo que va de este año, los mercados financieros internacionales han estado sujetos a episodios de volatilidad y fluctuaciones en el apetito por riesgo motivadas por diferentes factores como la incertidumbre alrededor del desempeño económico de la economía estadounidense y los cambios en las expectativas de política económica de ese país. En Estados Unidos, a inicios del año, en un contexto de resiliencia económica, las expectativas de políticas enfocadas en menor regulación y reducción de tasas impositivas beneficiaron a los mercados bursátiles y al dólar, al tiempo que impulsaron al alza los rendimientos de los bonos a largo plazo. Sin embargo, a finales de febrero de 2025, nuevos anuncios de medidas de política económica del gobierno de los Estados Unidos revirtieron los movimientos observados en meses anteriores. El 2 de abril, ante el anuncio por parte de ese país de la aplicación de aranceles generalizados y de magnitud considerable, se observó un importante deterioro adicional de los mercados financieros internacionales, un significativo aumento en la volatilidad, así como fuertes pérdidas en mercados accionarios de Estados Unidos y otros países (Gráfica 20). Luego del anuncio sobre la pausa en la aplicación de estos aranceles denominados recíprocos el 9 de abril y posteriormente ante el acuerdo bilateral entre Estados Unidos y China para reducir sus aranceles, varios de estos movimientos se revirtieron.

En este entorno complejo, en el mercado de renta fija, la tasa de largo (10 años) se mantuvo en niveles similares y la de mediano plazo (2 años) en Estados Unidos disminuyó respecto al inicio del año, en gran medida, ante preocupaciones sobre una desaceleración económica en dicho país. No obstante, se observaron fluctuaciones importantes en dichas tasas a lo largo del periodo. En particular, a principios de abril, la incertidumbre generada por el anuncio de los aranceles recíprocos llevó a un

aumento en la percepción del riesgo sobre los activos de Estados Unidos. Ello se reflejó en una disminución de la demanda por bonos del gobierno de ese país y en un aumento en las tasas de interés, principalmente en las de largo plazo. Adicionalmente, a mitad de mayo, preocupaciones sobre la situación actual y la perspectiva fiscal en ese país han conducido a nuevas presiones al alza en las tasas de largo plazo en Estados Unidos. La pendiente de la curva de rendimientos de ese país (definida como el diferencial entre las tasas de bonos gubernamentales de 10 y 2 años) aumentó y se mantuvo en niveles positivos (Gráfica 21). Las tasas de mediano plazo también disminuyeron en otras economías avanzadas. Por su parte, las tasas de largo plazo se han incrementado en el resto de los países de dicho grupo. En particular, la tasa de largo plazo subió en Japón debido a la expectativa de inflación más persistente, y en la zona del euro aumentó, particularmente en Alemania, como consecuencia del anuncio de una política fiscal expansiva.

Gráfica 20
Índice de condiciones financieras globales (ICF) y VIX
Índice



Nota: La línea vertical indica el inicio del 1T-25.

1/ El VIX es una medida de la volatilidad implícita inherente a los precios de las opciones del Standard and Poors 500 de Estados Unidos.

Fuente: Elaborado por el Banco de México con datos de Goldman Sachs y Bloomberg.

Gráfica 21
EUA: diferencia en el rendimiento de los bonos del tesoro
 En puntos porcentuales



Nota: Promedio mensual de datos diarios. La línea vertical indica el inicio del 1T-25.

1/ Se refiere a la diferencia entre la tasa forward de 3 meses para 6 trimestres adelante menos la tasa de 3 meses actual, siguiendo la metodología utilizada en Favara et al. (2016) "Recession Risk and the Excess Bond Premium", FEDS Notes.

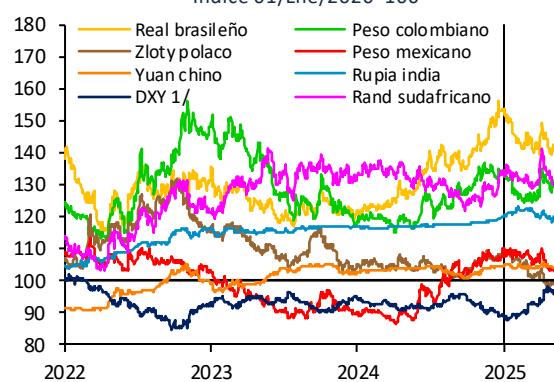
Fuente: Elaborado por el Banco de México con datos de la Reserva Federal de San Luis (FRED) y Bloomberg.

En cuanto a los mercados cambiarios, desde el inicio del periodo que se reporta, el dólar estadounidense se depreció frente a las divisas de la mayoría de las principales economías avanzadas. Ello debido, en parte, a las expectativas de una posible desaceleración económica y a la incertidumbre sobre la política comercial en Estados Unidos. Respecto de los mercados accionarios, las bolsas de las economías avanzadas registraron un comportamiento diferenciado entre regiones en un entorno de elevada volatilidad por la incertidumbre que generaron los anuncios de imposición de aranceles por parte de la administración de Estados Unidos a diversas economías. Después de los anuncios por parte de Estados Unidos de la imposición de las tarifas que denominaron reciprocas, las bolsas de países avanzados mostraron perdidas. No obstante,

los mercados de la zona del euro, Reino Unido y Canadá se recuperaron a inicios de mayo.

En relación con las principales economías emergentes, las tasas de interés de bonos gubernamentales en general exhibieron disminuciones. La mayoría de las monedas de estos países se apreciaron frente al dólar estadounidense (Gráfica 22). Por su parte, los mercados accionarios mostraron un comportamiento mixto por regiones. En general, los de América Latina y Europa emergente exhibieron un comportamiento positivo. Por su parte, en Asia se registraron pérdidas (Cuadro 5). Desde enero se observaron entradas netas de flujos de capital de economías emergentes. En particular, los mercados de renta variable y fija registraron entradas de capital (Gráfica 23).

Gráfica 22
Índice DXY y tipo de cambio de economías emergentes
 respecto al dólar
 Índice 01/Ene/2020=100



Nota: Se invirtió la escala del índice DXY. Un movimiento hacia arriba representa una depreciación para todas las series en la gráfica. La línea vertical indica el inicio del 1T-25.

1/ DXY: Índice del dólar estadounidense calculado por el Intercontinental Exchange (ICE) como un promedio ponderado del tipo de cambio nominal de seis divisas: euro, yen japonés, libra esterlina, dólar canadiense, corona sueca y franco suizo.

Fuente: Elaborado por el Banco de México con datos de Bloomberg.

Cuadro 5

Economías avanzadas y emergentes: desempeño de activos
del 31 de diciembre 2024 al 26 de mayo 2025
Porcentaje y puntos base

	País	Divisas	Bolsas	Tasas de interés 2A	Tasas de interés 10A	CDS
Eco. Avanzadas	Estados Unidos	-8.8%	-1.3%	-25	-6	21
	Zona del euro	9.1%	-5.9%	12	43	3
	Reino Unido	9.1%	8.4%	-30	20	ND
	Japón	7.7%	6.7%	-39.67	11.52	-1
	Canadá	4.5%	5.4%	-25	10	-1
América Latina	México	7.6%	18.1%	-156	-97	-18
	Brasil	8.2%	14.8%	-204	-104	-46
	Chile	5.5%	25.0%	10	8	-4
	Colombia	5.8%	19.8%	-24	51	18
	Perú	2.6%	8.2%	-45	-6	4
Europa	Polonia	9.8%	28.5%	-50	-34	2
	Turquía	-10.2%	-4.9%	314	0	42
	Rep. Checa	10.2%	22.7%	5	2	-4
	Hungría	10.8%	21.1%	9	43	7
Asia	China	1.5%	-0.1%	37	2	-13
	Malasia	5.7%	-6.6%	-29	-25	3
	India	0.6%	5.2%	-98	-51	-3
	Filipinas	4.4%	-2.1%	-29	17	-5
	Tailandia	4.3%	-15.8%	-43	-39	8
	Indonesia	-0.7%	1.5%	-79	-18	3
África	Sudáfrica	5.2%	11.5%	-24	15	21

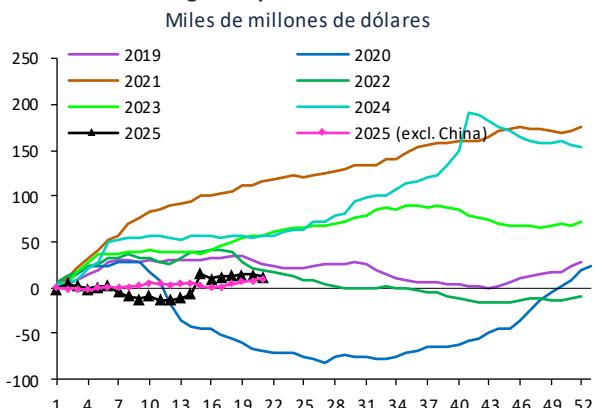
Nota: Las tasas de interés corresponden a los bonos gubernamentales en los plazos especificados, con excepción de Hungría, donde se utiliza la tasa del bono de 3 años y de Filipinas y Sudáfrica para los cuales se usa la tasa swap a 2 años. Los valores negativos en las divisas indican depreciación frente al dólar. Para Estados Unidos se muestra el índice DXY, para el cual un valor positivo indica apreciación del dólar frente a una canasta de divisas.

Fuente: Elaborado por el Banco de México con datos de Bloomberg.

En adición a los riesgos antes mencionados para el crecimiento y la inflación mundial, persisten otros factores de riesgo para los mercados financieros internacionales. Entre ellos destacan: i) que el escalamiento en la imposición mutua de aranceles conduzca a un mayor aumento de la incertidumbre económica y a una mayor inestabilidad en los mercados financieros internacionales; ii) que la persistencia de la inflación derive en un apretamiento

monetario más prolongado y este, a su vez, en mayor estrés y vulnerabilidades en el sistema financiero, particularmente para instituciones con exceso de apalancamiento, riesgo de crédito o mayor exposición a tasas de interés; iii) que un probable episodio de estrés en el sector financiero de alguna economía de importancia sistémica conduzca a un fuerte apretamiento de las condiciones financieras mundiales; iv) una corrección abrupta y desordenada en la valuación de algunos activos financieros que pudiera generar salidas de flujos de capital de las economías emergentes; v) los elevados niveles de endeudamiento del sector privado y público en algunas economías, que pudieran resultar en dudas sobre la sostenibilidad de la deuda; y vi) que los conflictos geopolíticos aumenten la aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales. Si bien los riesgos de corto plazo para los mercados financieros han aumentado, también se debe considerar que continúan presentes riesgos de mediano plazo. Al respecto, prevalecen los riesgos derivados de los efectos de las condiciones climáticas más extremas y las resultantes de la pérdida de biodiversidad que pudieran tener implicaciones negativas tanto para la actividad económica como para la formación de precios y la estabilidad del sistema financiero.

Gráfica 23
Flujos acumulados de fondos dedicados a economías emergentes por semanas del año



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

Fuente: Elaborado por el Banco de México con datos de Emerging Portfolio Fund Research.

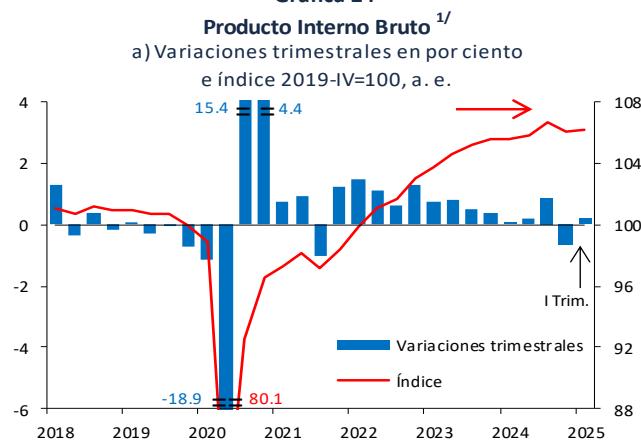
3. Entorno económico y financiero en México

3.1. Actividad económica

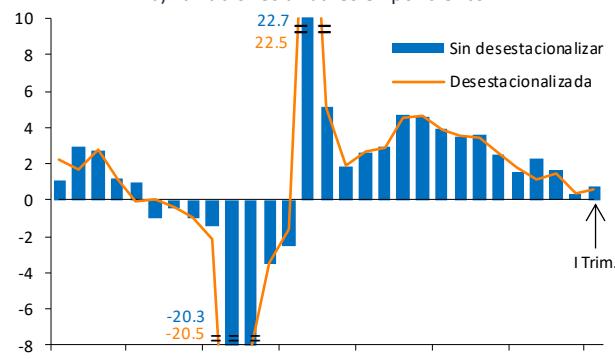
En el primer trimestre de 2025, el PIB de México registró un avance trimestral de 0.20% con datos ajustados por estacionalidad (Gráfica 24). Este bajo incremento de la actividad económica se registró luego de variaciones trimestrales desestacionalizadas respectivas de 0.05, 0.19, 0.85 y -0.66% en los cuatro trimestres de 2024. De este modo, en el primer trimestre del presente año la economía nacional mostró nuevamente debilidad. Ello en un contexto complejo y en el que la incertidumbre generada por las medidas arancelarias anunciadas por el gobierno de Estados Unidos podría haber afectado el comportamiento de los agentes económicos en el periodo al incidir sobre sus decisiones de inversión y consumo.

Desde una perspectiva sectorial, tanto las actividades secundarias como las terciarias se contrajeron, de modo que el bajo crecimiento que se reportó en el periodo fue consecuencia de la expansión de las actividades primarias (Gráficas 25 y 26). En particular, a tasa trimestral desestacionalizada las actividades primarias aumentaron 7.84%, lo cual implicó que su contribución al crecimiento del PIB fuera inusualmente alta. Por su parte, las actividades secundarias disminuyeron 0.13% y acentuaron su débil desempeño, al tiempo que las terciarias, que ya venían desacelerándose, retrocedieron 0.08%.

Gráfica 24



b) Variaciones anuales en por ciento

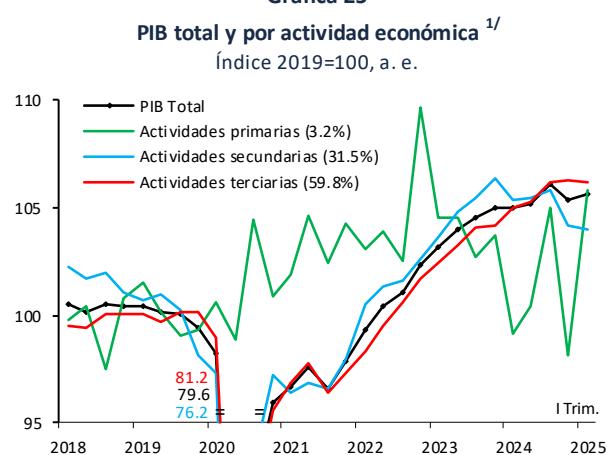


a. e. / Serie con ajuste estacional.

1/ Se acotó la escala vertical de las gráficas para facilitar su lectura.

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

Gráfica 25



a. e. / Serie con ajuste estacional.

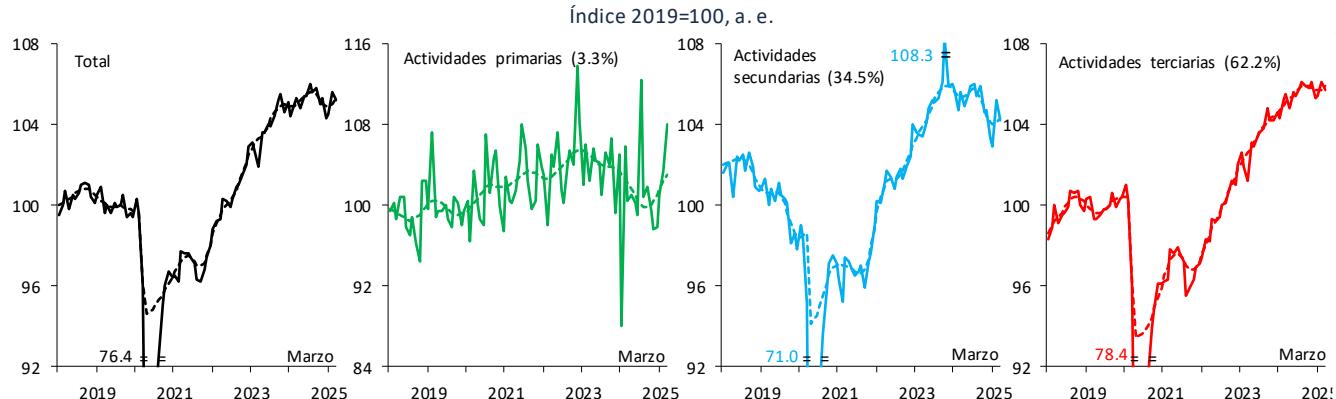
1/ Se reporta entre paréntesis la participación porcentual estimada de cada sector en 2024. Se acotó la escala vertical para facilitar su lectura.

Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

Con mayor detalle a partir de la información de frecuencia mensual:

- i. En el trimestre enero-marzo, la producción manufacturera se estancó respecto del último trimestre de 2024 (Gráfica 27). En su interior, el subsector de equipo de transporte se contrajo por segundo trimestre consecutivo y se ubicó por debajo del nivel promedio de 2024 (Gráfica 28a). Ello en línea con la debilidad de la producción de vehículos ligeros y la marcada tendencia a la baja de los pesados (Gráfica 28b). La trayectoria decreciente de estos últimos se extendió en abril. Por su parte, si bien mantuvo atonía, el agregado del resto de las manufacturas presentó un crecimiento en el margen. En particular, en el primer trimestre 13 de los 20 subsectores que lo integran presentaron alzas trimestrales.
- ii. El sector de la construcción ha venido presentando una tendencia a la baja, si bien en el periodo enero-marzo de 2025 registró cierto repunte. La moderada expansión de la construcción se debió fundamentalmente a la recuperación de la edificación, luego de haberse estancado a finales de 2024 (Gráfica 28c). A su vez, las obras de ingeniería civil continuaron presentando una trayectoria descendente, mientras que el rubro de trabajos especializados prolongó su atonía.
- iii. En el lapso enero-marzo, el sector de la minería mantuvo una marcada tendencia negativa como reflejo, principalmente, de que la producción de petróleo y gas, que ya se encontraba en niveles históricamente bajos, siguió disminuyendo (Gráficas 28d y 28e). Los servicios relacionados con la minería retrocedieron de manera importante respecto del trimestre previo. En contraste, el subsector de minería de minerales metálicos y no metálicos creció luego de tres trimestres con caídas, en un contexto en el que las referencias internacionales de diversos metales aumentaron y en el que diversas empresas mineras ampliaron o intensificaron sus operaciones. Por su parte, el sector de electricidad, agua y gas continuó ubicándose en niveles bajos.
- iv. El sector terciario presentó una ligera contracción en el trimestre enero-marzo (Gráfica 29). Persistió un comportamiento heterogéneo entre los sectores que lo integran. En particular, el comercio al por mayor acentuó su trayectoria negativa, posiblemente ante su vinculación con la actividad industrial y la debilidad que esta ha exhibido. A su vez, se mantuvo la tendencia a la baja de los servicios de transporte y del rubro de otros servicios. Asimismo, algunos servicios relacionados con el consumo permanecieron débiles, tales como los de alojamiento y preparación de alimentos. Por su parte, el comercio al por menor, los servicios de información en medios masivos, los profesionales, científicos y técnicos y los servicios de salud y de asistencia social siguieron dinámicos. Los de esparcimiento y recreativos y los servicios financieros y de seguros registraron una reactivación respecto de las caídas observadas en los dos últimos trimestres de 2024.
- v. En el trimestre enero-marzo, las actividades primarias se recuperaron de la caída significativa que exhibieron en el último trimestre de 2024 (Gráfica 26). Esta reactivación fue resultado, en parte, de avances en las superficies sembradas y cosechadas tanto para los ciclos primavera-verano como otoño-invierno. A este comportamiento también contribuyeron incrementos en la producción de diversos cultivos como maíz forrajero, maíz en grano, sorgo en grano, caña de azúcar y aguacate. En el primer trimestre de 2025, la estimación del nivel de producción agrícola nacional que estuvo expuesta a condiciones de sequía aumentó respecto del nivel promedio observado en el cuarto trimestre de 2024, si bien en abril este se redujo significativamente (Gráfica 30). El almacenamiento de agua en presas de uso agrícola se ha mantenido en niveles bajos en lo que va del año (Gráfica 31).

Gráfica 26
Indicador Global de la Actividad Económica^{1/}



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

1/ Se reporta entre paréntesis la participación porcentual estimada de cada sector en 2024. Se acotó la escala vertical de algunas gráficas para facilitar su lectura.

Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

Gráfica 27
Indicador Mensual de la Actividad Industrial^{1/}
Índice 2019=100, a.e.

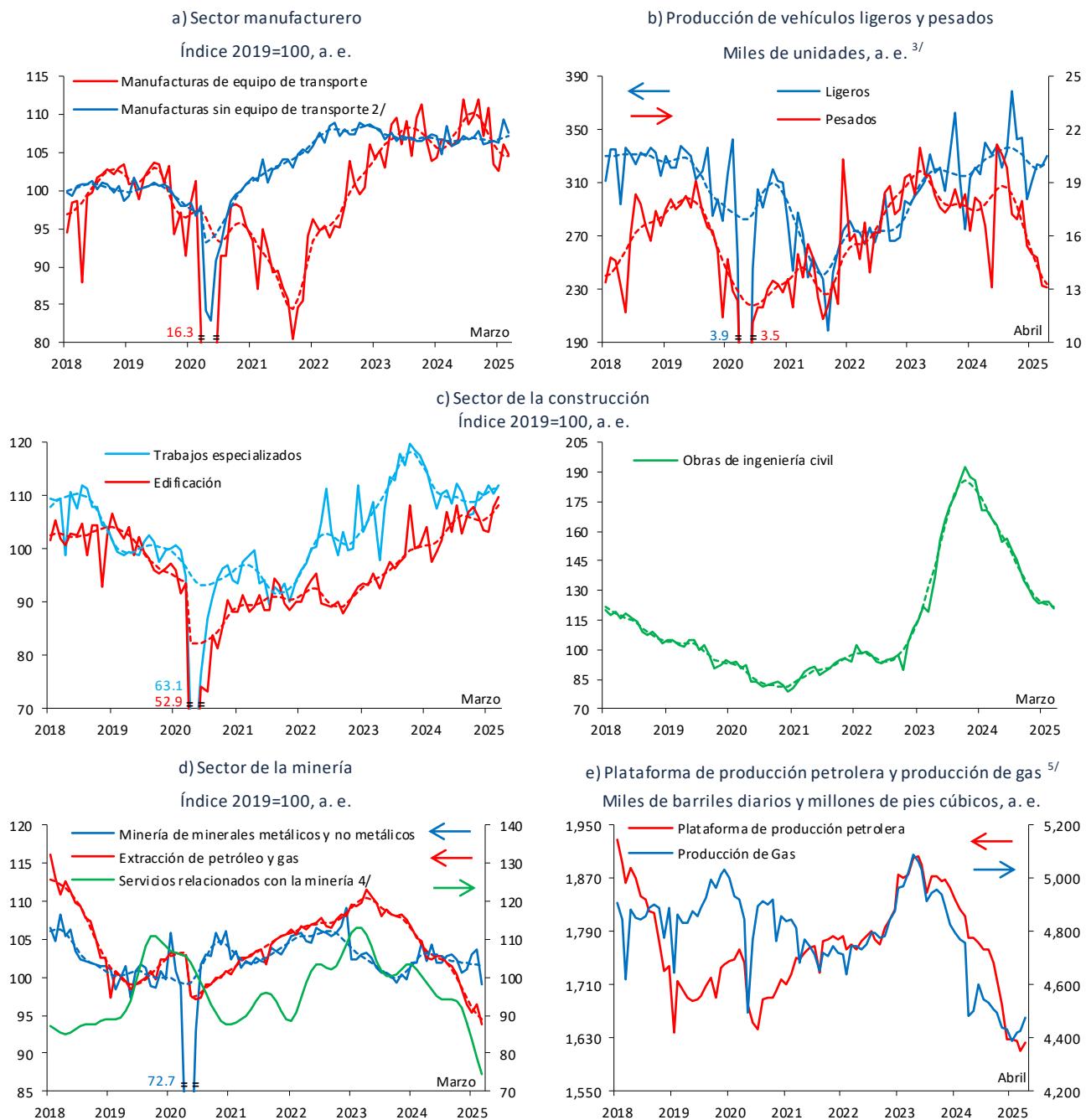


a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia publicadas por INEGI. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

1/ Se acotó la escala vertical de algunas gráficas para facilitar su lectura.

Fuente: Indicador Mensual de la Actividad Industrial, Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

Gráfica 28
Indicadores de la producción industrial^{1/}



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

1/ Se acotó la escala vertical de algunas gráficas para facilitar su lectura.

2/ Elaboración y desestacionalización del Banco de México con información de INEGI.

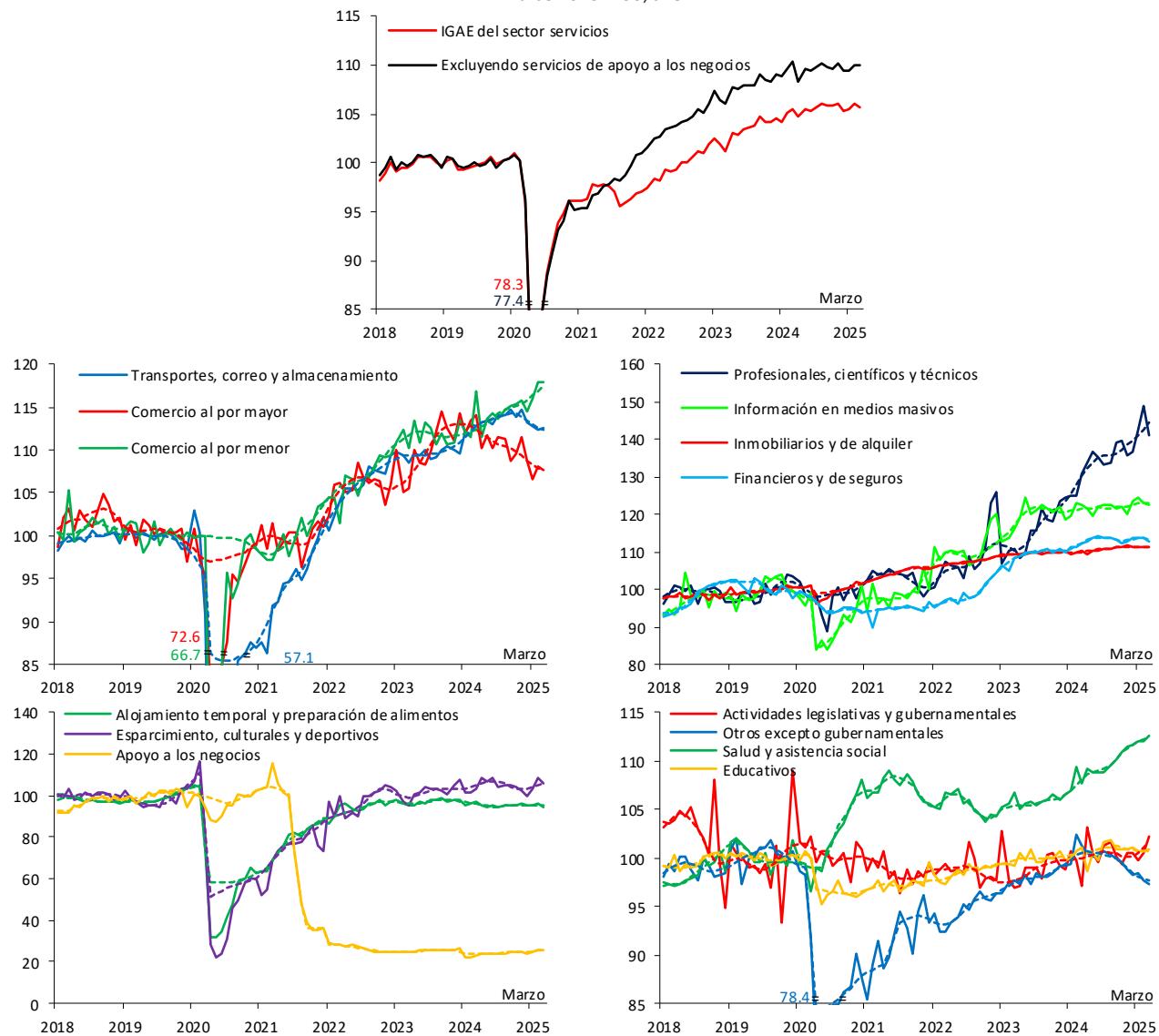
3/ Desestacionalización del Banco de México con datos del Registro Administrativo de la Ind. Automotriz de Vehículos Ligeros, INEGI.

4/ Se presenta la serie de tendencia.

5/ Desestacionalización del Banco de México con cifras de la Base de Datos Institucional de Pemex.

Fuente: Indicador Mensual de la Actividad Industrial, Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), Registro Administrativo de la Industria Automotriz de Vehículos Ligeros, INEGI y Pemex.

Gráfica 29
IGAE de actividades terciarias^{1/}
Índice 2019=100, a.e.

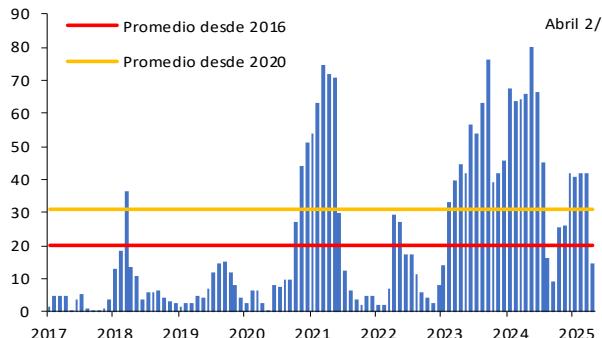


a.e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

1/ Se acotó la escala vertical de algunas gráficas para facilitar su lectura.

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

Gráfica 30
Porcentaje de la producción agrícola nacional expuesta a la sequía^{1/}
Cifras en por ciento

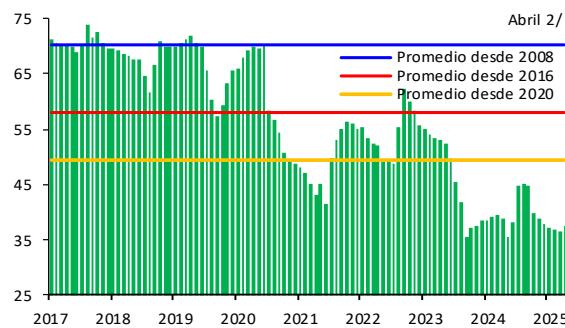


1/ Corresponde al porcentaje estimado de la producción agrícola nacional que se lleva a cabo en municipios que presentan condiciones de sequía severa, extrema o excepcional. Para la estimación se considera la participación de cada municipio en la producción de cada cultivo en el periodo 2003-2022. Para el cálculo, ver el Reporte sobre las Economías Regionales, julio-septiembre 2023, Banco de México, p. 32.

2/ En abril de 2025, la exposición a la sequía en cultivos cíclicos disminuyó notablemente, debido al inicio del ciclo Primavera-Verano el cual se concentra en regiones del centro y sur del país, en los que los niveles de sequía son actualmente bajos.

Fuente: Elaborado por el Banco de México con base en datos del Servicio de Información Agroalimentaria y Pesquera (SIAP) y la Comisión Nacional del Agua (CONAGUA).

Gráfica 31
Almacenamiento de agua en presas de uso agrícola^{1/}
Por ciento; a. e.



a. e./ Serie con ajuste estacional.

1/ El porcentaje de almacenamiento de agua se obtuvo sobre el Nivel de Aguas Máximas Ordinarias (NAMO) y debido a que algunas presas llegan a sobrepasar dicho nivel, el porcentaje puede ser mayor a 100 por ciento.

2/ Cifras al 10 de abril de 2025.

Fuente: Elaboración y desestacionalización del Banco de México con información de la CONAGUA.

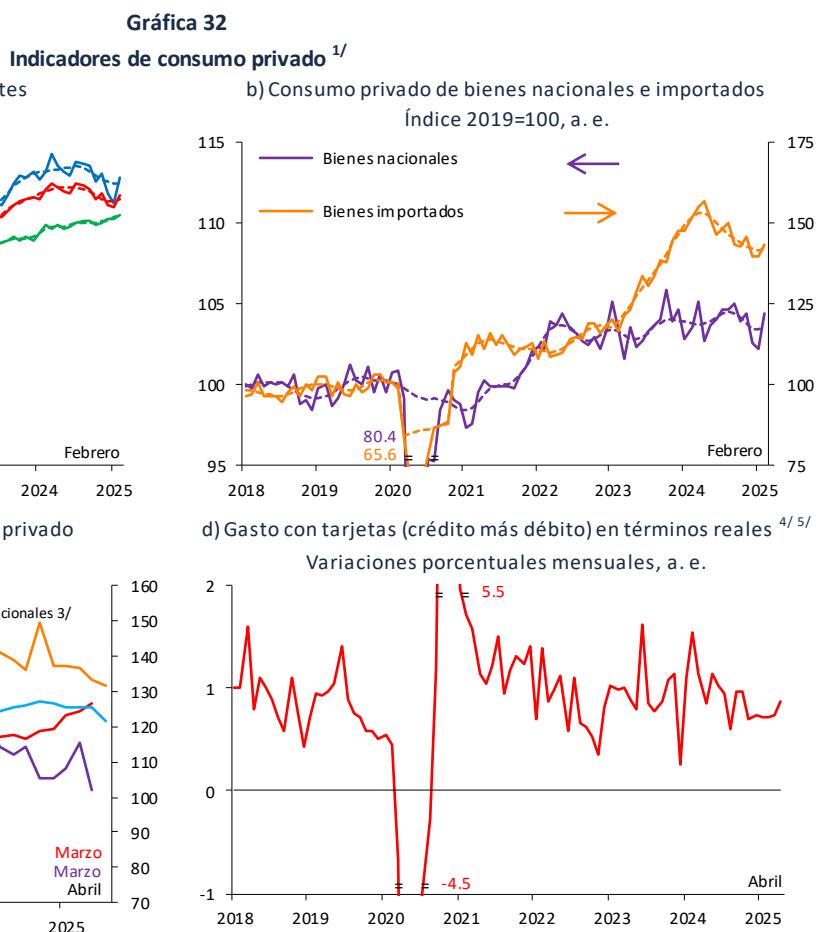
Por el lado de la demanda agregada, en el periodo enero-febrero de 2025 el consumo privado se mantuvo con debilidad, mientras que la inversión fija

bruta profundizó su tendencia a la baja. A su vez, se estima que en el primer trimestre de 2025 el valor agregado de las exportaciones habría seguido contribuyendo de manera positiva al crecimiento de la actividad productiva.

En mayor detalle, la debilidad del consumo privado registrada en el bimestre enero-febrero de 2025 fue resultado de que tanto el consumo de bienes de origen nacional como el de origen importado mantuvieron sus respectivas trayectorias decrecientes (Gráficas 32a y 32b). En contraste, el consumo de servicios continuó aumentando.

En el primer trimestre de 2025, varios indicadores relacionados con el consumo privado en el mercado nacional presentaron debilidad (Gráficas 32c y 32d). En el periodo, las ventas de las industrias manufactureras, las ventas de la ANTAD y las ventas de vehículos ligeros exhibieron caídas, desempeño que se prolongó a abril en el caso de estas dos últimas. A su vez, en el periodo enero-abril el gasto con tarjetas de crédito y débito en términos reales exhibió tasas de crecimiento menores a las observadas en promedio en 2024. En contraste, los ingresos de las empresas comerciales al por menor aumentaron en el primer trimestre del año respecto del cuarto trimestre de 2024.

En relación con algunos determinantes del consumo, en el trimestre enero-marzo de 2025 la masa salarial presentó una notoria desaceleración, luego del dinamismo mostrado en los trimestres anteriores. Esto como resultado del estancamiento que registró la población ocupada remunerada y de una moderación en el incremento de las remuneraciones medias reales (Gráfica 33a). En el primer trimestre de 2025 e inicios del segundo, la confianza del consumidor disminuyó respecto del cuarto trimestre de 2024 (Gráfica 33b). Por su parte, con series desestacionalizadas los ingresos por remesas en dólares crecieron moderadamente en el primer trimestre del año (Gráfica 33c). Medidas en pesos reales, las remesas siguieron creciendo, aunque a un menor ritmo que el exhibido en los tres trimestres previos. Finalmente, en los primeros meses de 2025 las tasas de crecimiento del crédito de la banca comercial continuaron en niveles relativamente altos (ver Sección 3.3).



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

1/ Se acotó la escala vertical de las gráficas para facilitar su lectura.

2/ Incluye bienes nacionales e importados. Cálculo y desestacionalización del Banco de México.

3/ Se refiere a las ventas de la Encuesta Mensual de la Industria Manufacturera (EMIM) relacionadas con el consumo privado de bienes. Cálculo del Banco de México.

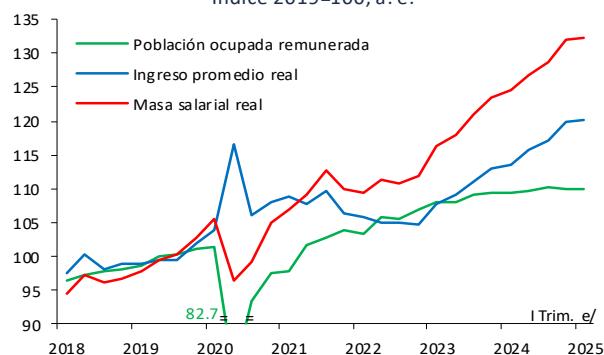
4/ Gasto mensual deflactado con el INPC.

5/ Promedio móvil de seis meses.

Fuente: a) Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI. b) Elaborado por el Banco de México con información del SCNM, INEGI. c) Elaborado por el Banco de México con base en información de la Asociación Nacional de Tiendas de Autoservicio y Departamentales (ANTAD), de la Encuesta Mensual sobre Empresas Comerciales (EMEC), del Banco de México con información de la Encuesta Mensual de la Industria Manufacturera (EMIM) y del Registro Administrativo de la Industria Automotriz de Vehículos Ligeros, INEGI. Desestacionalización de las ventas reales de la ANTAD, de las ventas internas de vehículos ligeros al menudeo y de las ventas de la EMIM por Banco de México. d) Elaborado por el Banco de México con información del Banco de México e INEGI.

Gráfica 33
Determinantes del consumo privado

a) Masa salarial real total^{1/}
Índice 2019=100, a. e.



b) Indicador de confianza del consumidor
Balance de respuestas, a. e.



c) Remesas



a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada. En la gráfica a) solo se muestra la serie desestacionalizada.

e/ Las cifras del primer trimestre de 2025 corresponden a una estimación con base en el promedio enero-marzo de la ENOE.

1 / Se acotó la escala vertical de la gráfica para facilitar su lectura.

2/ A precios de la segunda quincena de julio de 2018.

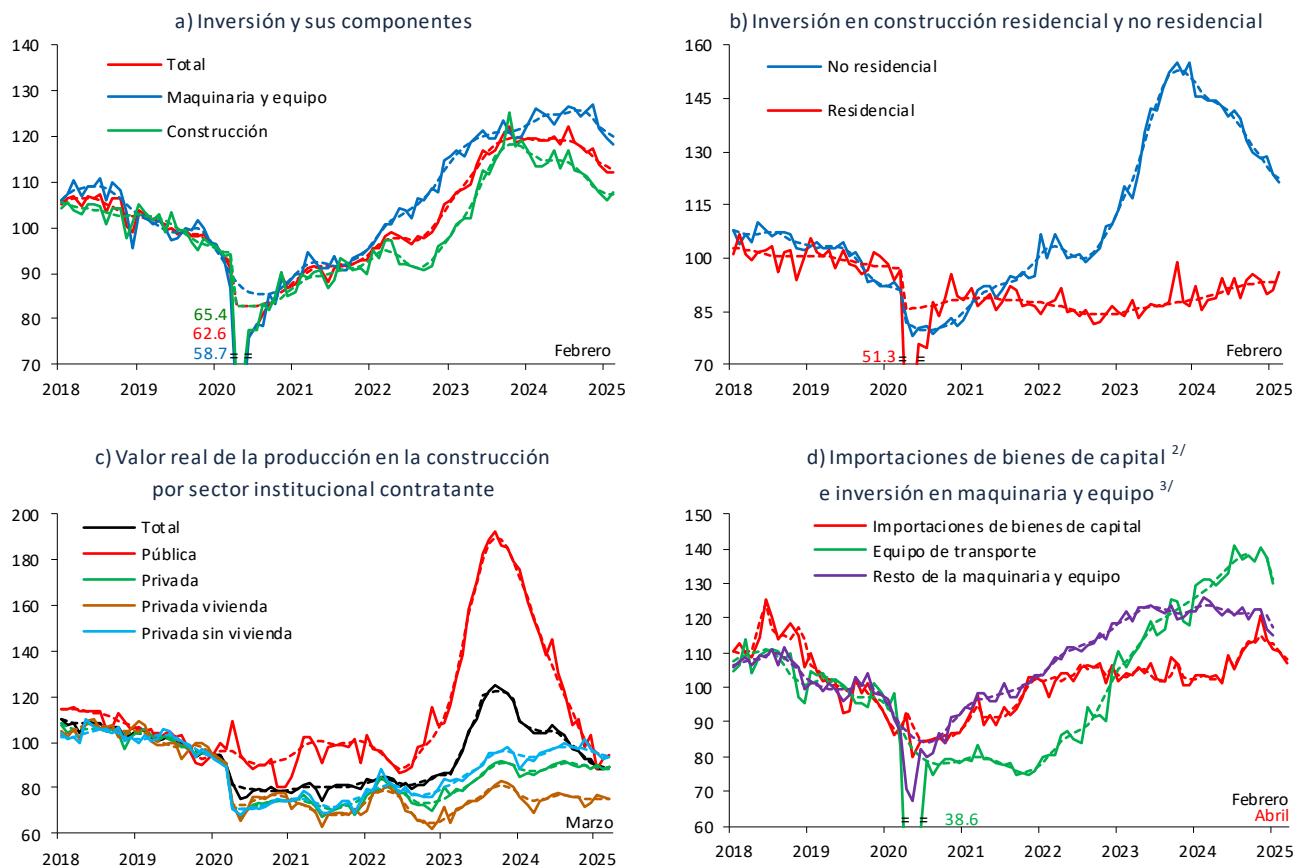
Fuente: a) Elaborado por el Banco de México con información de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE), INEGI. b) Encuesta Nacional sobre la Confianza del Consumidor (ENCO), INEGI y Banco de México. c) Elaborado por el Banco de México con información de Banco de México e INEGI.

A inicios de 2025, la inversión fija bruta mantuvo una trayectoria negativa, si bien ubicándose aún en niveles por arriba de los registrados previo a la pandemia (Gráfica 34). La evolución reciente de este indicador fue reflejo del débil desempeño tanto del gasto en construcción como de la inversión en maquinaria y equipo.

- i. En el periodo enero-febrero de 2025, el gasto en construcción no residencial disminuyó respecto del cuarto trimestre y acentuó su tendencia a la baja (Gráfica 34b). El componente residencial exhibió cierta reactivación en el margen, aunque siguió sin mostrar una tendencia definida y se mantuvo por debajo de su nivel prepandemia. La Encuesta Nacional de Empresas Constructoras, que proporciona información por tipo de obra y sector contratante de la obra, indica que en el primer trimestre del año la construcción privada distinta de vivienda se contrajo para situarse en un nivel similar al de inicios de 2024 (Gráfica 34c). Por su parte, la obra solicitada por el sector público mantuvo la tendencia a la baja exhibida desde los niveles elevados que alcanzó a mediados de 2023. La debilidad de la obra contratada por el sector público ha sido resultado, principalmente, de una prolongada contracción del rubro de transporte y urbanización, así como del de obras de petróleo y petroquímica.
- ii. La disminución de la inversión en maquinaria y equipo en el lapso enero-febrero de 2025 fue reflejo de reducciones tanto en el agregado de equipo de transporte como en el rubro distinto del equipo de transporte. Los datos de importaciones de bienes de capital en términos reales sugieren que en el periodo enero-abril de 2025 el gasto en maquinaria y equipo se habría contraído (Gráfica 34d).

Los indicadores de confianza empresarial de los sectores de la construcción, del comercio y de los servicios privados no financieros han venido disminuyendo y en los últimos meses se han situado por debajo del umbral de 50 puntos. Con estos resultados, el indicador de confianza empresarial global exhibe una tendencia a la baja y desde el cierre del primer trimestre se ha ubicado en un nivel menor a los 50 puntos (Gráfica 35).

Gráfica 34
Indicadores de inversión ^{1/}
Índice 2019=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.

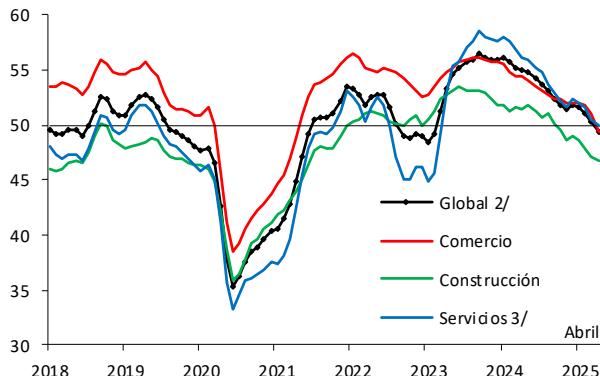
1/ Se acotó la escala vertical de algunas gráficas para facilitar su lectura.

2/ Cifras en pesos reales deflactadas con el INPC.

3/ Incluye el componente nacional y el importado.

Fuente: a) y b) Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI. c) Elaborado por el Banco de México con información de la Encuesta Nacional de Empresas Constructoras (ENEC), INEGI. Desestacionalización del Banco de México, excepto para la serie del total. d) SAT, SE, Banco de México e INEGI. Balanza Comercial de Mercancías de México. SNIEG. Información de Interés Nacional y Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

Gráfica 35
Indicadores de confianza empresarial
Índices de difusión referencia 50 puntos; a. e.^{1/}



a. e./ Series con ajuste estacional.

1/ Desestacionalización del Banco de México. Promedio móvil de tres meses.

2/ Serie sin ajuste estacional.

3/ Servicios privados no financieros. Serie sin ajuste estacional.

Fuente: Encuesta Mensual de Opinión Empresarial (EMOE), Banco de México e INEGI.

En cuanto a la demanda externa, en términos desestacionalizados, en el primer cuatrimestre de 2025 el valor promedio de las exportaciones manufactureras continuó avanzando. Ello como resultado de la trayectoria creciente de las exportaciones no automotrices. En contraste, las exportaciones automotrices mostraron una contracción y prolongaron la ligera tendencia decreciente que han exhibido desde el último trimestre de 2023 (Gráfica 36).⁶ De acuerdo con estimaciones de los índices de valor unitario y de volumen implícito, el aumento en el primer trimestre de 2025 de las exportaciones no petroleras se explicó, principalmente, por un incremento en el índice de valor unitario de estos bienes (Gráfica 39a).

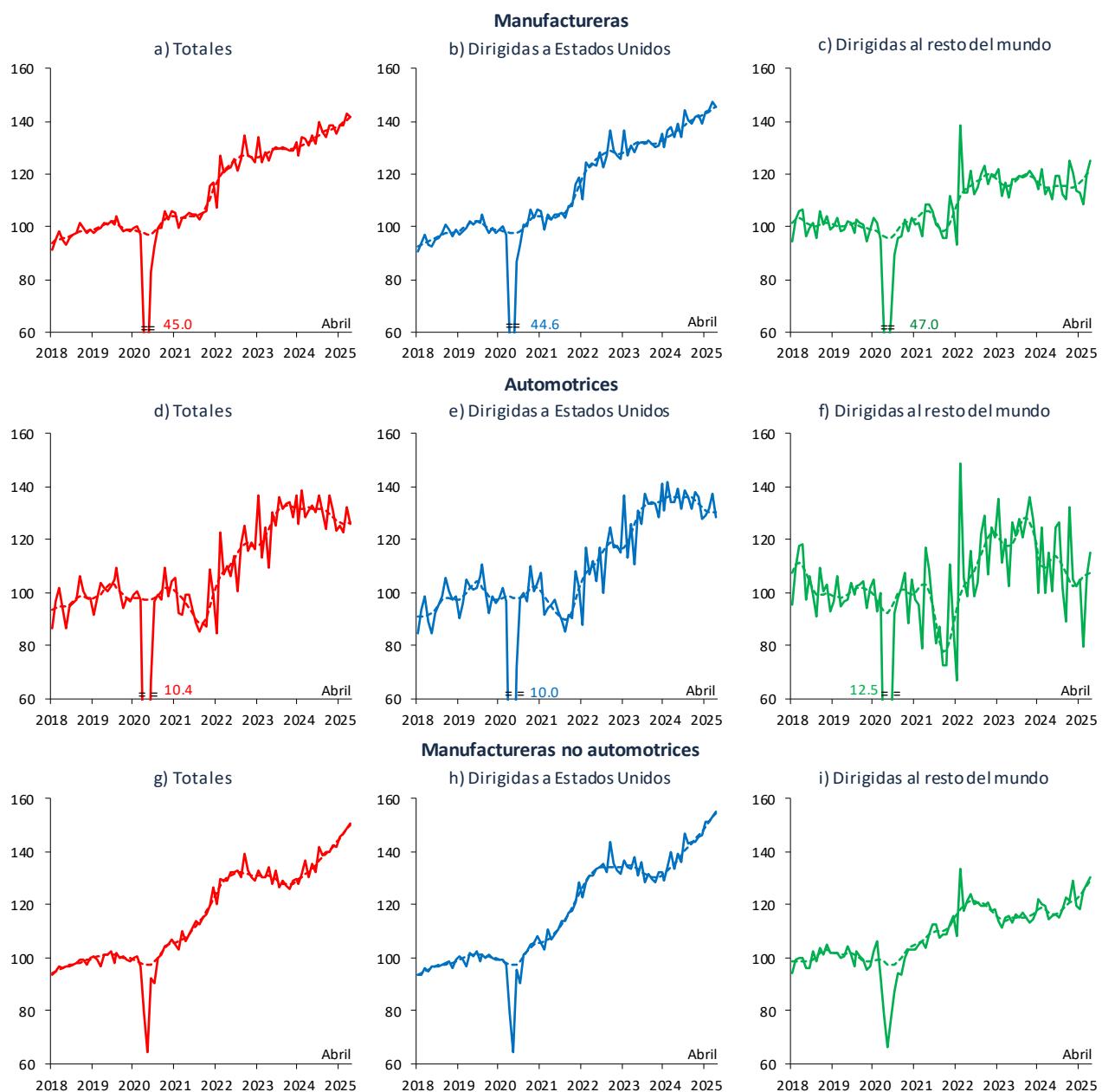
Por su parte, en el periodo enero-marzo de 2025 el valor de las exportaciones petroleras disminuyó después del avance observado en el último trimestre de 2024, manteniendo en abril esta tendencia a la baja (Gráfica 37). El comportamiento en el primer trimestre de 2025 fue reflejo de una caída en la cantidad exportada, ligeramente compensada por un aumento de los precios (Gráfica 39d). En el caso particular de las exportaciones de petróleo crudo, en el primer trimestre de 2025 se reportó una desaceleración con respecto al cuarto trimestre de 2024, que se explicó por una reducción en la plataforma de exportación, ya que su precio creció en el margen. En abril, las exportaciones de petróleo crudo retrocedieron como resultado de caídas tanto en el precio como en el volumen exportado.

En el primer trimestre de 2025 e inicios del segundo, el valor de las importaciones no petroleras se redujo como resultado de caídas en las compras al exterior de bienes de consumo, intermedios y de capital (Gráfica 38). Las estimaciones del valor unitario y del volumen implícito indican que en el periodo enero-marzo de 2025, el precio estimado aumentó, de modo que la disminución del valor se derivó de una reducción en las cantidades, particularmente de bienes de consumo y de uso intermedio (Gráfica 39b). En contraste, en ese mismo periodo el valor de los bienes petroleros de importación continuó aumentando. El resultado del primer trimestre de 2025 se originó, principalmente, de un incremento en el precio de estos bienes, ya que el volumen se mantuvo en un nivel similar al del trimestre anterior (Gráfica 39e).

⁶ El valor de las exportaciones e importaciones de mercancías en dólares corrientes difiere del reportado para las exportaciones de bienes en el

Sistema de Cuentas Nacionales de México, toda vez que este último representa el valor medido en pesos constantes.

Gráfica 36
Exportaciones de México^{1/}
Índice 2019=100, a.e.



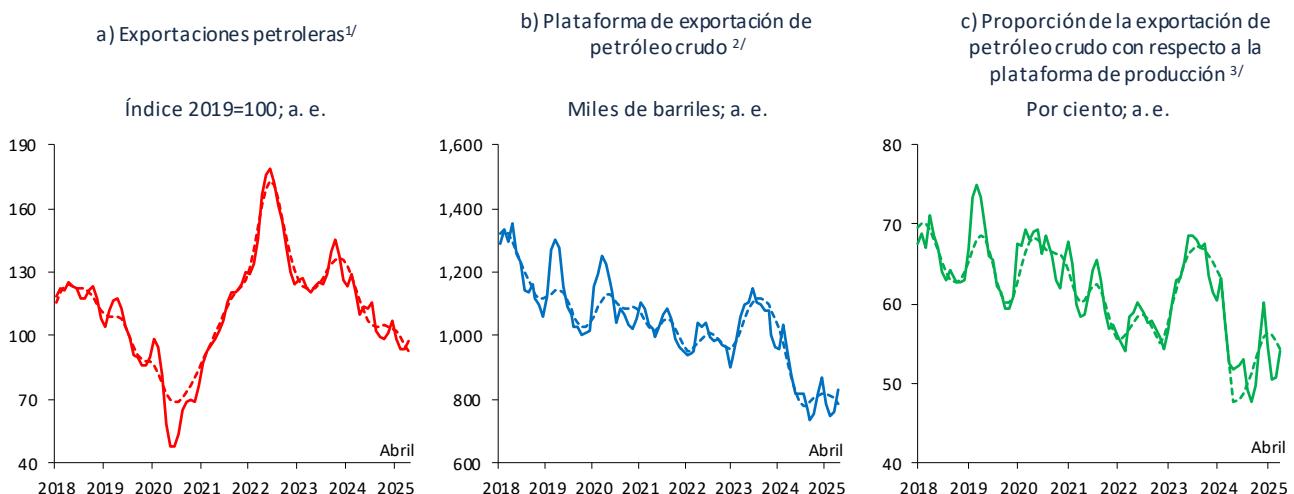
a.e./ Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

1/ A partir de cifras en dólares corrientes. Se acotó la escala vertical de las gráficas para facilitar su lectura.

Fuente: Elaborado por el Banco de México con base en PMI Comercio Internacional, S.A. de C.V., SAT, SE, Banco de México e INEGI.

Balanza Comercial de Mercancías de México. SNIEG. Información de Interés Nacional.

Gráfica 37
Exportaciones petroleras y plataforma de exportación de petróleo crudo



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

1/ Cifras con base en dólares corrientes. Promedio móvil de tres meses.

2/ A partir de información en barriles diarios. Promedio móvil de tres meses.

3/ Se refiere a la razón entre la producción de petróleo crudo sin condensados con respecto a las exportaciones de petróleo crudo de Petróleos Mexicanos. Desestacionalización realizada por el Banco de México. Promedio móvil de tres meses.

Fuente: a) y b) Elaborado por el Banco de México con información del SAT, SE, Banco de México e INEGI. Balanza Comercial de Mercancías de México. SNIEG. Información de Interés Nacional. c) Petróleos Mexicanos.

Gráfica 38
Importaciones no petroleras^{1/}
Índice 2019=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. Se acotó la escala vertical de las gráficas para facilitar su lectura.

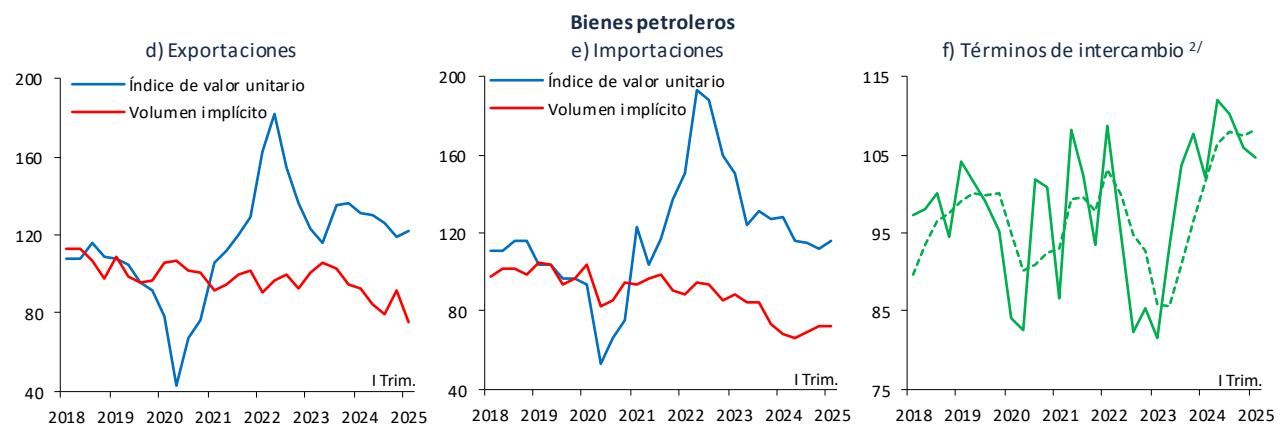
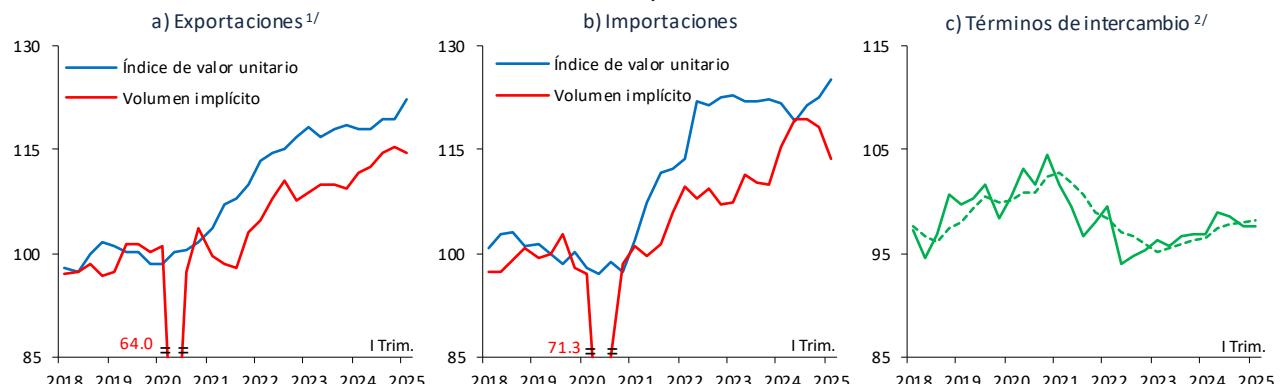
1/ Cifras con base en dólares corrientes.

Fuente: Elaborado por el Banco de México con información del SAT, SE, Banco de México e INEGI. Balanza Comercial de Mercancías de México. SNIEG. Información de Interés Nacional.

Gráfica 39

Índices de valor unitario, volumen implícito y términos de intercambio del comercio de mercancías de México

Índice 2019=100; a.e.
Bienes no petroleros



a.e./Cifras con ajuste estacional.

1/ Se acotó la escala vertical de la gráfica para facilitar su lectura.

2/ La línea punteada corresponde al promedio móvil de cuatro trimestres de la serie.

Fuente: Banco de México.

Respecto de la cuenta corriente, en el primer trimestre de 2025 esta presentó un déficit menor al registrado en el mismo periodo de 2024 (Gráfica 40). La disminución anual en el déficit de la cuenta corriente fue reflejo, principalmente, de una reducción en el déficit de la balanza del ingreso primario y, en menor medida, de aumentos en los saldos de la balanza de mercancías no petroleras y de servicios. Por su parte, el superávit de ingreso secundario se ubicó en un nivel similar al observado en el primer trimestre de 2024, mientras que el déficit de la balanza de mercancías petroleras se amplió.

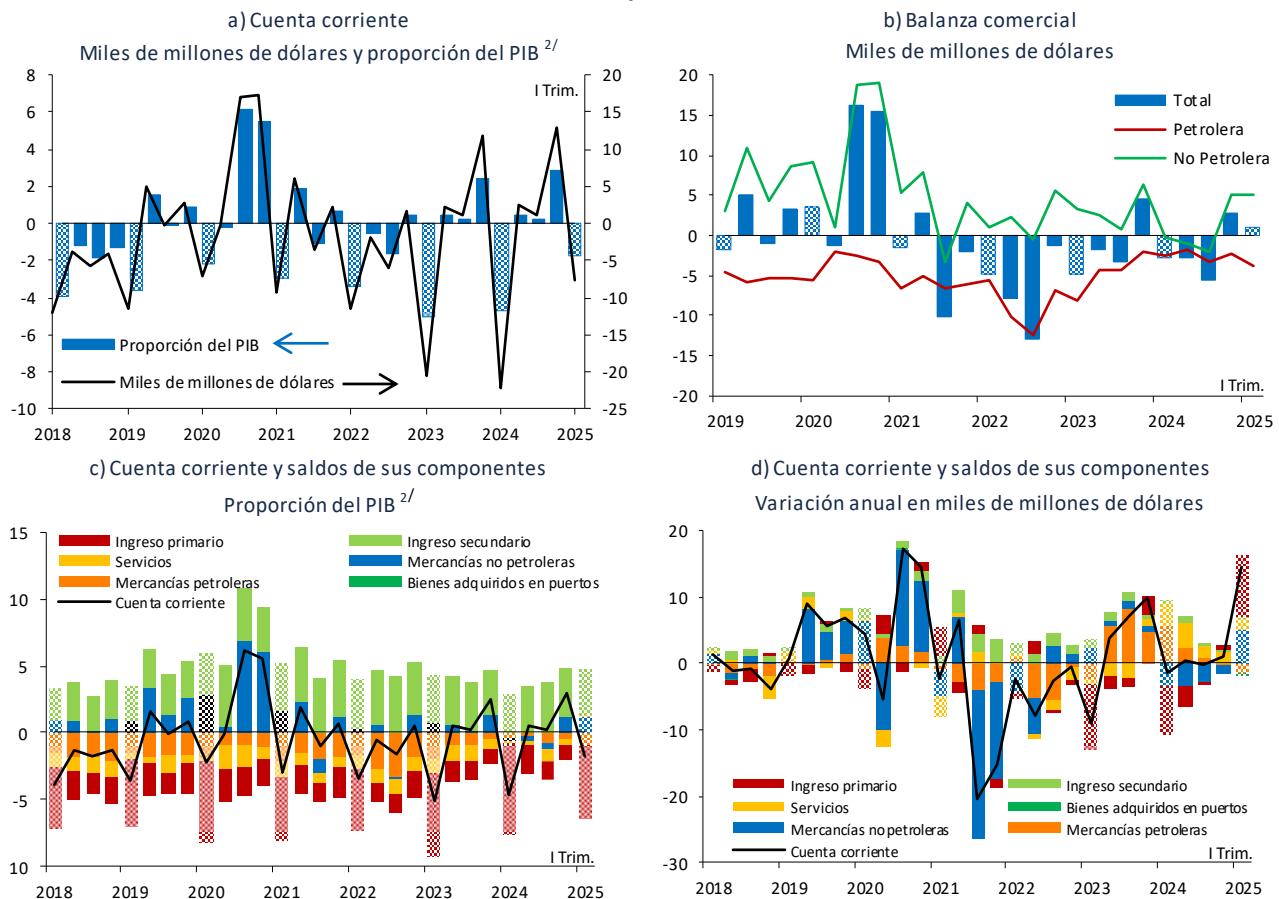
La globalización y los avances tecnológicos han transformado la producción y el comercio internacional, facilitando la creación de cadenas de

valor mundiales en las que los bienes intermedios se producen y se comercializan entre múltiples países antes de llegar al consumidor final. En este contexto, el Recuadro 1 estima el valor agregado contenido en las exportaciones bilaterales entre México y Estados Unidos según el país de origen, lo cual permite dimensionar el grado de integración económica entre ambos países y las contribuciones de cada uno al valor final de los productos intercambiados. Si bien Estados Unidos presenta un déficit comercial en términos brutos con México, al tomar en cuenta las fuentes de valor agregado contenidas en las exportaciones bilaterales se observa un superávit en términos de valor agregado para Estados Unidos. Ello implica que en la relación comercial bilateral entre Estados Unidos y México existe más valor agregado estadounidense siendo intercambiado que mexicano.

Las medidas arancelarias anunciadas por Estados Unidos han generado un mayor nivel de incertidumbre en la escala global. Las exportaciones que se realizan fuera del T-MEC enfrentan aranceles. En cambio, las exportaciones que se comercian bajo el marco del T-MEC, con excepciones como acero,

aluminio y autos, mantienen un trato preferencial. En este contexto, los incentivos para hacer un mayor uso del T-MEC en el comercio con Estados Unidos se han incrementado. El Recuadro 2 analiza algunos factores que las empresas mexicanas considerarían al decidir exportar a Estados Unidos dentro o fuera del T-MEC.

Gráfica 40

Cuenta corriente y balanza comercial^{1/}

1/ Las columnas en tono más tenue indican el primer trimestre de cada año.

2/ Para las cifras como proporción del PIB se utiliza el PIB sin anualizar correspondiente a cada trimestre.

Fuente: a) y c) Banco de México e INEGI; b) SAT, SE, Banco de México, INEGI. Balanza Comercial de Mercancías de México. SNIIG.

Información de Interés Nacional, d) Banco de México.

Recuadro 1. Descomposición de las exportaciones de EUA y México por fuentes de valor agregado

1. Introducción

La globalización y los avances tecnológicos han transformado la producción y el comercio internacional, facilitando la creación de cadenas de valor mundiales en las que los bienes intermedios se producen y se comercializan entre múltiples países antes de llegar al consumidor final. Estos fenómenos han resultado en que las empresas han trasladado etapas de la producción a diferentes partes del mundo a fin de reducir costos y aprovechar las ventajas competitivas específicas a cada región. Como resultado, cuando un país exporta productos que han pasado por distintas naciones en su proceso de producción, el valor bruto de las exportaciones de un país no necesariamente refleja el valor agregado generado por el país en el proceso productivo ya que este depende de insumos o etapas previas que se desarrollan fuera de sus fronteras.

Este Recuadro tiene como objetivo estimar el valor agregado contenido en las exportaciones bilaterales entre México y EUA según el país de origen. Se encuentra que los sectores cuyas exportaciones mexicanas a Estados Unidos (EUA) contienen una mayor proporción de valor agregado generado en ese país son los de Químicos, Productos metálicos y Automóviles, reflejando así una mayor integración con los procesos productivos en EUA. Si bien se observa que las exportaciones sectoriales de México también contienen valor agregado generado en terceros países, la contribución de este al total del valor agregado contenido en las exportaciones sectoriales de México es significativamente menor que aquella correspondiente al valor agregado de EUA, excepto en el sector de Equipo eléctrico/óptico. Por otro lado, las estimaciones indican que, del valor del comercio bilateral entre México y Estados Unidos, el valor agregado estadounidense representa una mayor fracción que el valor agregado mexicano. Al expresar las exportaciones de EUA con México en términos de la fuente del valor agregado, este Recuadro permite estimar la contribución de México y Estados Unidos al valor final de los productos intercambiados bajo un enfoque que captura el grado de integración entre ambas economías y que reconoce a la vez los encadenamientos productivos con el resto del mundo.

2. Metodología

El presente Recuadro adopta la metodología descrita en Wang et al. (2013) a fin de descomponer la balanza comercial de EUA con México según la fuente del valor agregado contenido en los flujos comerciales. La metodología toma los flujos comerciales observados y los distintos vínculos productivos entre industrias y países usando como referencia la matriz de insumo-producto. En las estimaciones de este Recuadro se utiliza la matriz insumo-producto de la OCDE (ICIO) para el año 2019.¹

La metodología descompone las exportaciones de un país como la suma del valor agregado generado en el propio país exportador, el valor agregado generado en el país al que le va a exportar (país importador), y el valor agregado generado en terceros países. En particular, se estima la siguiente relación:

$$X_{i,j} = VA_{ij}^i + VA_{ij}^j + VA_{ij}^k + \varepsilon_{ij} \quad (1)$$

donde $X_{i,j}$ representa las exportaciones del país i hacia el país j , VA_{ij}^i representa el valor agregado generado en el país exportador, VA_{ij}^j representa el valor agregado generado en el país importador, VA_{ij}^k representa el valor agregado contenido dentro de las exportaciones del país i hacia el país j que es generado en el resto del mundo y, por último, ε_{ij} representa un término de corrección asociado con la doble contabilidad.² El hecho de que las exportaciones de un país puedan contener valor agregado generado en otros países es producto de la potencial integración de los diversos procesos productivos alrededor del mundo.

La metodología Wang et al. (2013) puede ser aplicada no solo a las exportaciones totales de un país, sino a sus exportaciones sectoriales. De esta forma, se pueden descomponer las exportaciones de un sector según el origen del valor agregado contenido en las mismas:

$$X_{i,j}^s = VA_{ij}^{is} + VA_{ij}^{js} + VA_{ij}^{ks} \quad (2)$$

donde $X_{i,j}^s$ representa las exportaciones del sector s del país i hacia el país j , mientras que VA_{ij}^{is} representa el valor agregado generado en el país exportador, VA_{ij}^{js} representa el valor agregado generado en el país importador y VA_{ij}^{ks} representa el valor agregado generado en otros países y que está contenido en las exportaciones del país i del sector s hacia el país j . De este modo, la fracción del valor agregado total que corresponde al valor agregado por país de origen está dada por:

$$\frac{VA_{ij}^{qs}}{VA_{ij}^{is} + VA_{ij}^{js} + VA_{ij}^{ks}}. \quad (3)$$

Intuitivamente, esta fracción se interpreta como la participación del valor agregado generado en el país q en las exportaciones del sector s del país i hacia el país j . Por otro lado, dado que las exportaciones totales de un país pueden expresarse como la suma del valor de sus exportaciones sectoriales, se obtiene que las exportaciones totales de un país pueden expresarse como la suma del valor agregado a nivel sectorial contenido en las exportaciones según el origen de este valor agregado:

$$X_{i,j} = (\sum_s VA_{ij}^{is}) + (\sum_s VA_{ij}^{js}) + (\sum_s VA_{ij}^{ks}) \quad (4)$$

¹ La matriz ICIO de la OECD muestra los flujos comerciales bilaterales entre países, y por lo tanto, también incluye información sobre el saldo de las balanzas comerciales, los cuales pueden diferir ligeramente respecto a las cifras publicadas por las oficinas de estadísticas nacionales de México y Estados Unidos. No obstante, los balances según ambas fuentes muestran dinámicas y niveles similares.

² El componente de doble contabilización captura los flujos comerciales que se contabilizan varias veces en las estadísticas de comercio global debido al movimiento transfronterizo de bienes intermedios. Sin embargo, este término representa una fracción baja dentro de las exportaciones de un país. Por ejemplo, dentro de las exportaciones mexicanas hacia Estados Unidos, el componente de doble contabilidad representa cerca del 3% del valor agregado total.

El primer término en paréntesis equivale al término VA_{ij}^i , de la primera ecuación, es decir, el total del valor agregado generado en el país i contenido en las exportaciones del país i hacia el país j . Esta descomposición resulta útil ya que no solo permite calcular el monto del valor agregado generado en EUA contenido en las exportaciones sectoriales de México hacia ese país, sino también la contribución de cada sector al total del valor agregado de EUA contenido en las exportaciones totales de México. Esto es:

$$\frac{VA_{ij}^{is}}{\left(\sum_s VA_{ij}^{is}\right)}. \quad (5)$$

Por último, se define una medida valor agregado comerciado de la siguiente manera:

$$VAC_{EU,MX} = VA_{EU,MX}^{EU} + VA_{MX,EU}^{EU} \quad (6a)$$

$$VAC_{MX,EU} = VA_{MX,EU}^{MX} + VA_{EU,MX}^{MX} \quad (6b)$$

donde $VAC_{EU,MX}$ representa el valor agregado estadounidense contenido en el comercio bilateral entre México y Estados Unidos. $VA_{EU,MX}^{EU}$ indica el valor agregado de EUA contenido en las exportaciones de EUA hacia México y $VA_{MX,EU}^{EU}$ el valor agregado de EUA contenido en las exportaciones de México hacia EUA.

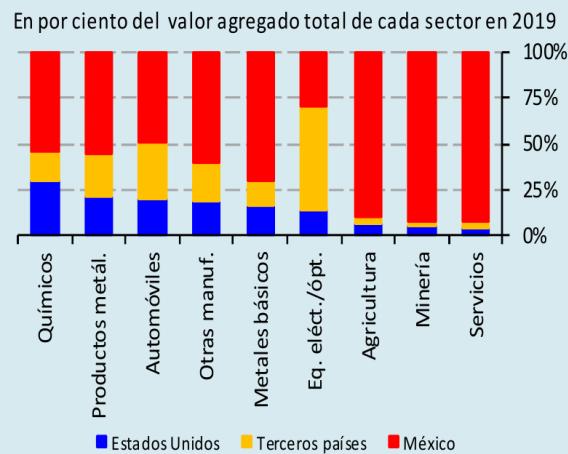
En la Ecuación 6b, $VAC_{MX,EU}$ representa el valor agregado generado en México contenido en el comercio bilateral entre México y Estados Unidos, tanto el que está contenido en las exportaciones mexicanas ($VA_{MX,EU}^{MX}$) como aquel contenido en las exportaciones de EUA ($VA_{EU,MX}^{MX}$).³ Estas definiciones de valor agregado comerciado permiten identificar de forma clara el nivel de valor agregado que se intercambia en total a raíz de la relación comercial entre ambos países.

3. Valor agregado contenido en las exportaciones sectoriales de México hacia Estados Unidos

La Gráfica 1 muestra para distintos sectores qué fracción del valor agregado total contenido en las exportaciones sectoriales de México corresponde a valor agregado nacional, a valor agregado proveniente de EUA y a valor agregado generado en terceros países, siguiendo la Ecuación 3. Se encuentra que los sectores en los que se tiene una mayor proporción de valor agregado generado en EUA son los de Químicos, Productos metálicos y Automóviles, con una participación del 30, 21 y 21%, respectivamente. Esto sugiere que estos sectores son aquellos cuyas cadenas de valor están integradas en mayor medida a EUA, resultando en que las exportaciones sectoriales de los mismos contengan una mayor proporción de valor agregado generado en EUA. Ello refleja el alto grado de integración productiva que existe en el bloque de América del Norte y sugiere que para el caso de México, el balance comercial bruto pudiera no ser un indicador que capture el valor agregado generado por los países en el proceso productivo.⁴ La Gráfica 1 también muestra la

contribución del valor agregado generado en terceros países al total del valor agregado contenido en las exportaciones sectoriales de México. Se encuentra que para casi todos los sectores, la contribución del valor agregado generado en terceros países es relativamente menor (o en su defecto muy similar) que la contribución del valor agregado generado en EUA. Esto sugiere que para la mayoría de las cadenas productivas en México resulta fundamental la integración a las cadenas de valor y suministro en EUA. Nótese que las exportaciones mexicanas de Equipo eléctrico/óptico hacia Estado Unidos contienen un elevado porcentaje de valor agregado generado en terceros países, lo cual refleja el aprovechamiento del sector de los distintos niveles de especialización en diversas regiones del mundo.

Gráfica 1
Valor agregado contenido en las exportaciones sectoriales de México hacia EUA en 2019 por país de origen



Fuente: Elaborado por el Banco de México con información de la Inter-Country Input-Output database de la OCDE.

La Gráfica 2 muestra la contribución de cada sector al total del valor agregado generado en EUA contenido en las exportaciones totales de México hacia EUA, siguiendo la Ecuación 5. Se puede apreciar que los sectores que más contribuyen al total del valor agregado de EUA contenido en las exportaciones mexicanas son los de Automóviles, Otras manufacturas⁵ y Equipo Eléctrico/Óptico, con una participación del 45.1, 22.6 y 13.7%, respectivamente. Este resultado es potencialmente producto de dos factores. Primero, los sectores que tienen una mayor participación en las exportaciones totales de México a EUA pueden tener mecánicamente una mayor contribución al total del valor agregado de EUA contenido en las exportaciones. Segundo, los sectores que tienen una mayor integración a los procesos productivos en EUA van a tener una mayor proporción de valor agregado generado en ese país y, por lo tanto,

³ La metodología de Wang et al. (2013) se encuentra descrita con mayor detalle en el Recuadro “Análisis del Balance Comercial Manufacturero de Estados Unidos con México en Términos de Valor Agregado” publicado por el Banco de México en el Informe Trimestral de Julio – Septiembre 2017.

⁴ La Gráfica 1 muestra el sector de Servicios debido a que la metodología utiliza toda la matriz insumo-producto (bienes y servicios). Ello implica que para la producción de un bien exportado de México hacia Estados Unidos se consideran

los insumos provenientes de las industrias estadounidenses que producen tanto bienes como servicios.

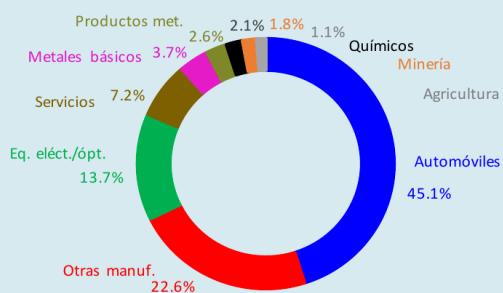
⁵ Otras manufacturas es un rubro agregado que incluye los sectores de alimentos, textiles, madera, papel, farmacéuticos y plásticos, así como rubros de equipo de transporte y maquinaria no clasificados.

contribuirán en mayor proporción al total del valor agregado generado en EUA contenido en las exportaciones totales de México hacia este país. Tal es el caso de la integración del sector de automóviles entre México y Estados Unidos, pues las exportaciones mexicanas brutas de ese sector representan cerca del 30% del total enviado hacia ese país, además de que estas tienen un alto contenido de valor agregado estadounidense dentro de las exportaciones de México relativo a otros sectores. Por su parte, a pesar del elevado contenido de valor agregado estadounidense en las exportaciones sectoriales de Químicos y Metales Básicos, estos tienen una participación relativamente baja (1.3%) dentro de las exportaciones totales de México hacia Estados Unidos. Ello se refleja en la baja contribución de valor agregado estadounidense proveniente de esos sectores en el valor agregado total. Por otro lado, aunque los sectores de Otras manufaturas y Equipo eléctrico/óptico contienen un porcentaje de valor agregado estadounidense dentro de sus respectivas exportaciones cercano al promedio, en la Gráfica 2 destacan por su elevada contribución en monto al valor agregado total proveniente de Estados Unidos. Ello responde al alto porcentaje que representan estos sectores en las exportaciones totales de México hacia ese país (cerca al 50% entre ambos sectores en el total de las exportaciones mexicanas hacia EUA).

Gráfica 2

Estructura del valor agregado de EUA contenido en las exportaciones totales de México hacia EUA por sector en 2019

En por ciento del valor agregado de EUA contenido en las exportaciones totales de México hacia EUA



Nota: Se muestra el valor agregado generado por sectores de Estados Unidos y que está contenido en las exportaciones mexicanas hacia ese país.

Fuente: Elaborado por el Banco de México con información de la Inter-Country Input-Output database de la OCDE en 2019.

Gráfica 3

Valor agregado estadounidense contenido en las exportaciones de México hacia Estados Unidos

En por ciento del valor agregado total de las exportaciones mexicanas



Fuente: Elaborado por el Banco de México con información de la Inter-Country Input-Output database de la OCDE.

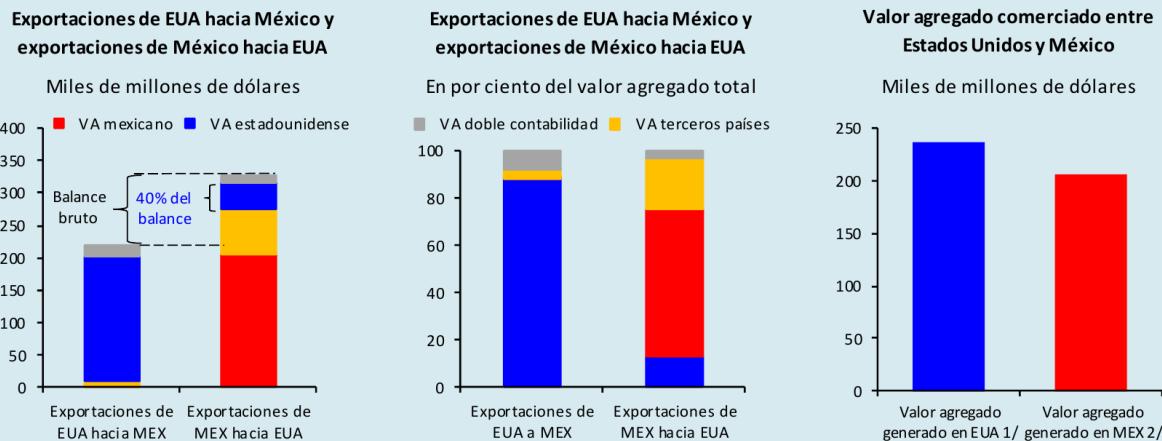
La Gráfica 3 muestra el porcentaje que representa el valor agregado estadounidense dentro de las exportaciones mexicanas hacia ese país desde una perspectiva histórica (2008-2019). Se aprecia que si bien este valor se incrementó durante el periodo 2011-2016, este se ha mantenido relativamente estable en un rango de entre 12 y 14% en el periodo analizado.

4. Valor agregado comerciado entre Estados Unidos y México

En el primer panel de la Gráfica 4 se muestra el valor en dólares de las exportaciones de EUA hacia México y el correspondiente a las exportaciones de México hacia EUA, descomponiendo para cada caso el contenido de valor agregado según su país de origen. En primer lugar, resulta natural que la principal fuente de valor agregado en las exportaciones de un país sea la doméstica, es decir, el valor agregado que se generó internamente. Por otro lado, se encuentra que la contribución del valor agregado doméstico es significativamente mayor para el caso de las exportaciones de EUA hacia México (primera barra). En cuanto a las exportaciones mexicanas a EUA (segunda barra), puede apreciarse que el valor agregado extranjero, ya sea aquel proveniente de EUA o de terceros países, tiene una contribución relativamente mayor que el valor agregado extranjero dentro de las exportaciones estadounidenses. Adicionalmente, al realizar la descomposición de los flujos comerciales siguiendo la Ecuación 1 se encuentra que el valor agregado de EUA contenido en las exportaciones mexicanas hacia este país representa el 40% del balance comercial bruto de EUA con México.

Gráfica 4

Valor agregado contenido en las exportaciones de México y Estados Unidos en 2019



1/ Con base en la Ecuación 6a. 2/ Con base en la Ecuación 6b.

Fuente: Elaborado por el Banco de México con información de la Inter-Country Inut-Output database de la OCDE de 2019.

El segundo panel de la Gráfica 4 muestra estos mismos resultados, pero en términos de la contribución al total del valor de las exportaciones bilaterales de cada país. Se observa que el valor agregado de EUA contenido en las exportaciones de ese país hacia México (primera barra) representa cerca del 90% del valor total de las exportaciones, mientras que el valor agregado mexicano dentro de las exportaciones de México hacia EUA (segunda barra) representa cerca del 60% del total. Por otro lado, el 13% de las exportaciones mexicanas a EUA corresponden a valor agregado de EUA, mientras que únicamente el 0.4% de las exportaciones de EUA corresponden a valor agregado mexicano. Los resultados de estos dos primeros paneles sugieren que, comparado con EUA, México tiene un mayor nivel de integración económica con otros países de la región y proveedores internacionales en cuanto a sus procesos productivos y uso de insumos intermedios.

El tercer panel de la Gráfica 4 muestra tanto el valor agregado estadounidense (barra azul) con base en la Ecuación 6a como el valor agregado de México (barra roja) con base en la Ecuación 6b que se intercambia en la relación bilateral. Se observa que el nivel del valor agregado comercializado de EUA es mayor que el de México, lo cual intuitivamente implica que en la relación comercial bilateral entre Estados Unidos y México existe más valor agregado estadounidense siendo intercambiado que el valor agregado mexicano. Esto se puede explicar por dos factores. Por un lado, la configuración de las cadenas de valor de ambos países resulta en que México importe más insumos intermedios de otros países relativo a EUA, lo cual implica que el comercio bilateral entre ambos países contiene un menor nivel de valor agregado mexicano. Por otro lado, la potencial mayor productividad en EUA relativa a México pudiera resultar en que el nivel de valor agregado comercializado de EUA sea mayor que el nivel correspondiente para México.

5. Consideraciones finales

Expresar las exportaciones bilaterales entre México y EUA según la fuente del valor agregado contenido en las mismas permite dimensionar el grado de integración económica en Norteamérica y contribuye a un mejor entendimiento de la especialización en la región y de los beneficios y complejidad del comercio internacional. La integración de la región, a través de las cadenas de valor y los tratados comerciales, permite enfrentar de manera más eficaz desafíos comunes, como las disruptivas en las cadenas de suministro, la transición energética y la innovación tecnológica. Mantener y profundizar esta integración no solo impulsa el crecimiento económico de los países, sino que también refuerza la estabilidad y la prosperidad a largo plazo en la región.

Si bien este Recuadro ilustra la estrecha relación comercial entre Estados Unidos y México usando datos para 2019, distintos factores podrían influir en esta dinámica hacia delante. Por un lado, en los últimos años México se ha consolidado como el principal origen de las importaciones de Estados Unidos, lo cual implica una creciente interdependencia en las cadenas de valor de ambos países y un mayor volumen de valor agregado comercializado bilateralmente. Por otro lado, cambios en términos de política comercial, en particular los efectos de nuevas medidas arancelarias, podrían afectar la dinámica comercial en la región. Ante este panorama, fortalecer la cooperación y la competitividad regional será crucial para mitigar riesgos y aprovechar oportunidades emergentes en el comercio global.

6. Referencias

Wang, Z., Wei, S. J., y Zhu, K. (2013). "Quantifying international production sharing at the bilateral and sector levels". *NBER Working Paper*, 19677. National Bureau of Economic Research.

Recuadro 2. Utilización del T-MEC para la exportación a Estados Unidos

1. Introducción

Desde 1994, la participación de México en el Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos y Canadá (TLCAN, ahora T-MEC) ha impulsado significativamente las exportaciones, especialmente en el sector manufacturero, así como los flujos de inversión directa, lo cual ha contribuido de manera sustantiva al crecimiento económico del país.¹ El marco institucional provisto por el Tratado contribuyó a fortalecer la integración de México en las cadenas de suministro globales, en particular en aquellas con Estados Unidos. En este contexto, la relación entre ambos países se transformó de una mera relación comercial a una de socios en la producción conjunta de bienes.

La administración estadounidense que tomó posesión en enero de este año ha dado un cambio de dirección sustancial a la política comercial de ese país. En particular, ha impuesto aranceles de magnitud significativa a todos sus socios comerciales. En particular, las exportaciones mexicanas destinadas a aquel país que ocurren fuera del amparo del Tratado ahora enfrentan aranceles adicionales de 25%. No obstante, el comercio que ocurre a través del T-MEC ha seguido recibiendo un trato preferencial, toda vez que la mayoría de los productos comerciados bajo el marco del Tratado se han mantenido exentos de aranceles, si bien algunos productos de acero y aluminio enfrentan aranceles de 25% y los autos de 15%.

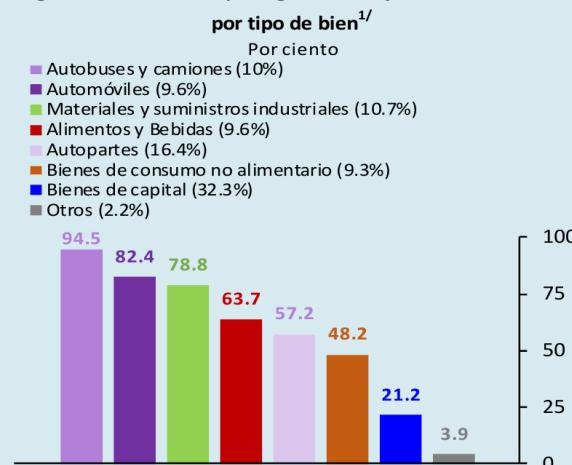
Este Recuadro describe la incidencia del uso del T-MEC en las exportaciones mexicanas para distintos sectores, así como la forma en que los incentivos que enfrentan las empresas para comerciar con Estados Unidos a través del Tratado podrían haber cambiado ante el incremento en el costo de oportunidad de no utilizarlo. Asimismo, se presentan los resultados de una encuesta realizada por el Banco de México entre empresas de más de 100 trabajadores, los cuales indican que recientemente algunas de ellas han empezado a exportar a través del T-MEC algunos productos que antes solían comerciar fuera del Tratado. Las empresas que han hecho este ajuste son aquellas que ya tenían experiencia previa utilizando los beneficios del Tratado, lo cual sugiere que la familiaridad y el conocimiento sobre los procesos administrativos necesarios para poder comerciar con Estados Unidos a través del T-MEC podrían ser determinantes importantes en la flexibilidad con la que las empresas mexicanas podrían ajustarse hacia un mayor aprovechamiento del marco comercial ofrecido por el T-MEC.

2. Utilización del T-MEC por parte de las empresas exportadoras mexicanas por sector

En esta sección se presenta la importante diferenciación entre sectores respecto del uso del Tratado comercial entre México y Estados Unidos (Gráfica 1). Por ejemplo, en 2024 casi 100% de los camiones, 80% de los autos y más de la mitad de las autopartes que México exportó a Estados Unidos utilizaron el T-MEC. También lo hicieron el 100% de algunas frutas y hortalizas, productos lácteos y huevos. Por el contrario, bienes tales como teléfonos, celulares, computadoras e instrumentos de medicina se exportaron sin hacer uso del Tratado.

Gráfica 1

Proporción del valor de las importaciones de Estados Unidos originarias de México que ingresaron bajo el T-MEC en 2024



Notas: 1/ Los números entre paréntesis corresponden a su participación en el total de las importaciones de Estados Unidos originarias de México en 2024. La clasificación de los productos corresponde a la de uso final del bien.

Fuente: Elaborado por el Banco de México con datos del Departamento de Comercio de Estados Unidos.

Exportar bajo el T-MEC permite el acceso al mercado estadounidense libre de aranceles. Para exportar con dicho beneficio, las empresas deben cumplir con las reglas de origen estipuladas por el Tratado.² Las reglas de origen exigen que bajo el enfoque de valor de transacción más del 50% del contenido provenga de países miembro del T-MEC o que bajo el enfoque de costo neto dicho porcentaje ascienda cuando menos a 60%.³

América que las exportaciones de uno de sus socios hacia otro debe de contener para poder ser exportada sin pagar aranceles.

¹ En los últimos treinta años, el periodo de mayor crecimiento de la economía mexicana fue el periodo entre la entrada en vigor del TLCAN en 1994 y la entrada de China a la OMC en 2001. Durante este periodo, no solo se observó un fuerte crecimiento del PIB, sino que también destaca como un periodo en el que la productividad total de los factores contribuyó de manera importante a la generación de valor en la economía, en contraste con el débil desempeño que ha tenido la productividad agregada en México en general.

² Muchos acuerdos incluyen “reglas de origen” como estipulaciones sobre el porcentaje de contenido regional que una exportación debe de contener para poder ser considerada para acceder a los beneficios comerciales que el acuerdo confiere (por ejemplo, la exención de aranceles). En el caso del T-MEC, las reglas de origen estipulan condiciones sobre el valor generado en la región de Norte

³ El enfoque de valor de transacción considera el precio total del producto, mientras que el enfoque de costo neto se basa en el costo de producción del producto, excluyendo algunos costos como los de comercialización y servicios postventa. Por ejemplo, bajo el primer enfoque, el valor del contenido regional corresponde a la fracción del valor de transacción de la mercancía (ajustado para excluir costos de transporte) representado por el valor de transacción neto del valor de los insumos usados en la producción que no son originarios de la región de Norteamérica (i.e. estos insumos no cumplen con las restricciones de valor de contenido regional estipuladas por el T-MEC). En el caso del segundo enfoque, el

¹ En los últimos treinta años, el periodo de mayor crecimiento de la economía mexicana fue el periodo entre la entrada en vigor del TLCAN en 1994 y la entrada de China a la OMC en 2001. Durante este periodo, no solo se observó un fuerte crecimiento del PIB, sino que también destaca como un periodo en el que la productividad total de los factores contribuyó de manera importante a la generación de valor en la economía, en contraste con el débil desempeño que ha tenido la productividad agregada en México en general.

² Muchos acuerdos incluyen “reglas de origen” como estipulaciones sobre el porcentaje de contenido regional que una exportación debe de contener para poder ser considerada para acceder a los beneficios comerciales que el acuerdo confiere (por ejemplo, la exención de aranceles). En el caso del T-MEC, las reglas de origen estipulan condiciones sobre el valor generado en la región de Norte

En el caso de los autos, el porcentaje de contenido regional se incrementa a 75%.⁴

Hasta febrero de 2025, los bienes importados por Estados Unidos fuera de un tratado comercial enfrentaban los aranceles denominados de Nación Más Favorecida (NMF), los cuales eran relativamente bajos en general, y en varios casos cercanos o iguales a cero.⁵ Por ejemplo, las exportaciones de bienes automotrices que México realizó a Estados Unidos sin utilizar el Tratado en 2024 enfrentaron un arancel promedio efectivo de 1.4% (Cuadro 1). Para los productos no automotrices el arancel promedio efectivo fue de solo 0.2%. Estos bajos niveles de aranceles NMF podrían explicar por qué muchos bienes fueron exportados sin acogerse al Tratado, incluso si cumplían con las reglas de origen.

En ausencia del T-MEC, se estima que el arancel promedio para el total de las exportaciones mexicanas en 2024 habría sido de 3.2%, siendo en promedio más alto para exportaciones automotrices (8.1%) que para no automotrices (3.4%). En general, sectores que han enfrentado aranceles NMF relativamente elevados para la exportación de sus productos a Estados Unidos han tendido a hacer un uso más intensivo del Tratado. Por ejemplo, los camiones enfrentan un arancel NMF de 25%, lo que ha incentivado la creación de cadenas de suministro regionales que han permitido que casi la totalidad de estos bienes se exporten bajo el Tratado. Los autos y autopartes, en cambio, enfrentan aranceles promedio de NMF relativamente bajos de 2.5 y 1.3%, respectivamente, por lo que el costo de no cumplir con las reglas de origen es menor. Así, en 2024 18% del valor de los autos exportados a Estados Unidos y 43% de las autopartes fueron comerciados sin utilizar el Tratado. En el caso de bienes tales como teléfonos, celulares, computadoras e instrumentos médicos, el arancel NMF es de 0%, por lo que exportar bajo el Tratado no confiere un beneficio de ahorro arancelario, mientras que sí implicaría mayores costos administrativos y menor flexibilidad para organizar sus cadenas de proveeduría.

En el caso de los alimentos y bebidas se observa un comportamiento heterogéneo, toda vez que productos como vino y cerveza de malta, que enfrentan un arancel NMF de 0%, se comerciaron casi en su totalidad fuera del Tratado (98.6%), en tanto que algunos productos que enfrentan un arancel NMF relativamente bajo, como los productos lácteos y huevos, se comerciaron en su totalidad a través del T-MEC. Esto sugiere que factores distintos al arancel NMF también son importantes para las empresas en su decisión de uso del Tratado para la exportación.

La implementación de los aranceles, y el hecho de que los bienes que se exportan mediante el T-MEC estén, hasta ahora, exentos

valor del contenido regional se calcula de manera análoga, pero usando el costo de producción de la mercancía en vez de su valor de transacción.

⁴ En el caso de los autos, los requisitos incluyen además las siguientes condiciones: las autopartes principales (como, por ejemplo, motor, transmisión, carrocería y chasis, ejes) deben provenir de Estados Unidos, Canadá o México; al menos al 40% de la mano de obra de fabricación debe pagársele un mínimo de 16 dólares por hora; al menos el 70 % del acero y el aluminio utilizados en el vehículo deben provenir de Norteamérica.

de los aranceles, significa que el costo de no utilizar el Tratado ha aumentado para las empresas en México. Por lo tanto, es razonable pensar que estas tendrán mayores incentivos para empezar a utilizarlo. Sin embargo, no es sencillo dilucidar qué tan difícil o conveniente sería comenzar a usar el Tratado para aquellas empresas que hasta ahora no lo han hecho, dada la necesidad de aprender sobre los requisitos y trámites requeridos para exportar mediante el Tratado, cumplir con las reglas de origen, y cubrir los costos administrativos requeridos.

Cuadro 1
Importaciones de Estados Unidos Originarias de México en 2024

	Millones de Dólares	Estructura Porcentual	Aranceles estimados para 2024	
			Efectivo ^{1/}	Contrafactual Sin T-MEC ^{2/}
Total	505,851	100.0	0.3	3.2
Automotriz	188,518	37.3	0.4	6.4
No Automotriz	317,333	62.7	0.2	1.3
Sin utilizar los beneficios del T-MEC	260,207	51.4	0.5	
Automotriz	48,534	9.6	1.4	
No Automotriz	211,673	41.8	0.2	
Utilizando los beneficios del T-MEC	245,644	48.6	---	6.1
Automotriz	139,984	27.7	---	8.1
Arancel NMF ^{1/} igual a "0"	463	0.1	---	0.0
Arancel NMF ^{1/} distinto de "0"	139,521	27.6	---	8.1
No Automotriz	105,660	20.9	---	3.4
Arancel NMF ^{1/} igual a "0"	27,504	5.4	---	0.0
Arancel NMF ^{1/} distinto de "0"	78,156	15.5	---	4.6

^{1/} Se refiere al arancel estimado considerando el valor de los aranceles cobrados con respecto al total de cada categoría.

^{2/} Se refiere a la estimación considerando el arancel de nación más favorecida de 2023 a nivel subpartida.

Fuente: Banco de México con base en World Integrated Trade Solution (WITS, Base WTO-IDB) y U.S. Census Bureau.

Con el objetivo de tener un mejor entendimiento sobre la viabilidad de que las empresas que hasta ahora no lo hacían comiencen a utilizar el T-MEC, durante abril de 2025 se consultó directamente al respecto con las empresas manufactureras de más de 100 trabajadores encuestadas por el Banco de México. La Gráfica 2 muestra la distribución de las empresas que exportan directamente a Estados Unidos según el uso que hacían del T-MEC previo al inicio de la nueva administración de ese país. La mayoría de las empresas encuestadas (57.8%) utilizaba el Tratado para exportar todos sus productos, 25.1% lo utilizaba para algunos productos y 17.0% no lo utilizaba. Estos porcentajes se refieren al número de empresas manufactureras de más de 100 trabajadores que exportan a Estados Unidos y no reflejan la proporción del valor exportado nacionalmente a través del Tratado.

Se preguntó a las empresas que exportaban algunos o todos sus productos fuera del T-MEC si con el inicio de la nueva administración de Estados Unidos empezaron a utilizar el Tratado o desearían hacerlo. La mayoría de las empresas que reportó que

⁵ La nación más favorecida (NMF) es un estatus o nivel de trato que un país otorga a otro en el comercio internacional. El término significa que el país receptor de este trato debe beneficiarse, nominalmente, las mismas ventajas comerciales que la nación a la que su socio comercial le impone el menor arancel ("nación más favorecida"). En efecto, un país al que se le ha otorgado el estatus NMF no puede recibir un trato menos ventajoso que cualquier otro país con estatus NMF por parte del país que lo ofrece. Para los países miembros de la Organización Mundial del Comercio (OMC) aplican los beneficios de NMF conferidos por los demás miembros.

ya utilizaba el Tratado para exportar algunos productos indicó que ya lo empezó a usar o empezaría a hacerlo también para los bienes para los que antes no lo utilizaba (Gráfica 3). Asimismo, entre aquellas que no utilizaban el Tratado, alrededor de 40% expresó su deseo por utilizarlo, o que planea utilizarlo, y alrededor de 60% de este grupo de empresas indicó que ya lo empezaron a utilizar o que empezarán a utilizarlo próximamente.⁶

Gráfica 2
Uso del T-MEC entre empresas manufactureras de más de 100 trabajadores al cierre de 2024



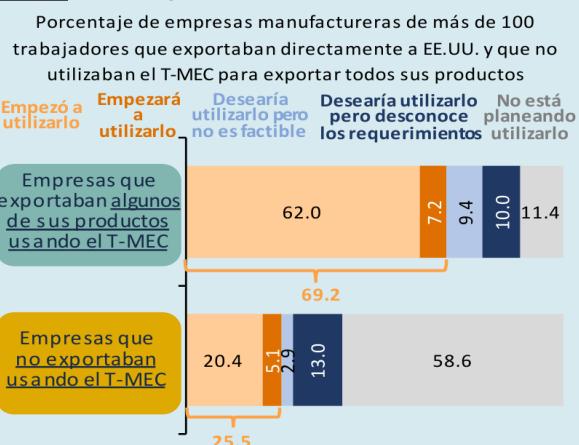
Fuente: Elaborado por el Banco de México con información de la Encuesta Mensual de Actividad Económica Regional (EMAE) del mes de abril de 2025. Resultados obtenidos de la pregunta: "A partir del inicio de la nueva administración de Estados Unidos, ¿su empresa exportaba a dicho país utilizando el T-MEC?"

A grandes rasgos, los resultados sugieren que empezar a exportar bienes vía T-MEC que antes no usaban el Tratado puede ser relativamente fácil para las empresas que ya tienen experiencia haciéndolo y que ya cumplían o podían cumplir relativamente fácil con las reglas de origen. Ello puede inferirse de que la mayoría de las empresas de este grupo reportó que ya empezó a usar el Tratado o empezará a hacerlo (69.2%) y porque la fracción que reportó ya estar utilizando es mayor que aquella que mencionó que empezará a hacerlo en el futuro.

Sin embargo, la percepción empresarial también refleja que una proporción relevante de empresas desconoce los requerimientos para usar el T-MEC: 10% entre las empresas que ya exportaban algunos productos mediante el Tratado y 13% para las que no lo utilizaban.⁷ Ello apunta a que disminuir los costos administrativos de utilizar el Tratado, por ejemplo, a través de proveer información sobre los trámites y procedimientos requeridos, podría ser útil para las empresas que ya cumplen con el contenido regional requerido o para las que sea viable ajustarse para cumplir con este.

Gráfica 3

Decisión de utilizar el T-MEC para exportar productos que no usaban el Tratado previo a la nueva administración de EE.UU.



Fuente: Elaborado por el Banco de México con información de la EMAER del mes de abril de 2025. Resultados obtenidos de la pregunta: "A partir del inicio de la nueva administración de Estados Unidos, indique si su empresa ha empezado o empezará a utilizar el T-MEC para los productos que no exportaba con dicho tratado". La EMAER es representativa de establecimientos de más de 100 trabajadores, los resultados para agrupaciones con desagregaciones mayores se presentan con fines ilustrativos.

3. Consideraciones finales

El aumento en aranceles a productos mexicanos exportados fuera del T-MEC ha renovado los incentivos para que las empresas mexicanas hagan uso del mismo, especialmente considerando la alta integración económica que ya existe entre ambos países. En efecto, se esperaría que un mayor número de empresas exportadoras que ya cumplen con las reglas de origen busquen certificarse. También se incrementan los alicientes para que las empresas que no cumplen con las reglas de origen busquen reorganizar sus cadenas de suministro para incrementar su contenido regional. El grado y la velocidad con el que los exportadores mexicanos se podrían ajustar hacia un mayor uso del Tratado dependerá de la factibilidad de poder sustituir insumos provenientes del resto del mundo por insumos producidos en Norteamérica, la capacidad de las empresas para absorber la carga administrativa de certificar el cumplimiento del Tratado, y las expectativas sobre la transitoriedad o permanencia de los cambios en la política comercial de los Estados Unidos.

⁶ Algunos factores que podrían explicar que las empresas no estén planeando utilizar el Tratado son que calculen no poder cumplir con las reglas de origen al menos en el corto plazo, que sea más costoso cumplir con las reglas de origen o cubrir los costos administrativos de utilizar el Tratado que pagar el arancel, que estén anticipando cambios en los aranceles o esperando nueva información que pudiera proveerse sobre las políticas que se implementarán, o que hayan decidido redirigir sus ventas hacia otros mercados.

⁷ Para las empresas que ya utilizaban el T-MEC para algunas de sus exportaciones y que sin embargo señalan que desearían usarlo, pero desconocen los requerimientos, esto se podría deber a que desconocen las reglas de origen aplicables a los productos que exportan sin usar el Tratado y para los cuales estarían interesadas en potencialmente hacer uso de los beneficios de este.

El cambio en la postura arancelaria de Estados Unidos afecta a todos sus socios comerciales. Algunos de ellos enfrentan un aumento en la tasa arancelaria efectiva mayor al de México. Ello podría incidir sobre el grado de competencia que confrontan las empresas mexicanas en el mercado de Estados Unidos y podría generar una entrada y salida de empresas exportadoras mexicanas. Por ejemplo, algunas empresas que ya cumplían las reglas de origen, pero para las cuales no resultaba rentable exportar hacia Estados Unidos podrían ahora encontrar que participar en dicho mercado sí lo es. Por lo contrario, algunas empresas exportadoras mexicanas podrían abandonar el mercado de Estados Unidos si los costos de cumplir con el Tratado o de exportar fuera de este, incluyendo el pago de aranceles, redujeran significativamente su rentabilidad.

Bajo las condiciones actuales, incrementar el acceso al mercado estadounidense al amparo del T-MEC podría profundizar la integración económica entre ambos países. En este contexto, serían valiosas políticas de apoyo técnico y administrativo,

especialmente para pequeñas y medianas empresas, que faciliten su transición hacia un mayor aprovechamiento del Tratado.

4. Referencias

- Conconi, Paola. Manuel García Santana, Laura Puccio y Roberto Venturini. (2018). "From Final Goods to Inputs: The Protectionist Effect of Preferential Rules of Origin." *American Economic Review*.
- Freund, Caroline. (2017). "Streamlining Rules of Origin in NAFTA." Peterson Institute for International Economics.
- Grossman, Gene. (1981). "The theory of domestic content protection and content preference." *Quarterly Journal of Economics*.
- Krishna, Kala. (2005). "Understanding rules of Origin." NBER Working paper series.

3.2. Mercado laboral

En el trimestre enero-marzo de 2025, el mercado laboral siguió mostrando señales de enfriamiento (Cuadro 6 y Gráficas 41 y 42). En particular, la población ocupada de la economía en su conjunto se mantuvo en un nivel similar al del trimestre previo, luego de la pérdida de dinamismo observada desde finales de 2023. De manera relacionada, en el primer trimestre de 2025 y principios del segundo, el empleo formal afiliado al IMSS mantuvo una marcada atonía, que fue reflejo, principalmente, de la debilidad del empleo manufacturero y del estancamiento del correspondiente al sector de la construcción. En este contexto, la razón de ocupación a población en edad de trabajar hiló cuatro trimestres con reducciones en el margen. Con datos desestacionalizados, en el primer trimestre de 2025 la tasa de participación laboral continuó disminuyendo. En particular, retrocedió por cuarto trimestre consecutivo y se situó en 59.5%, ligeramente por debajo de la tasa de 59.7% del cuarto trimestre de 2024 y de la de 60.1% en promedio durante 2024.

Las reducciones similares de la tasa de participación laboral y de la razón de ocupación a población en edad de trabajar en el periodo que se reporta derivaron en que la tasa de desocupación nacional haya permanecido en niveles históricamente bajos. En específico, la tasa de desocupación nacional se ubicó en 2.6%, cifra igual a la del último trimestre de 2024 y moderadamente por debajo de la tasa de 2.7% observada en promedio en 2024. En cuanto a la tasa de desocupación urbana, esta se situó en 3.0% en el primer trimestre del año, ligeramente por encima de la de 2.9% registrada al cierre de 2024, de modo que

continuó en niveles históricamente bajos. Por su parte, las tasas de desocupación extendida y de subocupación exhibieron retrocesos respecto del cuarto trimestre de 2024 y se mantuvieron en niveles bajos. La primera se situó en 10.4% y la segunda en 7.1%.

En el trimestre enero-marzo de 2025, la tasa de informalidad laboral fue de 54.4%, ligeramente mayor que la del trimestre anterior (54.3%). A su vez, la tasa de ocupación en el sector informal se ubicó en 28.7% de la población ocupada, la cual se compara con la observada el trimestre previo de 28.5%. Ambos indicadores muestran un cambio de tendencia al alza desde el tercero y segundo trimestre de 2024, respectivamente.

En cuanto a los indicadores del mercado laboral por género, en el lapso enero-marzo de 2025 la tasa de desocupación de los hombres se ubicó en 2.5% con datos desestacionalizados, siendo este su valor más bajo desde que se tiene registro (Gráfica 43). La tasa de desocupación de 2.7% de las mujeres también fue baja, si bien mayor que la de 2.6% del último trimestre de 2024. Por su parte, la tasa de participación y la razón de ocupación a población en edad de trabajar de los hombres siguieron disminuyendo y se situaron en el primer trimestre de 2025 en niveles respectivos de 75.0 y 73.2%. Para las mujeres, ambos indicadores se contrajeron, luego de haber permanecido estables en los dos trimestres previos. En particular, su tasa de participación se ubicó en 45.9% y su razón de ocupación a población en edad de trabajar en 44.7%.

Cuadro 6
Algunos conceptos sobre el mercado laboral

Concepto	Definición	Millones de personas^{1/}		
		I-23	I-24	I-25*
Población Económicamente Activa (PEA)	Personas de 15 y más años de edad que tuvieron vínculo con la actividad económica o que lo buscaron en la semana de referencia del levantamiento de la encuesta. La tasa de participación laboral es el porcentaje de la población de 15 años y más que se encuentra dentro de la PEA.	60.1	60.7	61.0
Población ocupada ^{2/}	PEA que realiza una actividad económica, ya sea de manera independiente o subordinada. La tasa de ocupación muestra el porcentaje de la PEA que se encuentra ocupada.	58.5	59.1	59.4
Ocupación formal	Ocupados (asalariados y con percepciones no salariales) que cuentan con prestaciones de seguridad social, empleadores y trabajadores por cuenta propia en todas aquellas actividades económicas que se desarrollan en empresas constituidas en sociedad, corporaciones, instituciones públicas o privadas, negocios no constituidos en sociedad, pero que reportan ingresos ante la autoridad hacendaria y en la agricultura y/o crianza de animales orientadas al mercado, así como trabajadores domésticos (asalariados y con percepciones no salariales) que cuentan con seguridad social.	26.3	27.0	27.1
Ocupación informal	Suma, sin duplicar, de los ocupados laboralmente vulnerables por la naturaleza de la unidad económica para la que trabajan, con aquellos cuyo vínculo o dependencia laboral no es reconocido por su fuente de trabajo. La tasa de informalidad laboral es el porcentaje de la población ocupada que se clasifica como informal.	32.2	32.1	32.3
Ocupación en el sector informal	Ocupados que se desempeñan en una unidad económica no constituida en sociedad que opera a partir de los recursos de los hogares, y que no lleva un registro contable de su actividad, independientemente de las condiciones de trabajo que se tengan. La tasa de ocupación en el sector informal muestra el porcentaje de la población ocupada que labora en el sector informal.	16.5	16.5	17.0
Subocupación	Población ocupada que tiene la necesidad y disponibilidad de ofrecer más tiempo de trabajo de lo que su ocupación actual le demanda. La tasa de subocupación se calcula como el porcentaje de la población ocupada que se encuentra subocupada.	4.3	4.0	3.9
Desocupación abierta	Población Económicamente Activa (PEA) que no trabajó siquiera una hora durante la semana de referencia de la encuesta, pero manifestó su disposición para hacerlo e hizo alguna actividad por obtener empleo. La tasa de desocupación se refiere al porcentaje de la PEA que se encuentra desocupada.	1.6	1.5	1.5
Población No Económicamente Activa (PNEA)	Personas de 15 y más años de edad que en la semana de referencia únicamente realizaron actividades no económicas y no buscaron trabajo.	39.7	40.5	42.1
Disponibles	Personas dentro de la PNEA que, en la semana de referencia, no trabajaron, no tenían trabajo y no buscaron activamente uno, por considerar que no tenían oportunidad para ello, pero tendrían interés en trabajar si se les presentara la oportunidad.	5.4	5.0	5.3

1/ Con base en la ENOE.

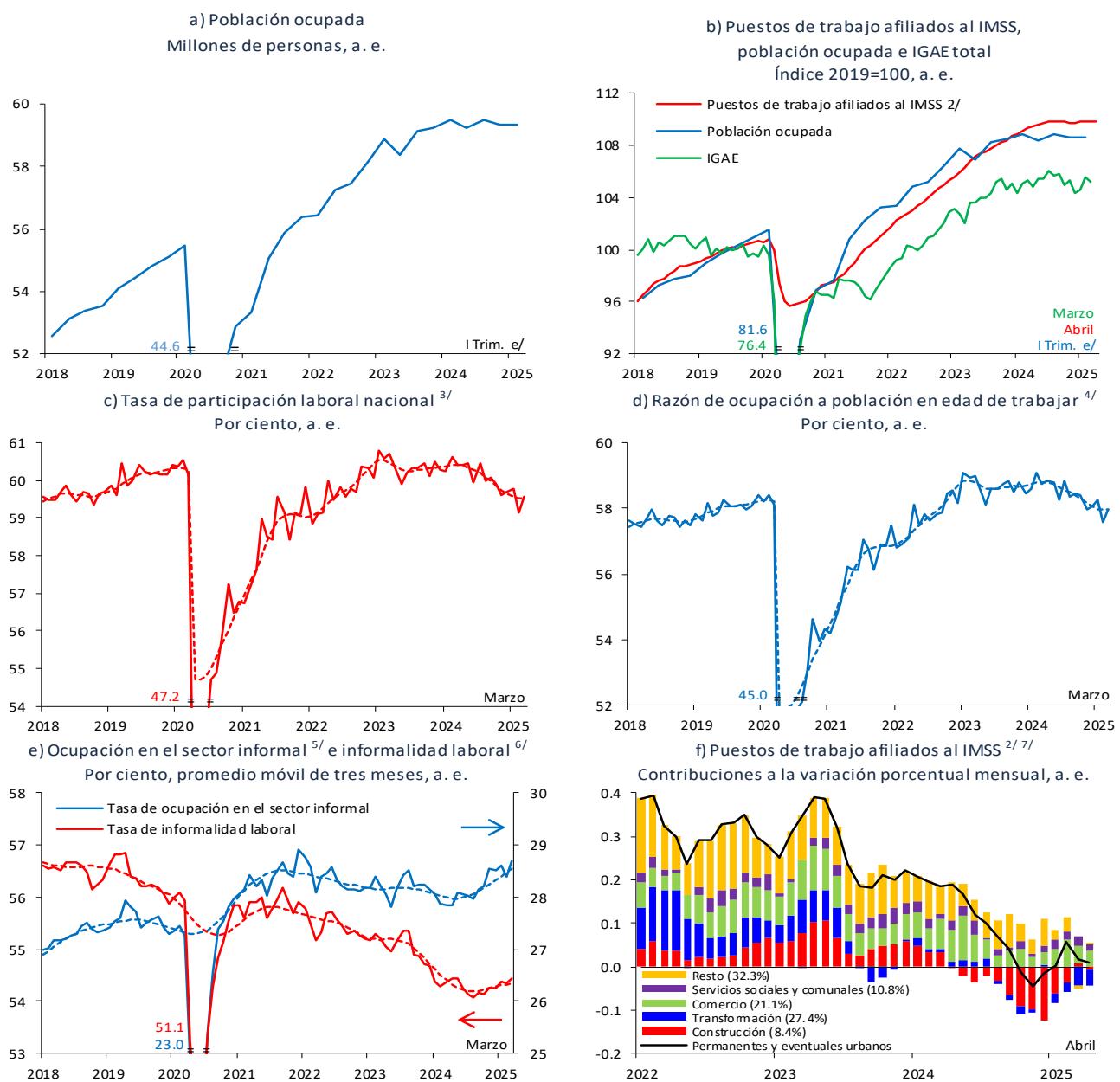
2/ Incluye tanto a los trabajadores asalariados, ya sea formales o informales, que trabajan para un patrón y reciben un pago, sueldo, salario o jornal, como a los trabajadores con percepciones no salariales (Población ocupada = Ocupación formal + Ocupación informal).

*/ Promedio de la ENOE mensual de enero-marzo de 2025.

Nota: Las cifras presentadas incorporan las estimaciones trimestrales de población generadas por INEGI a partir de los resultados del Censo de Población y Vivienda 2020.

Fuente: INEGI.

Gráfica 41
Indicadores del mercado laboral ^{1/}



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

e/ Las cifras del primer trimestre de 2025 corresponden a una estimación con base en el promedio enero-marzo de la ENOE.

1/ Se acotó la escala vertical de algunas gráficas para facilitar su lectura.

2/ Permanentes y eventuales urbanos. Desestacionalización del Banco de México.

3/ Porcentaje de la Población Económicamente Activa (PEA) respecto de la de 15 y más años de edad.

4/ Porcentaje de la población ocupada respecto de la de 15 y más años de edad.

5/ Porcentaje de personas que trabajan para unidades económicas no agropecuarias operadas sin registros contables y que funcionan a través de los recursos del hogar respecto de la población ocupada.

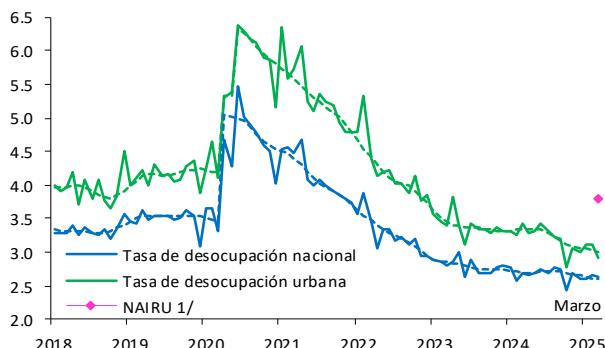
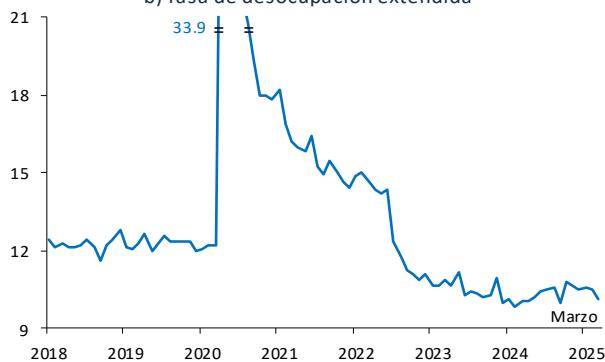
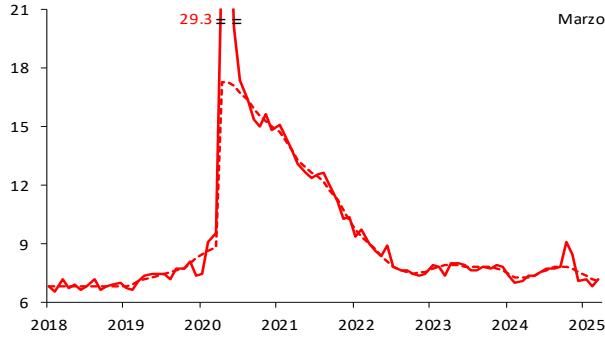
6/ Porcentaje de trabajadores que se emplean en el sector informal, que laboran sin la protección de la seguridad social y cuyos servicios son utilizados por unidades económicas registradas y a los que están ocupados por cuenta propia en la agricultura de subsistencia, respecto de la población ocupada.

7/ Promedio móvil de tres meses. Las cifras entre paréntesis se refieren a la estructura porcentual en 2024. Resto incluye los sectores de servicios para empresas, personas y el hogar, electricidad, extractivas, agropecuario, transportes y la diferencia estadística.

Fuente: Elaborado por el Banco de México con información del IMSS e INEGI (SCNM y ENOE).

Gráfica 42**Tasas de desocupación y subocupación**

Por ciento, a. e.

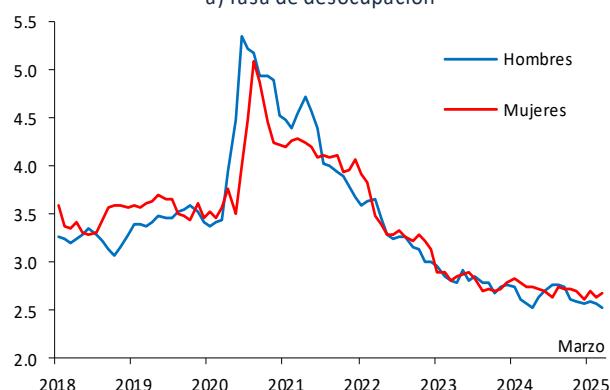
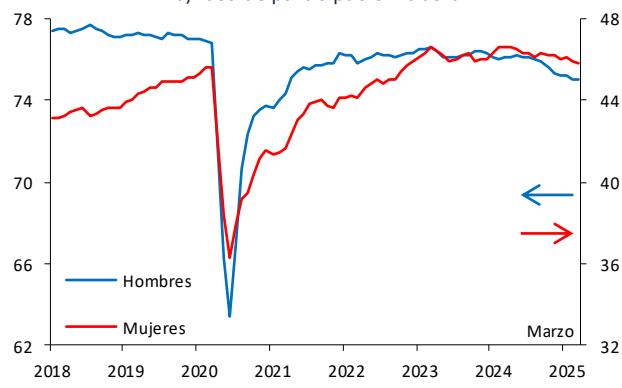
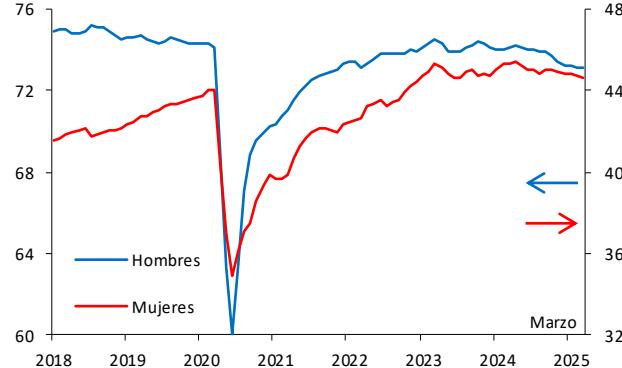
a) Tasas de desocupación nacional y urbana**b) Tasa de desocupación extendida^{2/}****c) Tasa de subocupación**

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/ La NAIRU (*Non-Accelerating-Inflation Rate of Unemployment*, por sus siglas en inglés) que se presenta está asociada con la tasa de desocupación nacional y se refiere la tasa de desempleo congruente con un entorno de inflación estable.

2/ Se refiere a la suma de la población desocupada y PNEA disponible como proporción de la suma de PEA y PNEA disponible. Entre julio de 2020 y junio de 2022, el INEGI clasificó a las personas ausentes temporales de una actividad u oficio y a las personas con necesidad o deseos de trabajar debido al cierre de actividades no esenciales a partir de la pandemia, como PNEA disponible. A partir de julio de 2022, dicho criterio de clasificación dejó de operar.

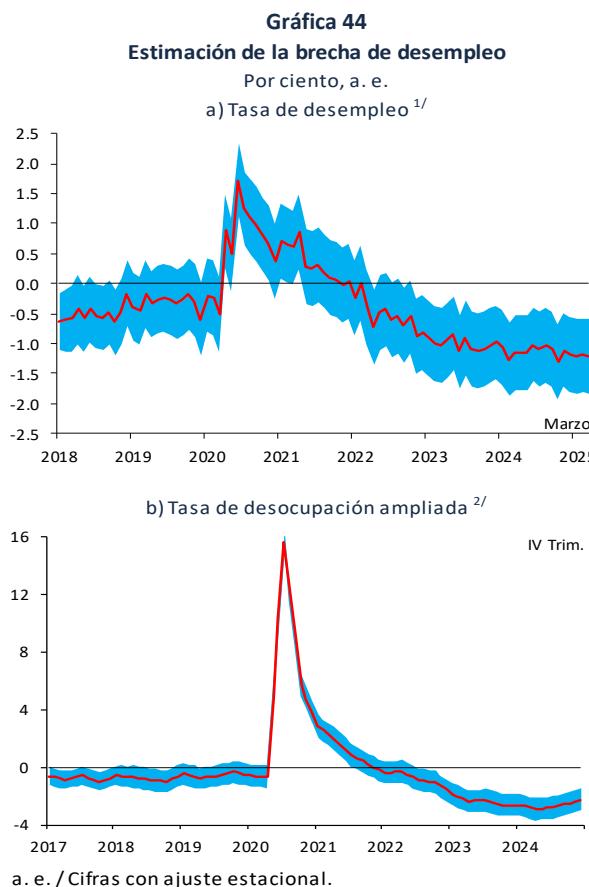
Fuente: Elaborado por el Banco de México con información del IMSS e INEGI (ENOE).

Gráfica 43**Indicadores del mercado laboral por género**Por ciento, a. e.^{1/}**a) Tasa de desocupación****b) Tasa de participación laboral****c) Razón de ocupación a población en edad de trabajar**

a. e./ Cifras con ajuste estacional.

1/ Promedio móvil de 3 meses.

Fuente: Elaborado por el Banco de México con información de la ENOE, INEGI.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

1/ Las sombras representan las bandas de confianza. El intervalo corresponde a dos desviaciones estándar de la brecha estimada. La desviación estándar se estimó a partir del promedio de las estimaciones de las desviaciones estándar de cuatro modelos individuales. Ver Banco de México (2017), "Informe Trimestral Octubre - Diciembre 2016", pág.45.

2/ Se refiere a la suma de la población desocupada y PNEA disponible como proporción de la suma de PEA y PNEA disponible. Para todo el periodo se considera a los ausentes temporales como PNEA disponible, siguiendo el criterio empleado en la ETOE y ENOE^N entre el segundo trimestre de 2020 y el segundo trimestre de 2022. Brecha con base en la NAIRU estimada al 1T-2020 y fija a partir de ese trimestre.

Fuente: Elaborado por el Banco de México con información de la ENOE.

En el trimestre enero-marzo de 2025, en el contexto de una tasa de desocupación en niveles históricamente bajos, la estimación puntual de la brecha de desempleo con base en la tasa de desocupación nacional se situó en un nivel similar al del trimestre anterior y se mantuvo en terreno negativo (Gráfica 44).⁷

Con base en la información mensual de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE), se estima que las percepciones promedio de los trabajadores asalariados en la economía en su conjunto habrían exhibido una expansión anual de 9.6% (Gráfica 45a). Esta tasa se compara con la calculada para el cuarto trimestre de 2024 de 9.3%.

En el primer trimestre de 2025, la revisión anual promedio de los salarios contractuales negociados en empresas de jurisdicción federal se moderó, al ubicarse en 8.0% (Gráfica 45d). En el mismo trimestre de 2024, esta fue de 8.6%. En su interior, en el periodo enero-marzo del año en curso las revisiones promedio en empresas privadas y públicas resultaron de 8.4 y 5.2%, en el mismo orden. Estas revisiones se comparan con las respectivas de 9.2 y 4.2% registradas en el mismo periodo de 2024.

A su vez, el ritmo de crecimiento anual del salario base de cotización medio de los trabajadores asegurados en el IMSS siguió moderándose (Gráficas 45b y 45c). En efecto, en el periodo enero-abril de 2025 el salario promedio diario asociado con los puestos de trabajo afiliados al IMSS aumentó 7.5% en su comparación anual, luego del incremento de 9.2% reportado en el trimestre octubre-diciembre de 2024. Como resultado de los ajustes nominales descritos y considerando el comportamiento de la inflación, en el primer trimestre de 2025 los salarios medios reales de la economía en su conjunto y de los trabajadores asegurados en el IMSS siguieron creciendo, al exhibir variaciones anuales de 5.6 y 3.7%, respectivamente.

⁷ La brecha de desempleo busca medir el grado de holgura en el mercado laboral. En particular, se refiere a la diferencia entre la tasa de desempleo observada y la tasa NAIRU, definida como la tasa de desempleo congruente con un entorno de inflación estable. De este modo, una brecha de desempleo positiva se asocia con la ausencia de presiones inflacionarias ante la presencia de holgura en el mercado laboral, mientras que una brecha negativa sugiere posibles presiones inflacionarias derivadas de un mercado laboral apretado. Dicha medida

únicamente refleja las condiciones de holgura capturadas directamente por la tasa de desocupación y no incorpora el apretamiento o relajamiento que podría derivarse de otros márgenes de ajuste del mercado laboral tales como la tasa de participación laboral. Los detalles sobre la estimación de la brecha se pueden consultar en el Recuadro 3 del Informe Trimestral Octubre – Diciembre de 2016 titulado "Consideraciones sobre la Evolución Reciente de la NAIRU y de la Holgura del Mercado Laboral en México".

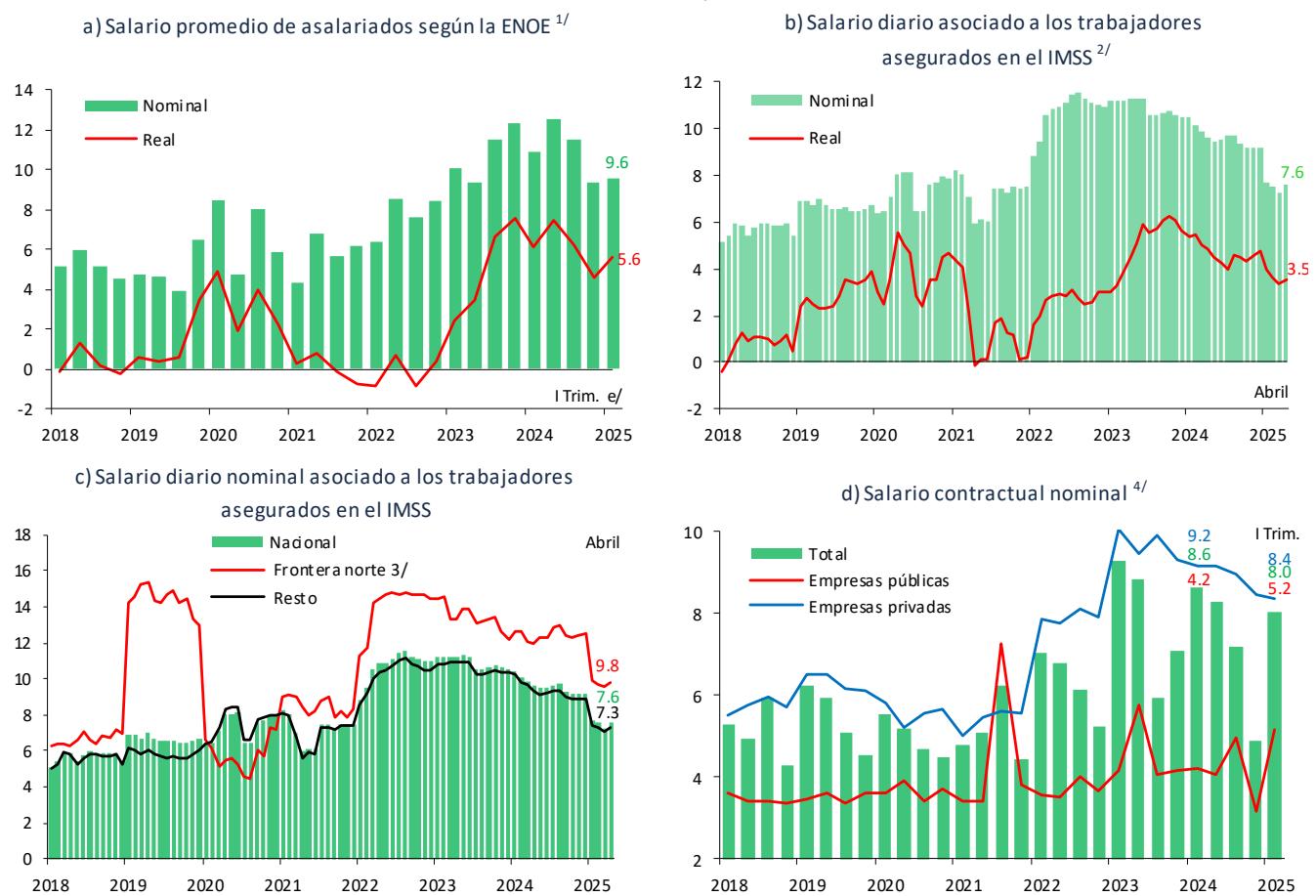
Profundizando en el comportamiento del salario base de cotización promedio del IMSS, en enero de 2025 este indicador presentó una variación mensual de 5.1%. Se estima que la variación mecánicamente asociada con el incremento del salario mínimo por el incremento en el salario de los trabajadores vinculados contribuyó con 0.8 puntos porcentuales a dicha variación mensual (Gráfica 46).⁸ Esta contribución fue menor a la de 1.6 puntos porcentuales de 2024.

También relacionado con el comportamiento de las percepciones de los trabajadores afiliados al IMSS, el Recuadro 3 analiza la distribución de las revisiones salariales, entendidas como el cambio porcentual anual en el salario base de cotización. Encuentra que esta distribución presenta modas en cero, el incremento porcentual del salario mínimo y la inflación pasada. Debido a una menor inflación y a un menor incremento porcentual del salario mínimo, la distribución de revisiones salariales de enero 2025 se desplazó hacia la izquierda respecto a la de enero 2024.

⁸ Los trabajadores vinculados al salario mínimo son aquellos afiliados al IMSS cuyo salario en diciembre de cada año se ubica por debajo del

nuevo salario mínimo que entra en vigor en enero del siguiente, y que, por lo tanto, recibirían un aumento salarial de manera mecánica.

Gráfica 45
Indicadores salariales
 Variación anual en por ciento



e/ Las cifras del primer trimestre de 2025 corresponden a una estimación con base en la información del periodo enero-marzo de la ENOE mensual.

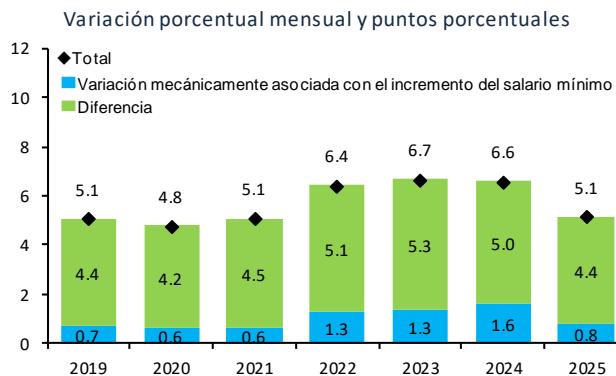
1/ Para calcular los salarios nominales promedio se truncó el 1% más bajo y el 1% más elevado de la distribución de los salarios. Se excluyen personas con ingreso reportado de cero o que no lo reportaron.

2/ Durante el primer trimestre de 2025 se registraron, en promedio, 22.4 millones de trabajadores asegurados afiliados al IMSS. Los salarios reales fueron deflactados con el INPC.

3/ Integrada por los municipios mencionados en el DOF del 26 de diciembre de 2018, la mayoría de los cuales colindan con la frontera norte. Estos concentraron el 10% del total de puestos de trabajo asegurados afiliados al IMSS en 2024.

4/ El incremento salarial contractual se calcula como el promedio ponderado de las revisiones mensuales. El ponderador está dado por el número de trabajadores que revisaron en cada mes como proporción del total de trabajadores que revisaron en el trimestre correspondiente. En 2024, el número de trabajadores de empresas de jurisdicción federal que anualmente reportan sus incrementos salariales a la STPS fue aproximadamente de 2.1 millones, de los cuales el 38% se encontraba en empresas públicas y el 62% en empresas privadas.

Fuente: Elaborado por el Banco de México con información del IMSS, STPS e INEGI (ENOE).

Gráfica 46
Descomposición de la variación porcentual mensual del salario base de cotización promedio del IMSS


Nota: Para estimar qué parte de la variación mensual del salario base de cotización promedio de enero se puede atribuir mecánicamente al incremento del salario mínimo, en cada año, se toma a los trabajadores vinculados en diciembre del año previo y se ajusta su salario al nivel del nuevo salario mínimo vigente en enero, manteniendo sin cambio el salario del resto de trabajadores. Después, se calcula la contribución del cambio simulado en los salarios de los trabajadores vinculados en la variación porcentual mensual del salario promedio de todos los trabajadores en enero.

Fuente: Elaborado por el Banco de México con base en datos del IMSS.

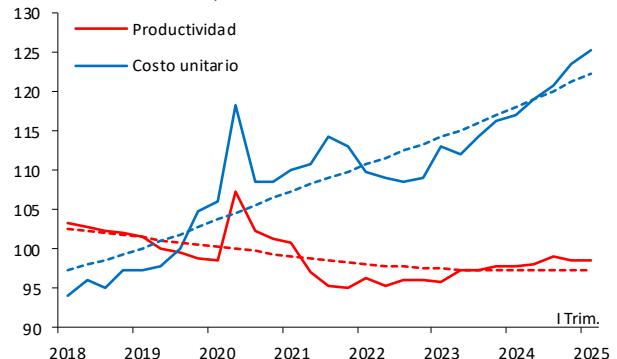
En cuanto a la evolución de la productividad laboral para la economía en su conjunto, en el primer trimestre de 2025 esta se mantuvo en un nivel similar al del trimestre previo y permaneció por debajo de los niveles registrados antes de la pandemia. Por su parte, el costo unitario de la mano de obra para la economía en su conjunto hiló siete trimestres con aumentos en el margen (Gráfica 47a).

En el periodo enero-marzo de 2025, la productividad laboral en la industria manufacturera se ubicó ligeramente por arriba del nivel del cuarto trimestre de 2024 (Gráfica 47b). Si bien la productividad laboral en el sector manufacturero ha mostrado una trayectoria al alza, las remuneraciones medias reales en general han crecido a un ritmo mayor, de manera que el costo unitario de la mano de obra en este sector ha seguido incrementándose (Gráfica 47c).

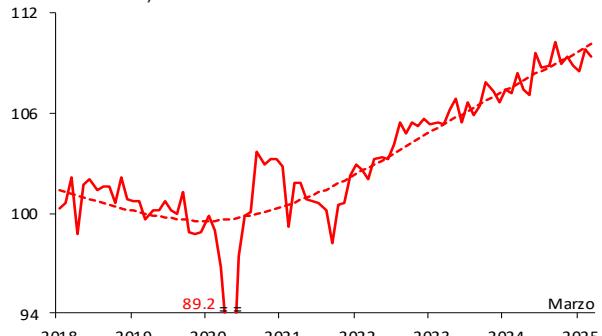
Gráfica 47
Productividad y costo unitario de la mano de obra^{1/}

Índice 2019=100, a. e.

a) Total de la economía^{e/}



b) Productividad en las manufacturas^{2/}



c) Costo unitario en las manufacturas^{2/}



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

e/ Estimación del Banco de México.

1/ Productividad laboral estimada con las horas trabajadas.

2/ Se acotó la escala vertical de la gráfica para facilitar su lectura.

Fuente: Elaborado por el Banco de México a partir de información de la EMIM, del SCNM y la ENOE, INEGI.

Recuadro 3. Puntos de referencia en las revisiones salariales

1. Introducción

En este Recuadro se analizan las revisiones salariales de los trabajadores afiliados al IMSS, entendiendo la revisión salarial como el cambio porcentual anual en el salario de un trabajador. Se muestra que, para la mayoría de trabajadores, los ajustes salariales tienden a ubicarse cerca del incremento porcentual del salario mínimo o de la inflación pasada. Asimismo, un porcentaje importante no experimenta cambios en su salario entre un año y otro. Los valores de cero, el incremento al salario mínimo y la inflación pasada parecen funcionar como puntos de referencia en la determinación de las revisiones salariales.

Debido a una menor inflación y a un menor incremento porcentual del salario mínimo, estos puntos de referencia se ubicaron en menores niveles en 2025 relativo al año anterior. En línea con estos cambios, la distribución de las revisiones salariales en enero de 2025 se desplazó hacia la izquierda respecto a la de enero de 2024.

2. Distribución de las revisiones salariales

Para analizar las revisiones salariales, se calcula la variación porcentual del salario base de cotización de todos los trabajadores afiliados al IMSS que estuvieron empleados tanto en enero del año de análisis como en enero del año anterior.¹ La Gráfica 1 ilustra las distribuciones de las revisiones salariales mediante funciones de densidad estimadas para enero de 2023, 2024 y 2025.² En todos los años, las distribuciones presentan múltiples modas, las cuales se ubican cerca de valores que parecen funcionar como puntos de referencia para las revisiones salariales.

En primer lugar, los salarios de una proporción considerable de trabajadores no cambian entre años consecutivos, de manera que la primera moda de la distribución se encuentra en cero.³

¹ Este análisis se lleva a cabo con microdatos de trabajadores afiliados al IMSS. Para efectos del Recuadro, las revisiones salariales se calculan únicamente para los trabajadores que están presentes en la base de datos en enero de dos años consecutivos. En enero de 2025, por ejemplo, solo se consideran aquellos trabajadores que están presentes en la base de datos tanto en enero de 2024 como en enero de 2025. Estos trabajadores representan el 81.5% del total de trabajadores observados en enero de 2025. La mayoría de las primeras revisiones salariales de los trabajadores durante el año ocurren en enero: por ejemplo, en 2024 el 71% de los trabajadores recibió su primera revisión salarial positiva en enero. El cambio en el salario promedio entre enero de un año y otro se ve afectado tanto por los salarios de los trabajadores que están empleados en ambos períodos, como por los salarios de los trabajadores que entran o salen de la base de datos entre dichos meses. Así, al analizar únicamente a los trabajadores empleados en ambos eneros, se está considerando solo a una parte de la población que incide en la evolución del salario promedio. Se excluyen del análisis las revisiones salariales inferiores al percentil 1 o superiores al percentil 99 de su distribución.

² Todas las funciones de densidad se estiman mediante un estimador kernel de Epanechnikov y un ancho de banda de 1 punto porcentual.

³ En enero de 2025, el 8.8% de los trabajadores recibió una revisión salarial de entre -1 y 1%.

⁴ Este hecho puede deberse a que los incrementos salariales se pactan con antelación y que toman como referencia la inflación anual a diciembre. Por ejemplo, los incrementos salariales de enero 2025 se pueden fijar en diciembre de 2024 y si se usa como referencia la inflación anual a diciembre, el último valor observado es el de diciembre de 2023.

Otro grupo de trabajadores recibe un incremento salarial similar a la inflación anual registrada en diciembre del año antepasado.⁴ Por ejemplo, en enero de 2025, el 8.1% de los trabajadores recibió una revisión salarial entre 3.7 y 5.7%, un rango cercano a la inflación de 2023, que fue de 4.7%. El incremento porcentual del salario mínimo funciona como otro punto de referencia: en los tres años analizados, la tercera moda de la distribución es aproximadamente igual a dicho incremento a nivel nacional.⁵ Este ajuste salarial corresponde al que deben recibir los trabajadores que permanecen empleados y que perciben el salario mínimo en ambos años.⁶

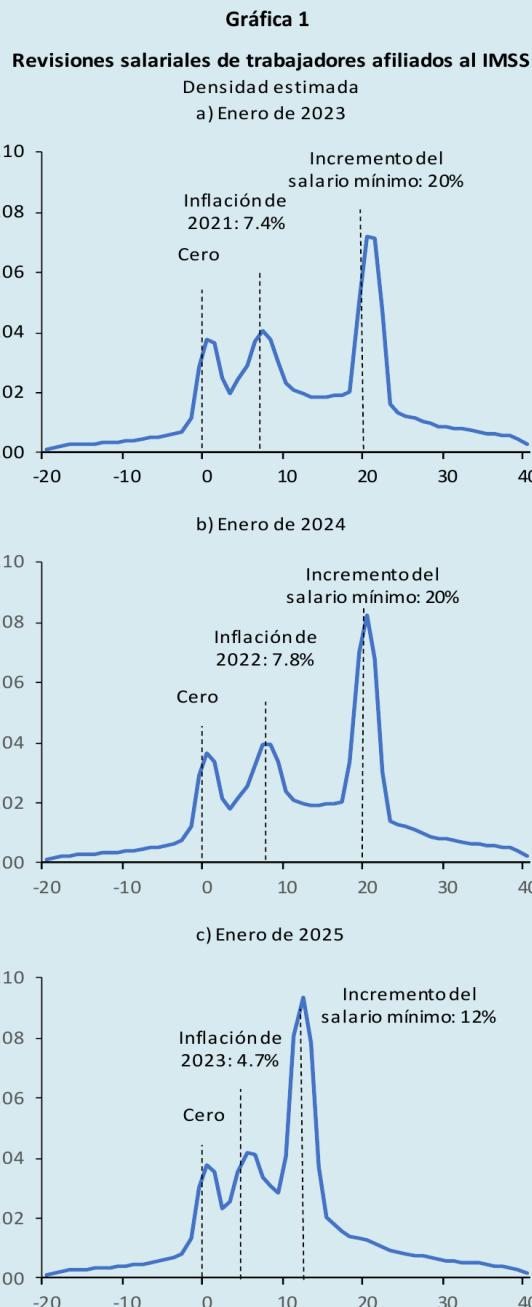
Al comparar las distribuciones de las revisiones salariales entre los años, se observa que estas se desplazan a la izquierda o a la derecha en función de los valores de los puntos de referencia. La distribución de revisiones salariales en 2025 se encuentra a la izquierda de las de 2024 y 2023, lo que refleja los menores valores de la inflación y del incremento del salario mínimo.

La presencia de puntos de referencia en las distribuciones de revisiones salariales es consistente con la existencia de rigideces nominales y reales a la baja en los salarios (Castellanos et al., 2004). Un punto de referencia en la inflación pasada sugiere que en las negociaciones salariales se busca evitar la pérdida de poder adquisitivo de las percepciones salariales. A su vez, el punto de referencia en el incremento porcentual del salario mínimo es consistente con la contratación de trabajadores que ganan este salario y cuya revisión salarial debe ser igual al incremento porcentual del mínimo. Para otros trabajadores con salarios más altos, la existencia de este punto de referencia es coherente con la negociación salarial usando el incremento del salario mínimo como guía (Flinn, 2006). La moda en cero se asocia con la presencia de un porcentaje de trabajadores a quienes no se les revisan sus salarios.⁷

⁵ Se considera el incremento porcentual total del salario mínimo, que incluye tanto el aumento por fijación como el Monto Independiente de Recuperación. Para los años 2023, 2024 y 2025, el incremento porcentual del salario mínimo por fijación fue de 10, 6 y 6.5%, respectivamente. Las densidades estimadas en la Gráfica 1 no muestran modas en estos valores, sino en el valor del incremento total del salario mínimo. Un factor que podría dificultar la identificación de los puntos de referencia de la inflación y el salario mínimo en otros años es que el incremento porcentual total del salario mínimo podía tener valores muy similares al punto de referencia de la inflación. Sin embargo, los aumentos significativos al salario mínimo en años recientes facilitan la diferenciación e identificación de ambos puntos de referencia. Castellanos et al. (2004) muestran que la moda en cero y el punto de referencia en el incremento del salario mínimo también estaban presentes en el período de 1985 a 2001. En el 2017, antes del inicio de incrementos más elevados al salario mínimo, la distribución de revisiones salariales también presentaba una moda en cero y puntos de referencia en los incrementos del salario mínimo (con y sin el incremento del monto independiente de recuperación) y en la inflación pasada.

⁶ Entre enero de 2024 y enero de 2025 un 22.3% de los trabajadores recibió una revisión salarial entre 11 y 13%, cercana al incremento porcentual del salario mínimo del 12%. Esta proporción de trabajadores es mayor que el porcentaje de trabajadores que ganaban un salario mínimo en enero de 2025 (14.9%). Además, un 9.7% de trabajadores recibió un incremento cercano al del salario mínimo, aunque su salario fuera superior al mínimo. Estas cifras sugieren que hay trabajadores que también reciben revisiones cercanas al salario mínimo, aun cuando su salario sea mayor.

⁷ La Ley Federal del trabajo lista la reducción del salario en términos nominales como una causa de rescisión de la relación del trabajo, sin responsabilidad para el trabajador.



Nota: La revisión salarial se calcula como la variación porcentual del salario entre enero del año analizado y enero del año anterior. Se considera solo a los trabajadores que tienen información de salarios en ambos años.

Fuente: Elaborado por el Banco de México con datos del IMSS.

3. Regularidades empíricas en las revisiones salariales

La distribución de revisiones salariales muestra otras regularidades empíricas de acuerdo con el nivel de ingreso de los trabajadores y dependiendo de si estos cambian de empresa entre años.⁸ Estas regularidades ayudan a explicar por qué la revisión salarial de un trabajador en particular se acerca más a un punto de referencia que a otro.

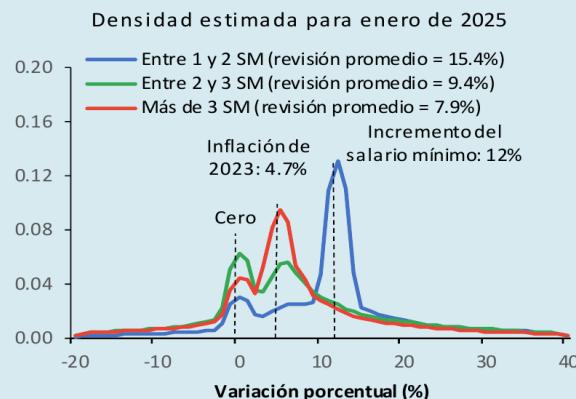
La Gráfica 2 muestra una primera regularidad: la revisión salarial es, en promedio, menor para los trabajadores que perciben salarios más altos en el año inicial, y las modas en la distribución de las revisiones salariales dependen de este salario inicial. Separando a los trabajadores por rango de salario, se observa lo siguiente:

- En enero de 2025, los trabajadores que ganaban entre 1 y 2 salarios mínimos en enero de 2024 recibieron una revisión salarial promedio de 15.4%, y la distribución de sus revisiones salariales presenta modas en cero y en el incremento del salario mínimo (que para ese año fue 12%), pero no muestra una moda correspondiente al punto de referencia de la inflación pasada.
- Los trabajadores que ganaban entre 2 y 3 salarios mínimos en enero de 2024 recibieron, en promedio, una revisión salarial de 9.4%. Para ellos, el incremento porcentual del salario mínimo no parece funcionar como punto de referencia, y el valor con mayor densidad en la distribución de sus revisiones salariales es el cero.
- Para los trabajadores que ganaban más de tres salarios mínimos en enero de 2024, la revisión salarial promedio fue de 7.9%, siendo esta menor que la de trabajadores con salarios iniciales más bajos. Al comparar sus revisiones salariales con las de quienes recibían entre 2 y 3 salarios mínimos, se observa que los trabajadores con salarios superiores a 3 salarios mínimos tienen una mayor probabilidad de recibir revisiones salariales cercanas a la inflación pasada y una probabilidad ligeramente menor de recibir incrementos por encima de esta.

⁸ La distribución de revisiones salariales también muestra cierta heterogeneidad entre la Zona Libre de la Frontera Norte (ZLFN) y el resto del país. En ambas zonas las distribuciones tienen modas en los mismos puntos; sin embargo, en la ZLFN

las revisiones salariales tienen una menor concentración alrededor de estos valores de referencia.

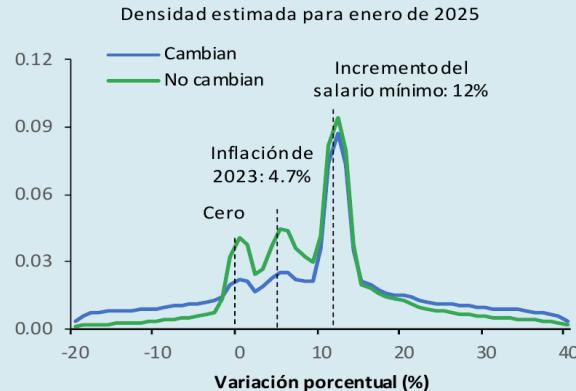
Gráfica 2
**Revisiones salariales de trabajadores afiliados al IMSS
 por rango de salario inicial**



Nota: La revisión salarial se calcula como la variación porcentual del salario entre enero del año analizado y enero del año anterior. Se considera solo a los trabajadores que tienen información de salarios en ambos años. "SM" denota salario mínimo.

Fuente: Elaborado por el Banco de México con datos del IMSS.

Gráfica 3
**Revisiones salariales de trabajadores afiliados al IMSS
 por permanencia o cambio de empresa**



Nota: La revisión salarial se calcula como la variación porcentual del salario entre enero del año analizado y enero del año anterior. Se considera solo a los trabajadores que tienen información de salarios en ambos años. Se divide a los trabajadores por si cambiaron de empleador o no entre enero 2024 y enero 2025.

Fuente: Elaborado por el Banco de México con datos del IMSS.

Una segunda regularidad es la diferencia en las revisiones salariales de los trabajadores que cambian de empresa durante el año y aquellos que permanecen en la misma empresa. La Gráfica 3 muestra las distribuciones estimadas para estos dos tipos de trabajadores. Se observa que la distribución de los trabajadores que cambian de empresa tiene más masa en valores de revisión más altos que la distribución de los trabajadores que no cambian. La revisión salarial promedio de los trabajadores que cambian de empresa es de 22.1%, mientras que, para quienes permanecen en la misma empresa, es de 12.9%. Esta regularidad es consistente con la idea de que los trabajadores cambian de empresa en busca de mejores salarios o que las empresas que quieren atraer a trabajadores empleados en otros lugares les ofrecen mayores salarios para atraerlos. Además, los trabajadores que perciben el salario mínimo tienden a cambiar de empresa con mayor frecuencia, pues suelen estar empleados en sectores de mayor rotación entre empresas, como la construcción. Por esta razón, la distribución de revisiones salariales entre los trabajadores que cambian de empresa muestra una mayor concentración alrededor del punto de referencia del salario mínimo.⁹

4. Consideraciones finales

En este Recuadro se muestra que las revisiones salariales de los trabajadores afiliados al IMSS se concentran en puntos de referencia específicos, como la inflación pasada y el incremento porcentual del salario mínimo. En 2025, conforme se redujo la inflación y el incremento porcentual del salario mínimo fue menor, la distribución de revisiones salariales se desplazó a la izquierda respecto a la de 2024. El Recuadro contribuye al entendimiento de las negociaciones salariales en el mercado laboral formal. Estas, junto con las negociaciones salariales en el mercado informal, son un determinante de relevancia en la formación de precios. A futuro, será relevante explorar las características de las revisiones salariales para los trabajadores informales.

5. Referencias

Castellanos, S. G., García-Verdú, R., y Kaplan, D. S. (2004). "Nominal wage rigidities in Mexico: evidence from social security records". *Journal of Development Economics*, 75(2), 507-533.

Flinn, C. J. (2006). "Minimum wage effects on labor market outcomes under search, matching, and endogenous contact rates". *Econometrica*, 74(4), 1013-1062.

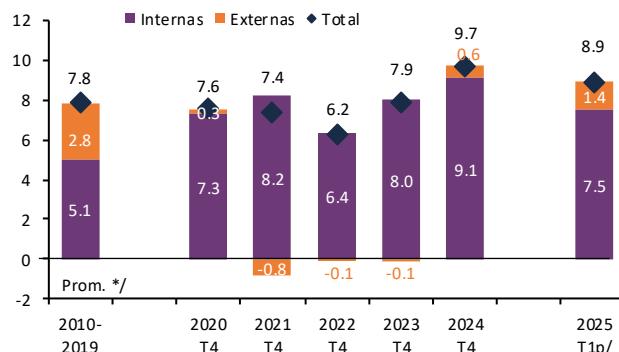
⁹ Los trabajadores con salarios cercanos al salario mínimo son una proporción importante del total de trabajadores que cambian de empresa entre años consecutivos. Entre enero de 2024 y enero de 2025, el 79.5% de los trabajadores

que cambiaron de empresa tenían en enero de 2024 un salario de entre 1 y 2 salarios mínimos de ese año.

3.3. Condiciones de financiamiento de la economía⁹

En el primer trimestre de 2025, las fuentes totales de recursos financieros de la economía continuaron expandiéndose y registraron un flujo anual de 8.9% del PIB (Gráfica 48 y Cuadro 7). Esta cifra es inferior a la de 9.7% en el trimestre previo. Ello reflejó una moderación en las fuentes internas, si bien su incremento continuó siendo elevado respecto de su evolución histórica. Por su parte, las fuentes externas siguieron siendo reducidas. La expansión robusta de las fuentes de recursos contribuyó a que se siguiera destinando un volumen significativo de recursos financieros al sector público y al sector privado.

Gráfica 48
Fuentes de recursos financieros de la economía
Flujos anuales como porcentaje del PIB



*/Cifras promedio de 2010 a 2019.

p/ Cifras preliminares. La suma de los componentes puede discrepar del total por redondeo.

Nota: Las definiciones de cada rubro se muestran en las notas 1 a 4 del Cuadro 7 (Fuentes y Usos de Recursos Financieros de la Economía).

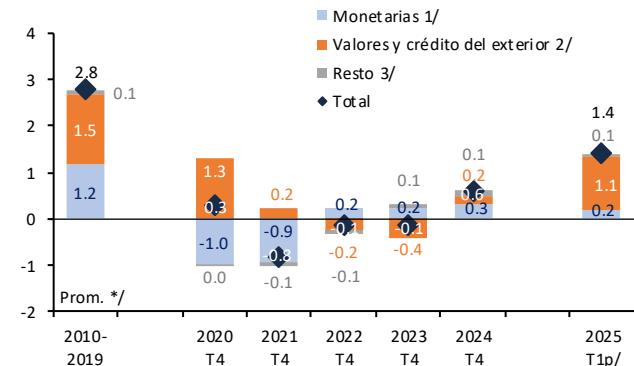
Fuente: Elaborado por el Banco de México.

Profundizando en la evolución de las fuentes de recursos financieros de la economía, su componente externo registró un flujo anual de 1.4% del PIB en el primer trimestre de 2025 (Gráfica 49). Dicha cifra fue superior a la del trimestre anterior de 0.6%, pero siguió siendo baja respecto de su comportamiento histórico. El bajo dinamismo de las fuentes externas en los últimos años es, en buena medida, producto de una serie de choques adversos que se han venido materializando, entre los cuales se incluyen la

pandemia y otros episodios de elevada incertidumbre por tensiones geopolíticas y comerciales. En su interior, las fuentes monetarias externas continuaron siendo reducidas, mostrando un flujo anual de 0.2% del PIB, que se compara con 0.3% del PIB en el trimestre previo. Ello pese a que se observó un ligero incremento en la tenencia de valores gubernamentales por parte de no residentes durante el trimestre (Gráfica 50). Los títulos que en años recientes se han puesto en circulación han sido absorbidos de forma ordenada mayoritariamente por inversionistas nacionales. La proporción de valores gubernamentales en poder de no residentes se situó en 13.5% en marzo de 2025. Por otra parte, el financiamiento a través de valores y crédito del exterior mostró un crecimiento mayor respecto del observado el trimestre anterior, reflejando principalmente la colocación de deuda por parte del sector público.

Gráfica 49
Fuentes externas

Flujos anuales como porcentaje del PIB



*/Cifras promedio de 2010 a 2019.

p/ Cifras preliminares. La suma de los componentes puede discrepar del total por redondeo.

1/ Instrumentos monetarios en poder de no residentes. Incluye valores gubernamentales, captación líquida ya a plazo menor a 5 años, acciones de los fondos de inversión de deuda y acreedores por reporto.

2/ Destinado al sector público, a la banca comercial y al sector privado.

3/ Incluye captación de agencias y fuentes no monetarias en poder de no residentes, tales como captación a plazo mayor a 5 años, obligaciones subordinadas y valores privados, entre otros.

Fuente: Elaborado por el Banco de México.

⁹ A menos que se indique lo contrario, en esta sección las tasas de crecimiento se expresan en términos reales anuales y se calculan con

base en los saldos ajustados por efectos de variaciones en el tipo de cambio y precios de los activos.

Cuadro 7
Fuentes y usos de recursos financieros de la economía

	Flujos anuales como porcentaje del PIB							Variación real anual en por ciento					
	Prom. 2010-19	2020	2021	2022	2023	2024	2025 T1	2020	2021	2022	2023	2024	2025 T1
Total de Fuentes	7.8	7.6	7.4	6.2	7.9	9.7	8.9	3.7	-0.3	-1.5	3.1	5.2	4.8
Fuentes internas (F1) ^{1/}	5.1	7.3	8.2	6.4	8.0	9.1	7.5	7.1	4.1	1.1	6.3	7.7	6.0
Monetarias (M3) ^{2/}	3.1	5.1	5.3	4.6	5.2	6.0	4.7	8.0	4.2	2.1	6.3	7.8	5.6
M1	1.6	3.8	2.7	2.0	1.9	2.1	1.2	15.9	4.9	1.3	3.9	5.1	1.5
M2-M1	1.1	0.4	1.2	1.9	2.0	3.0	2.7	-1.2	-0.8	3.1	6.4	11.4	10.3
M3-M2	0.5	0.9	1.5	0.7	1.3	0.9	0.8	11.5	16.2	2.4	13.6	7.1	5.4
No monetarias ^{3/}	2.0	2.2	2.9	1.8	2.8	3.1	2.8	5.4	3.9	-0.7	6.3	7.5	6.6
Fuentes externas ^{4/}	2.8	0.3	-0.8	-0.1	-0.1	0.6	1.4	-2.4	-9.0	-7.6	-4.8	-1.8	1.5
Total de Usos	7.8	7.6	7.4	6.2	7.9	9.7	8.9	3.7	-0.3	-1.5	3.1	5.2	4.8
Reserva internacional ^{5/}	0.7	1.3	0.5	-0.3	0.7	1.0	1.1	5.1	-3.5	-9.0	0.4	3.5	4.6
Financiamiento al sector público	3.2	4.2	3.8	4.3	4.3	5.7	4.5	5.3	0.6	1.5	4.4	7.4	5.3
Público federal ^{6/}	3.0	3.8	3.7	4.3	4.3	5.7	4.6	5.1	1.0	1.9	4.8	7.9	5.8
Estados y municipios	0.2	0.3	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	9.2	-5.2	-6.7	-2.1	-4.2	-5.2
Financiamiento al sector privado ^{7/}	2.9	0.4	1.3	2.8	2.6	2.2	2.3	-2.2	-3.7	-0.1	2.4	1.8	2.5
Hogares	1.2	0.6	0.9	1.4	1.4	1.5	1.3	0.3	-1.0	1.9	4.8	5.2	4.7
Empresas	1.7	-0.2	0.4	1.4	1.2	0.8	1.0	-3.7	-5.4	-1.5	0.8	-0.6	1.0
Otros conceptos ^{8/}	1.1	1.7	1.7	-0.6	0.3	0.8	1.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Nota: Los flujos anuales como porcentaje del PIB se calculan como la suma acumulada de las fuentes y usos de recursos financieros de cuatro trimestres consecutivos expresados como % del PIB promedio de estos mismos trimestres. Las siglas n.a. significan que no aplica. Las cifras se refieren al cuarto trimestre de cada año, excepto cuando se indica lo contrario.

1/ Los activos financieros internos F1 se componen por las fuentes internas monetarias (ver nota 2 de este cuadro) y no monetarias (ver nota 3 de este cuadro).

2/ Se refiere a los instrumentos financieros incluidos en M3, el cual está compuesto por M2 más los valores emitidos por el Gobierno Federal, el Banco de México y el IPAB en poder de los sectores residentes tenedores de dinero. M2, a su vez, se compone por instrumentos líquidos (billetes, monedas y depósitos de exigibilidad inmediata en bancos y entidades de ahorro y crédito popular) e instrumentos a plazo (captación con un plazo residual de hasta 5 años en bancos, entidades de ahorro y crédito popular, y uniones de crédito; acciones de los fondos de inversión de deuda; y acreedores por reporto de valores).

3/ Incluye los fondos de ahorro para la vivienda y el retiro, valores privados, otros valores públicos, títulos de crédito emitidos por la banca comercial con plazo residual mayor a 5 años y obligaciones subordinadas.

4/ Incluye los instrumentos monetarios en poder de no residentes (i.e., el agregado MNR, igual a la diferencia entre M4 y M3) y otras fuentes externas no monetarias (endeudamiento externo del Gobierno Federal y de organismos y empresas públicas; los pasivos externos de la banca comercial; el financiamiento externo al sector privado no financiero; la captación de agencias; entre otros).

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

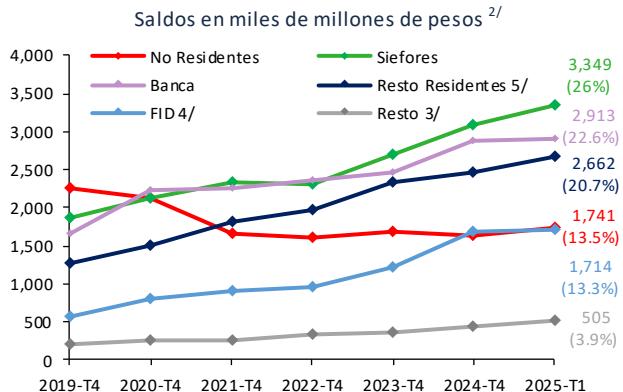
6/ Se refiere a los Requerimientos Financieros del Sector Público (RFSP) de cada ejercicio, los cuales incluyen la aplicación de los remanentes de operación del Banco de México entregados al Gobierno Federal.

7/ Se refiere a la cartera de crédito de los intermediarios financieros, Infonavit y Fovissste, así como a la emisión de deuda interna y el financiamiento externo de las empresas privadas no financieras.

8/ Considera las cuentas de capital y resultados y otros activos y pasivos de la banca comercial y de desarrollo, intermediarios financieros no bancarios, Infonavit y Banco de México (incluyendo los títulos colocados con propósitos de regulación monetaria, como aquellos asociados con la esterilización del impacto monetario de sus remanentes de operación), pasivos no monetarios del IPAB, así como el efecto del cambio en la valuación de los instrumentos de deuda pública, entre otros conceptos.

Fuente: Elaborado por el Banco de México.

Gráfica 50
Valores gubernamentales por sector tenedor.^{1/}



1/ Con base en la tenencia a valor de mercado con criterio económico.

2/ Se reporta entre paréntesis la participación porcentual de cada sector respecto del total en el primer trimestre de 2025.

3/ Sector público y Banco de México.

4/ Fondos de inversión de deuda.

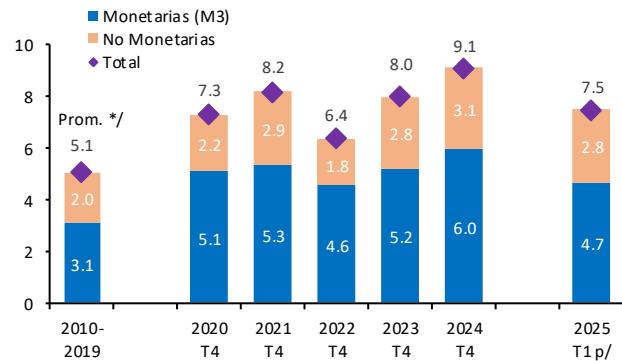
5/ Incluye compañías de seguros, casas de bolsa, empresas privadas no financieras, tenencia en directo de personas físicas,

Fuente: Elaborado por el Banco de México.

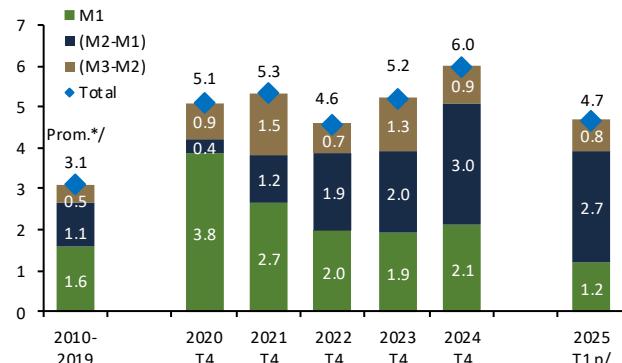
Respecto de las fuentes internas de recursos financieros, estas mostraron un flujo anual de 7.5% del PIB en el primer trimestre de 2025 (Gráfica 51a). Esto significó una moderación respecto del trimestre previo, en el cual se alcanzó la cifra máxima que se tiene registrada en la estadística de 9.1% del PIB. Pese a ello, tanto su componente monetario —en el cual se observó la mayor parte de la moderación— como el no monetario continuaron expandiéndose en magnitud superior a su promedio histórico.

Gráfica 51
Fuentes internas

Flujos anuales como porcentaje del PIB
a) Fuentes internas (F1)



b) Fuentes monetarias (M3)



*/ Cifras promedio de 2010 a 2019.

p/ Cifras preliminares. La suma de los componentes puede discrepar del total por redondeo.

Fuente: Elaborado por el Banco de México.

Gráfica 52
M1 por instrumento



Fuente: Elaborado por el Banco de México.

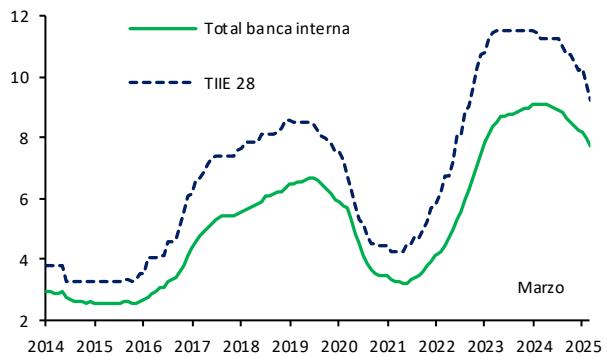
En lo que corresponde a las fuentes internas monetarias, estas mostraron un flujo anual de 4.7% del PIB en el primer trimestre de 2025 (Gráfica 51a). Dicha cifra es inferior a la observada en el trimestre anterior de 6.0% del PIB, lo que se debió principalmente a una reducción en el flujo anual del agregado monetario M1 (Gráfica 51b). Esto a su vez reflejó en parte una desaceleración en la demanda por instrumentos altamente líquidos por parte de hogares y empresas, tales como la captación líquida y los billetes y monedas en circulación (Gráfica 52). Esta desaceleración es congruente con el debilitamiento en la actividad económica. Asimismo, se observó un efecto base de comparación que contribuyó a la reducción en la variación anual del agregado monetario M1 durante el trimestre, asociado en parte con diferencias en el calendario de distribución de los recursos correspondientes a los programas sociales del Gobierno Federal entre 2024 y 2025.

Por otro lado, el sector privado continuó adquiriendo instrumentos a plazo en magnitud significativa. De esta forma, los agregados monetarios M3-M2 y M2-M1 registraron en conjunto un flujo anual de 3.5% del PIB en el primer trimestre de 2025, lo que se compara con una cifra de 1.5% del PIB en promedio entre 2010 y 2019 (Gráfica 51b). La fuerte demanda por este tipo de activos es congruente con el rendimiento relativamente alto que siguieron ofreciendo (Gráfica 53).

Gráfica 53
Instrumentos monetarios en poder de hogares



b) Tasa de interés efectiva de los instrumentos de captación a plazo a hogares^{2/} y tasa TIIE 28
Por ciento

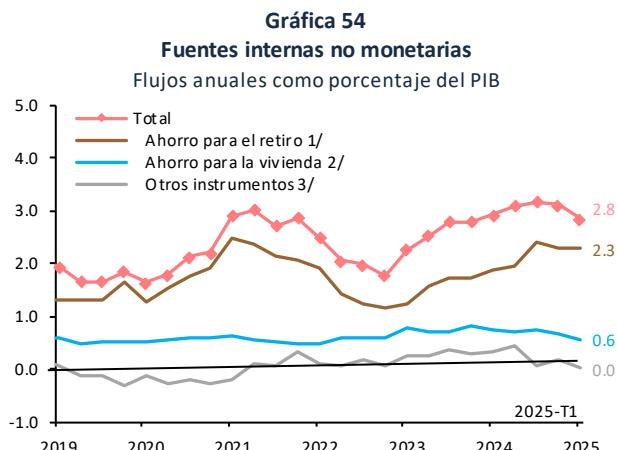


1/ Las cifras se calculan con base en los saldos ajustados por efectos de variaciones en el tipo de cambio.

2/ Incluye depósitos a plazo, bonos bancarios y certificados bursátiles con un plazo residual menor o igual a 5 años en la banca interna en moneda nacional.

Fuente: Elaborado por el Banco de México.

Las fuentes internas no monetarias siguieron registrando un flujo anual elevado de 2.8% del PIB, si bien ligeramente inferior al del trimestre previo (Gráfica 54). En su interior, se continuó observando una ampliación en los recursos administrados por los fondos de ahorro para el retiro. Dicha expansión está explicada en parte por mayores aportaciones a las Afores, atribuibles en buena medida al incremento en las contribuciones patronales por empleado a las cuentas para el retiro de los trabajadores contemplado en la reforma al sistema de pensiones de 2020.

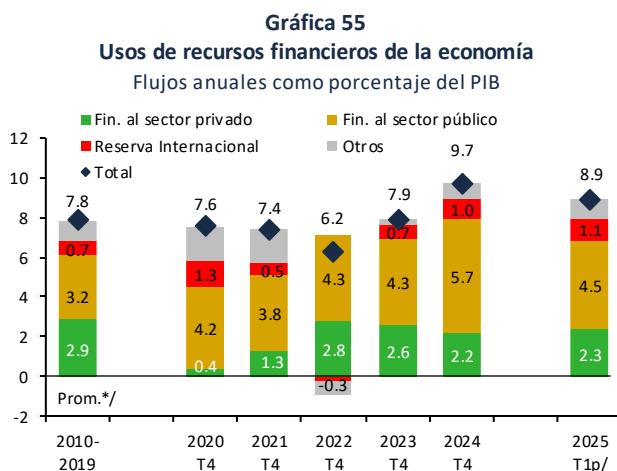


1/ Incluye las acciones de las Siefores Básicas (95% del total de los fondos de ahorro), los fondos de ahorro en el Banco de México, incluyendo el fondo de pensiones para el bienestar (4% del total), y el bono de pensionissste (1% del total).

2/ Incluye los fondos de ahorro para la vivienda en el Infonavit y el Fovissste.

3/ Incluye valores privados, otros valores públicos, captación a plazo mayor a 5 años y obligaciones subordinadas.

Fuente: Elaborado por el Banco de México.



*/Cifras promedio de 2010 a 2019.

p/ Cifras preliminares. La suma de los componentes puede discrepar del total por redondeo.

Nota: Las definiciones de cada rubro se muestran en las notas 5 a la 8 del Cuadro 7 (Fuentes y Usos de Recursos Financieros de la Economía).

Fuente: Elaborado por el Banco de México.

En lo que se refiere a los usos de recursos de la economía, el financiamiento al sector público presentó un flujo anual de 4.5% del PIB en el primer trimestre de 2025 (Gráfica 55). Esta cifra es inferior a la observada al cierre del trimestre anterior. La reducción en los requerimientos financieros del sector público refleja el esfuerzo de consolidación fiscal contemplado en el paquete económico.

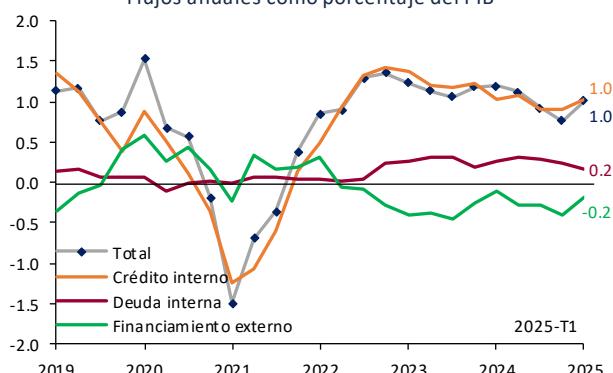
El financiamiento total al sector privado registró un flujo anual de 2.3% del PIB en el primer trimestre de 2025, cifra ligeramente superior a la observada el trimestre anterior (Gráfica 56). En su interior, pese al débil desempeño de la actividad económica y posiblemente como reflejo todavía de una recuperación posterior a la pandemia, el financiamiento interno continuó expandiéndose ligeramente por encima de su promedio histórico, si bien muestra cierta tendencia de moderación a partir de 2023. Por su parte, el externo registró una contracción de magnitud ligeramente inferior a la observada el trimestre previo.



Fuente: Elaborado por el Banco de México.

El financiamiento a las empresas mostró un flujo anual de 1.0% del PIB, lo que implicó un ligero incremento respecto del trimestre previo (Gráfica 57). En su interior, en el primer trimestre de 2025, el crédito de la banca comercial a las empresas mostró una tasa de crecimiento robusta y ligeramente mayor a la del trimestre anterior (Gráfica 58a). En el Recuadro 4 se presenta evidencia que sugiere que el dinamismo de esta cartera siguió reflejando una recuperación del crédito a las empresas tras el choque significativo que implicó la pandemia. En particular, se estiman modelos econométricos que muestran que el saldo de crédito continúa ubicándose por debajo del nivel que sugiere su relación de largo plazo con variables como la actividad económica y las tasas de interés bancarias. No obstante, esta brecha se ha venido cerrando, en la medida en que un mayor número de empresas se ha reincorporado al mercado crediticio.

Gráfica 57
Financiamiento a empresas privadas no financieras
 Flujos anuales como porcentaje del PIB



Fuente: Elaborado por el Banco de México.

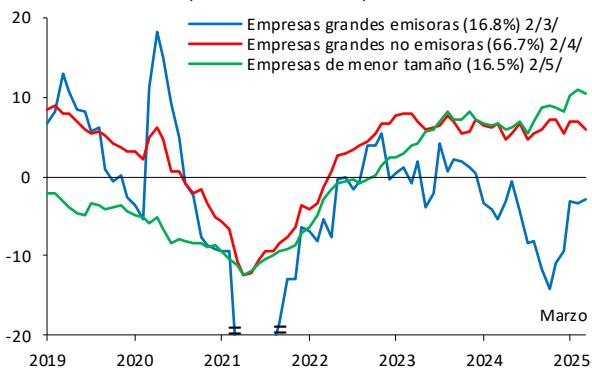
En el interior de la cartera a empresas, se siguió observando un comportamiento diferenciado por tamaño de acreditado (Gráfica 58b). En particular, el crédito destinado a empresas emisoras de deuda continuó exhibiendo una contracción en términos reales. Esto refleja en parte una reestructura en los pasivos de algunas de estas empresas, que estarían favoreciendo la colocación de deuda bursátil en lugar del crédito bancario. Al respecto, en el trimestre de referencia, las empresas mexicanas realizaron colocaciones de deuda bursátil tanto en el mercado interno como en el externo (Gráfica 59). De esta manera, la actividad en el mercado de deuda interna mantuvo la tendencia de expansión que inició en la segunda mitad de 2022. Por su parte, el crédito bancario a las empresas no emisoras siguió creciendo con robustez. De acuerdo con la encuesta a bancos, esta expansión ha sido impulsada por un aumento en la demanda por financiamiento, especialmente entre aquellas de mayor tamaño. En tanto, los bancos indicaron que las condiciones generales y/o estándares de otorgamiento de crédito en el segmento se estrecharon nuevamente este trimestre. Esto reflejó en parte las medidas que la banca señaló estar tomando para mitigar su riesgo de crédito ante un entorno económico de mayor incertidumbre. Por otro lado, las tasas de interés en el segmento se redujeron respecto del trimestre

previo, si bien se mantuvieron en un nivel elevado (Gráfica 60). Su evolución ha seguido reflejando el traspaso de la tasa de referencia a las tasas activas en la cartera.

Gráfica 58
Crédito a las empresas privadas no financieras
 Variación real anual en por ciento



b) Crédito vigente de la banca comercial
 por tamaño de empresa ^{1/}



1/ Se reporta entre paréntesis la participación porcentual en el crédito vigente de la banca a las empresas en marzo 2025.

2/ Cifras ajustadas por efecto cambiario.

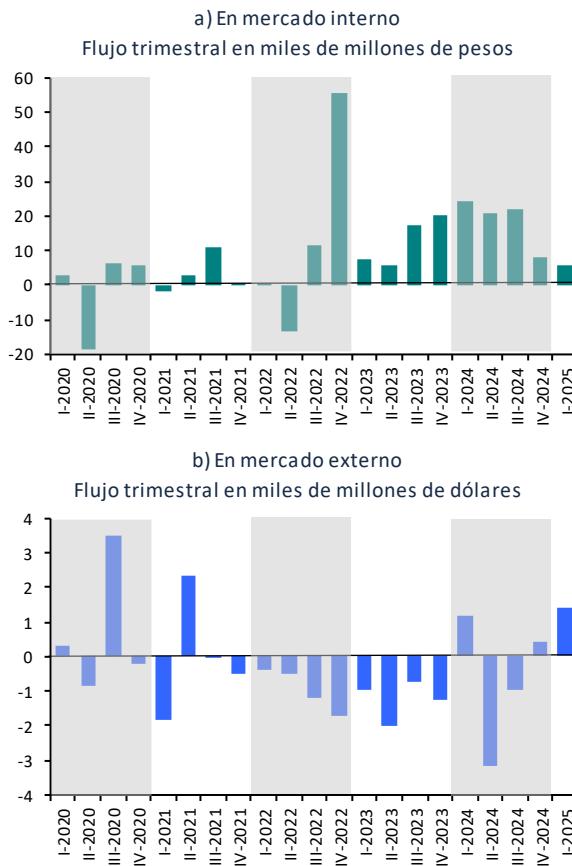
3/ Empresas privadas no financieras que han realizado al menos una emisión de deuda interna o externa de diciembre de 2003 a la fecha.

4/ Empresas no emisoras que han obtenido créditos superiores a 100 millones de pesos al menos en algún mes de diciembre de 2003 a la fecha.

5/ Resto de empresas no emisoras.

Fuente: Elaborado por el Banco de México.

Gráfica 59
Colocación neta de valores de mediano plazo de empresas privadas no financieras^{1/}



1/ Colocaciones brutas (colocaciones y ampliaciones) menos amortizaciones (vencimientos y prepagos). Las sombras grises distinguen entre años.

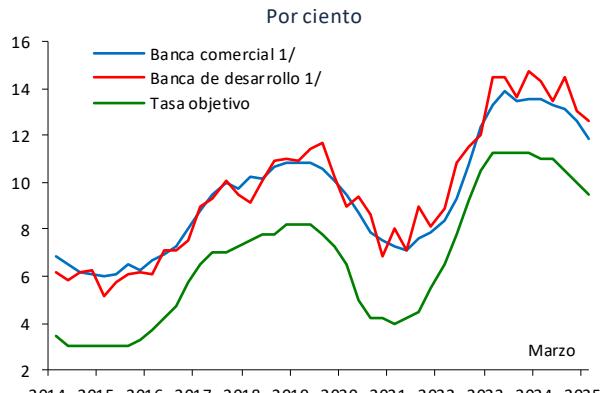
Fuente: Elaborado por el Banco de México.

El crédito a los hogares registró un flujo anual de 1.3% del PIB, cifra ligeramente inferior a la del trimestre anterior (Gráfica 61). En su interior, el crédito a la vivienda mostró una variación anual de 0.6% del PIB. Por su parte, el crédito al consumo exhibió un flujo anual de 0.8% del PIB, cifra que siguió ubicándose en un nivel superior al observado en promedio antes de la pandemia.

Respecto del segmento de vivienda, la cartera de crédito del Infonavit siguió creciendo en términos reales. Ello ha reflejado un mayor monto de créditos nuevos otorgados por la institución tanto para la adquisición de viviendas nuevas como para viviendas usadas. Por otro lado, el crédito de la banca comercial continuó expandiéndose en magnitud moderada y ligeramente inferior a la del trimestre anterior

(Gráfica 62). Durante el trimestre de referencia, los bancos indicaron haber percibido una reducción en la demanda por financiamiento en el segmento respecto del periodo previo, si bien habría continuado ubicándose en niveles elevados. En opinión de los bancos, este movimiento en el margen se atribuye en parte a cierto deterioro en las condiciones de empleo en los hogares y a una reducción en su confianza sobre la actividad económica, si bien esta sigue situándose en niveles elevados. Las tasas de interés asociadas con los créditos de la banca no mostraron cambios significativos (Gráfica 63). Así, dichas tasas continuaron ubicándose en un nivel similar al observado antes de la pandemia.

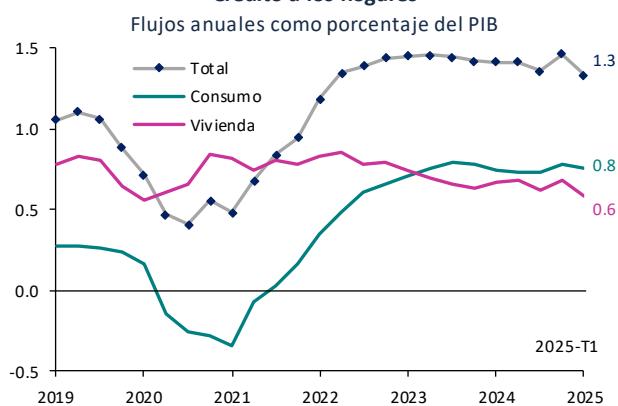
Gráfica 60
Tasa de interés anual de nuevos créditos a empresas privadas no financieras



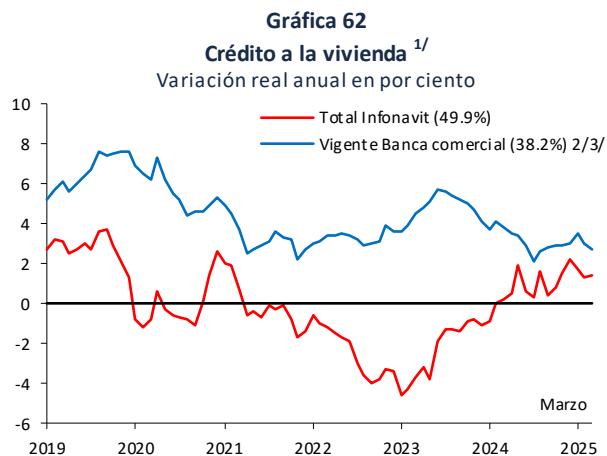
1/ Tasa promedio ponderada por el saldo asociado de crédito vigente y para todos los plazos convenidos, promedio trimestral en por ciento.

Fuente: Elaborado por el Banco de México.

Gráfica 61
Crédito a los hogares



Fuente: Elaborado por el Banco de México.

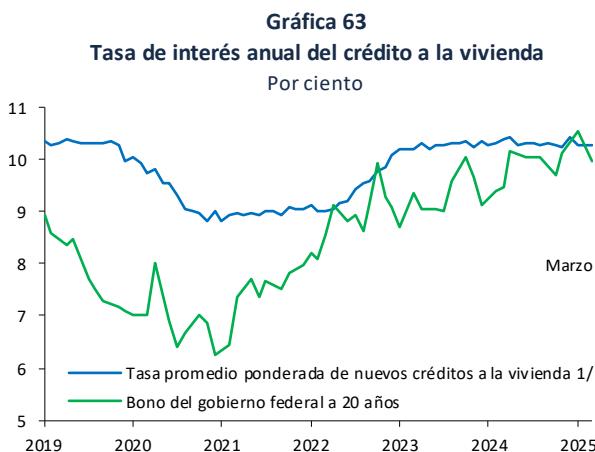


1/ Se reporta entre paréntesis la participación porcentual en el crédito otorgado por estos intermediarios en marzo de 2025.

2/ Las cifras se ajustan por la salida e incorporación de algunos intermediarios financieros a la estadística de crédito.

3/ Las cifras se ajustan para no verse distorsionadas por efectos de traspaso y reclasificación de créditos en cartera directa, del traspaso de la cartera del fideicomiso UDIS al balance de la banca comercial y por la reclasificación de créditos en cartera directa a ADES.

Fuente: Elaborado por el Banco de México.

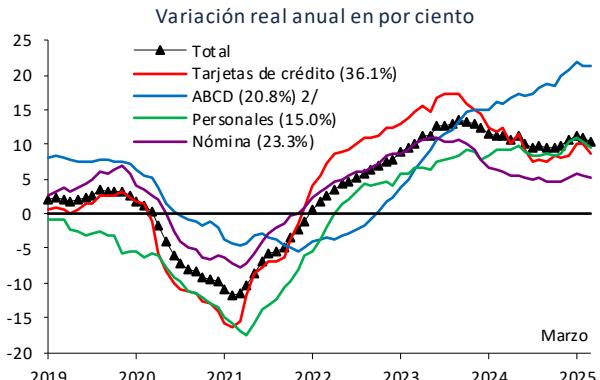


1/ Tasa de interés de nuevos créditos de la banca comercial a la vivienda, ponderada por el saldo asociado de crédito vigente. Incluye créditos para la adquisición de vivienda nueva y usada.

Fuente: Elaborado por el Banco de México.

Finalmente, el crédito al consumo siguió mostrando dinamismo en el primer trimestre de 2025 (Gráfica 64). En su interior, continuó resaltando el elevado ritmo de expansión del crédito automotriz. Ello estaría vinculado con el alto volumen en las ventas de autos ligeros, que pareciera seguir reflejando a su vez los efectos rezagados de la pandemia. Por otra parte, la tasa de crecimiento del crédito vía tarjetas se mantuvo elevada, si bien mostró cierta disminución a partir de febrero. Esta ligera moderación podría ser resultado de un estrechamiento en las condiciones de otorgamiento de crédito, tal como se reporta en la encuesta a bancos. En tanto, las tasas de interés se mantuvieron en niveles relativamente elevados, si bien disminuyeron ligeramente en diciembre de 2024 (Gráfica 65).

Gráfica 64
Crédito vigente de la banca comercial al consumo 1/
 Variación real anual en por ciento

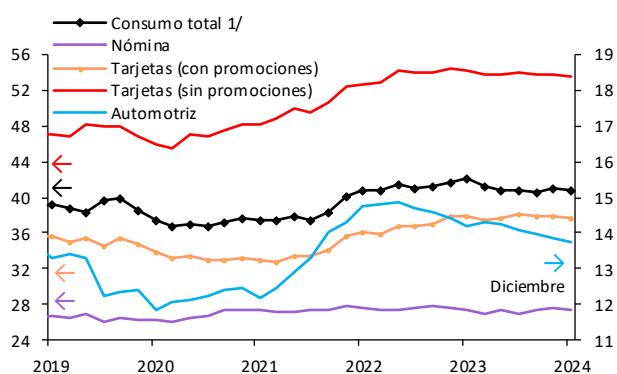


1/ Se reporta entre paréntesis la participación porcentual en el crédito vigente de la banca comercial al consumo en marzo de 2025. El arrendamiento capitalizable y otros créditos representaron 5.0% del total.

2/ Incluye crédito automotriz y crédito para la adquisición de otros bienes muebles.

Fuente: Elaborado por el Banco de México.

Gráfica 65
Tasas de interés de créditos al consumo
 Por ciento anual



1/ Se calculó la tasa promedio ponderada de créditos nuevos al consumo con base en los segmentos de tarjetas de crédito, nómina y automotriz.

Fuente: Elaborado por el Banco de México.

Por último, el flujo anual de la reserva internacional fue de 1.1% del PIB en el trimestre de referencia (Gráfica 55). El saldo de la reserva internacional se situó en 237.3 mil millones de dólares (mmd) al cierre de marzo de 2025, cifra superior a la observada al cierre del trimestre previo (229.0 mmd).

El incremento fue resultado principalmente de efectos valuación positivos en los activos internacionales, si bien también contribuyeron las ventas de dólares al Banco de México por parte de Pemex y del Fondo Mexicano del Petróleo para la Estabilización y el Desarrollo realizadas durante el trimestre.

En suma, las fuentes de recursos financieros de la economía mantuvieron un ritmo de expansión robusto en el primer trimestre de 2025, si bien con cierta moderación respecto al periodo previo. Su dinamismo sigue siendo explicado principalmente por una ampliación en las fuentes internas de recursos, las cuales contribuyeron a que se continuaran canalizando recursos financieros a los distintos sectores de la economía. En adelante, será relevante continuar vigilando la evolución de los agregados monetarios y crediticios en México, en un entorno de elevada incertidumbre en el que podrían seguir prevaleciendo restricciones de financiamiento provenientes del exterior. Este monitoreo permitirá identificar de forma oportuna señales de posibles presiones en el mercado de fondos prestables.

Recuadro 4. Evolución del crédito a las empresas en México y sus determinantes de largo plazo

1. Introducción

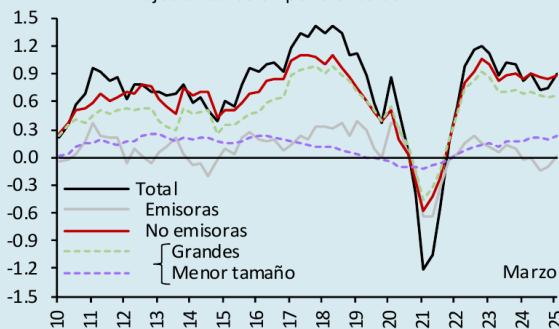
Pese al débil desempeño que ha venido mostrando la actividad económica en México a partir del cuarto trimestre de 2023, el crédito que otorga la banca comercial a las empresas ha continuado creciendo con robustez. Su expansión ha estado impulsada por un aumento sostenido en la demanda por financiamiento de las empresas, las cuales estarían haciendo uso de estos recursos para cubrir sus necesidades de capital de trabajo y para financiar sus proyectos de inversión.

En este Recuadro se estiman modelos económétricos que permiten analizar la relación de largo plazo que mantiene el crédito vigente a las empresas con la actividad económica y las tasas de interés bancarias, que son sus principales determinantes. Los resultados sugieren que, pese a la reciente expansión del financiamiento, el saldo de crédito se continúa ubicando por debajo del nivel que indicarían sus variables fundamentales de largo plazo. Así, el dinamismo que continúa mostrando la cartera de préstamos a las empresas sería reflejo de que aún no ha concluido el proceso de recuperación del crédito tras el fuerte choque de la pandemia.

2. Evolución reciente del crédito a las empresas

Tras haberse contraído de forma importante en el inicio de la pandemia —debido a choques adversos a la demanda y a la oferta de financiamiento, asociados con la incertidumbre provocada por la crisis sanitaria—, el crédito de la banca comercial a las empresas en México ha venido creciendo con robustez en años recientes.¹ Al cierre del primer trimestre de 2025, el flujo anual del crédito vigente a las empresas se situó en 0.90% del PIB, cifra ligeramente superior a la observada en promedio entre 2010 y 2019 de 0.84% del PIB (Gráfica 1). Esta dinámica refleja principalmente una expansión en el financiamiento canalizado a empresas no emisoras, es decir, a aquellas que no participan en los mercados bursátiles de deuda. En particular, entre 2022 y 2025, el crédito otorgado tanto a las empresas grandes no emisoras —cuyo saldo representa 67% de la cartera total de crédito a empresas a marzo de 2025— como a las de menor tamaño —cuya participación en el saldo total de crédito es relativamente menor, de 17%— han registrado flujos anuales que se aproximan a sus máximos históricos respectivos. En contraste, el crédito a las empresas emisoras ha exhibido bajo dinamismo e incluso se ha contraído a partir de 2024, debido en parte a que varias de estas empresas han favorecido la colocación de deuda en mercados nacionales.²

Gráfica 1
Crédito vigente de la banca comercial por tamaño de empresa^{1/}
Flujos anuales en por ciento del PIB



1/ Cifras ajustadas por efecto cambiario.

Fuente: Elaborado por el Banco de México.

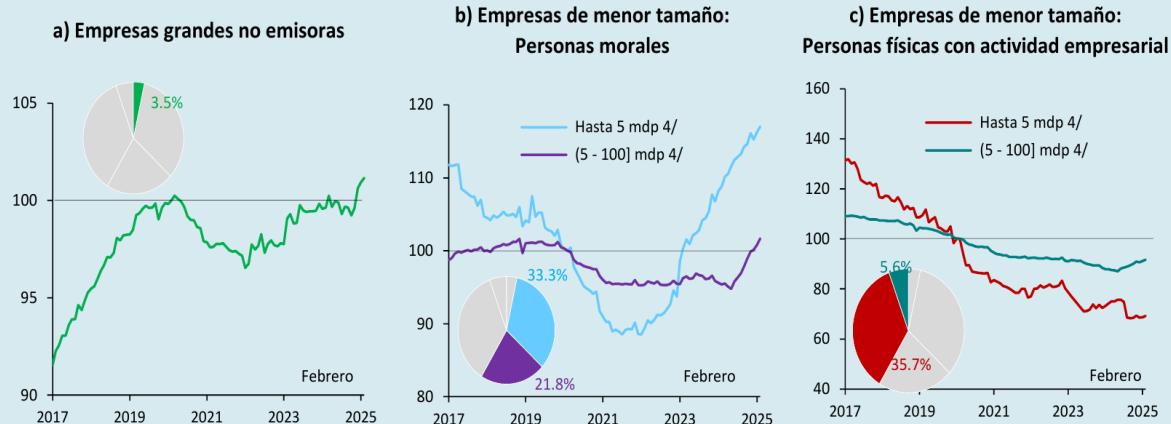
Parte de la expansión en el crédito vigente a las empresas no emisoras se asocia con firmas que se han ido reincorporando al mercado crediticio tras el choque de la pandemia. Entre las empresas grandes, se observó una disminución en el número de acreditadas a partir de marzo de 2020 que se prolongó hasta enero de 2022 (Gráfica 2a). Despues de dicha fecha se ha registrado una recuperación sostenida en el número de empresas grandes con crédito vigente. De esta manera, a marzo de 2025, dicha cifra se encuentra ligeramente por arriba de su nivel prepandemia. Es importante notar que, pese a que las empresas grandes representan el 4% de acreditadas, su participación en el saldo de crédito es elevado. Por su parte, entre las empresas de menor tamaño, se observa cierta heterogeneidad dependiendo del tipo de régimen fiscal bajo el que se registran. En particular, el número de acreditadas de menor tamaño que se clasifican como personas morales —que representan alrededor del 54% de las empresas no emisoras acreditadas— mostró también una reducción significativa al inicio de la pandemia, especialmente entre aquellas con líneas de crédito de hasta 5 millones de pesos (Gráfica 2b). No obstante, en trimestres recientes se ha observado un incremento en el número de acreditadas, de tal manera que se ubican actualmente por encima del nivel prepandemia. En contraste, el número de empresas registradas como personas físicas con actividad empresarial con crédito vigente se ha continuado reduciendo en los años posteriores a la pandemia (Gráfica 2c). Este tipo de acreditados suelen ser considerados más riesgosos para la banca.

¹ Para mayor detalle sobre la naturaleza de los choques al mercado crediticio que se manifestaron en el inicio de la pandemia, ver Recuadro “Determinantes de oferta y demanda de la evolución reciente del crédito bancario a empresas” en el Informe Trimestral Enero-Marzo 2021.

² En el Informe Trimestral y en este Recuadro, las empresas se clasifican por tamaño de acuerdo con los siguientes criterios: las empresas *emisoras* son

aquellas que han realizado al menos una emisión de deuda interna o externa de diciembre de 2003 a la fecha, mientras que el resto de empresas se definen como empresas *no emisoras*. En su interior, las empresas *grandes no emisoras* son aquellas que han obtenido créditos superiores a 100 millones de pesos al menos en algún mes de diciembre de 2003 a la fecha, en tanto que el resto de empresas se clasifican como empresas de *menor tamaño*.

Gráfica 2
Crédito de la banca comercial: empresas acreditadas con saldo vigente ^{1/ 2/ 3/}
Índice febrero 2020=100



1/ Las cifras del crédito bancario por tamaño de empresa a partir de enero 2022 son preliminares y están sujetas a cambios.

2/ Las gráficas circulares muestran la proporción que representa cada segmento de empresas respecto del número total de empresas acreditadas con saldo vigente.

3/ La participación en la cartera de crédito a empresas a marzo de 2025 de las empresas emisoras, grandes no emisoras y de las de menor tamaño fue de 16.6, 66.8 y 16.6%, respectivamente.

4/ Se refiere a las empresas de menor tamaño registradas ya sea como personas morales o como personas físicas con actividad empresarial cuya línea en la suma de sus créditos se encuentra dentro de dicho intervalo.

Fuente: Elaborado por el Banco de México.

La mayor parte de la expansión en el crédito vigente a las empresas no emisoras corresponde a préstamos otorgados en moneda nacional (Gráfica 3). No obstante, el crédito otorgado en moneda extranjera ha mostrado también una participación significativa en años recientes. En particular, el flujo anual como por ciento del PIB en los créditos en moneda extranjera se situó en niveles cercanos a su máximo histórico durante la primera mitad de 2023. A ello pudo haber contribuido el cambio en el costo de financiamiento que enfrentaron las empresas durante el periodo. En particular, la tasa de interés promedio del crédito vigente a las empresas en moneda nacional exhibió un incremento significativo a partir de la primera mitad de 2021 (Gráfica 4). Esto, a su vez, reflejó el traspaso de la tasa de política monetaria a las tasas de interés activas en el segmento.³ Por su parte, el crédito otorgado en moneda extranjera también registró un incremento durante el periodo, pero de una magnitud menor. En particular, entre febrero de 2021 y febrero de 2024, la tasa promedio de créditos en moneda nacional aumentó en alrededor de 602 puntos base, mientras que la tasa promedio de créditos en moneda extranjera aumentó en 304 puntos base. Así, el cambio en el costo relativo del crédito pudo haber incentivado a algunas empresas a obtener financiamiento en moneda extranjera.⁴

Gráfica 3
Crédito vigente de la banca comercial por moneda a las empresas no emisoras ^{1/ 2/}



1/ Cifras ajustadas por efecto cambiario.

2/ Se definen como las empresas que no han emitido deuda en ningún mes desde diciembre de 2003 a la fecha.

Fuente: Elaborado por el Banco de México.

³ Ver Recuadro “Evidencia sobre el traspaso de la tasa objetivo de política monetaria a las tasas de interés bancarias en México” en el Informe Trimestral Abril-Junio 2024.

⁴ De acuerdo con Niepmann y Schmidt-Eisenlohr (2022), una desviación respecto a la Paridad Descubierta de Intereses (por ejemplo, debido a un mayor riesgo

cambiario no anticipado por los mercados) puede hacer más conveniente para las empresas solicitar crédito en moneda extranjera. Adicionalmente, otros factores como el grado de integración al comercio exterior de la empresa pueden influir sobre su elección por préstamos en otro tipo de monedas.



1/ Tasa promedio ponderada por el saldo asociado de crédito vigente.

2/ Se definen como las empresas que no han emitido deuda bursátil en ningún mes desde diciembre de 2003 a la fecha.

Fuente: Elaborado por el Banco de México.

3. Determinantes de largo plazo del crédito bancario a las empresas no emisoras

Para contrastar la evolución observada del crédito vigente a las empresas con la trayectoria que se esperaría obtener a partir de sus determinantes de largo plazo, se estimaron modelos econométricos de series de tiempo. El análisis se concentró en los préstamos en moneda nacional a empresas no emisoras.⁵ Se estimaron ecuaciones para el total de dicha cartera, así como para sus componentes, a saber, empresas grandes no emisoras y empresas de menor tamaño. Los modelos incluyeron variables que ayudan a capturar el efecto sobre el saldo del crédito de:

- La evolución de la *actividad económica*. Esta variable es relevante dado que una expansión en la actividad puede estar acompañada por una mayor demanda de crédito de las empresas para financiar mayor capital de trabajo o inversión que ayude a expandir sus capacidades de producción. Asimismo, una mayor actividad puede contribuir a relajar las condiciones de otorgamiento de crédito, por ejemplo, en la medida en que la banca pueda percibir un menor riesgo de incumplimiento de sus acreditados.

- Cambios en el *costo del financiamiento* bancario a este segmento de empresas, dado que mayores tasas de interés podrían desincentivar la demanda de crédito al incrementar los compromisos financieros que deben enfrentar los acreditados.

- La *calidad de la cartera* y la *disponibilidad neta de fondos prestables* de la banca comercial a las empresas no emisoras. Su impacto en la trayectoria del crédito se debe a que, por ejemplo, un deterioro en la calidad de la cartera aumenta el riesgo que enfrentan los bancos, por lo cual podrían reducir el otorgamiento de crédito. Por otra parte, una mayor cantidad de fondos prestables a disposición de la banca podría incidir sobre un mayor otorgamiento de crédito.⁶

Las estimaciones se realizaron a través de modelos autorregresivos de rezagos distribuidos (ARDL). Este tipo de modelos puede representarse en la forma de un modelo de corrección de errores que captura tanto la dinámica de corto plazo de una serie como su equilibrio de largo plazo y la velocidad de ajuste hacia este último. Se incluyeron datos de frecuencia trimestral que cubren el periodo de 2009-T4 a 2024-T4.⁷

El modelo para el total de empresas no emisoras tiene la siguiente representación de largo plazo (los errores estándar se muestran en paréntesis):

$$\begin{aligned} \ln(c)_t = & \alpha + 2.85 \ln(y)_t - 2.65 tpp_t - 0.19 imor_t \\ & + 0.13 \ln(disp)_t + z_t \beta + \varepsilon_t \end{aligned} \quad (1)$$

donde:

c_t = Saldo real del crédito vigente en moneda nacional de la banca comercial a las empresas;

y_t = Indicador Global de la Actividad Económica (IGAE);

tpp_t = Tasa de interés promedio ponderada por el saldo de créditos vigentes de la banca comercial a las empresas;

$imor_t$ = Índice de morosidad de la cartera de crédito a las empresas;

$disp_t$ = Disponibilidad neta de fondos prestables de la banca comercial;

z_t = Variable de control para capturar la pandemia.

⁵ Excluir a las empresas emisoras de deuda permite enfocar la atención en aquellas firmas cuya principal fuente de recursos financieros es la banca comercial interna. Al respecto, alrededor del 84% de la cartera de crédito de la banca comercial consiste en financiamiento canalizado a las empresas no emisoras, tanto grandes como de menor tamaño. Por otro lado, se excluye el financiamiento otorgado en moneda extranjera dado que este podría estar sujeto a distintos determinantes de largo plazo. Por ejemplo, factores como la participación de las ventas en monedas extranjera en los ingresos totales o el acceso al financiamiento a través de los mercados bursátiles pueden influir sobre la preferencia de las empresas por crédito bancario y la moneda de denominación del mismo.

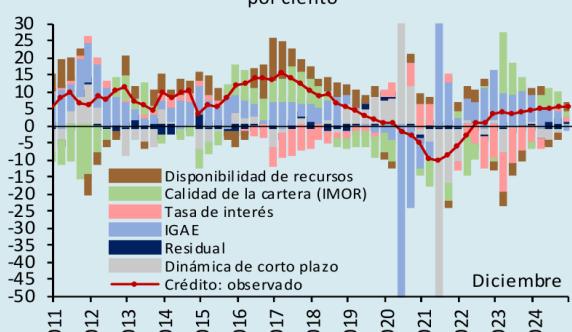
⁶ Esta medida se calcula como la diferencia entre las fuentes de recursos de la banca comercial y el financiamiento otorgado al sector público, a los hogares y a

las empresas emisoras, así como al financiamiento en moneda extranjera a las empresas no emisoras. Por otro lado, el modelo econométrico independiente que se calculó para el crédito vigente a empresas de menor tamaño incluyó también una variable que captura el efecto de los programas de garantías de la banca de desarrollo. Dicha variable resultó estadísticamente significativa.

⁷ Las pruebas de raíz unitaria de las series consideradas indican que todas tienen un orden de integración I(1). La especificación de rezagos del modelo ARDL obtenido es: (1,3,1,9,7), en donde el primer dígito corresponde al número de rezagos del saldo de crédito, mientras que los demás dígitos hacen referencia al resto de las variables, ordenadas de la misma forma que en la ecuación estimada.

Gráfica 5
Crédito vigente en moneda nacional de la banca comercial a las empresas no emisoras

Contribución al crecimiento y variación real anual del saldo en por ciento



Nota: para el cálculo de las contribuciones al crecimiento se utilizaron los coeficientes de la ecuación de largo plazo (1) del modelo.

Fuente: Elaborado por el Banco de México.

Los efectos de las variables consideradas son estadísticamente significativos y presentan los signos esperados.⁸ Adicionalmente, a partir de la representación de modelo de corrección de errores de la estimación, es posible determinar la contribución de cada uno de sus determinantes al crecimiento de esta cartera.⁹ De esta forma, se estima que:

- Entre 2022 y 2023, la reactivación en la actividad económica tras el choque de la pandemia contribuyó de forma muy importante a la expansión del crédito vigente a las empresas (Gráfica 5). La mejora en la calidad de la cartera de préstamos, al reducir la percepción de riesgo de crédito, habría contribuido también a la expansión del financiamiento a las empresas.
- A partir de 2024, la contribución de la actividad económica al crecimiento del crédito a las empresas ha disminuido de forma significativa. Esto es congruente con el

debilitamiento en la actividad que se ha venido observando durante el periodo.

- Por otra parte, la reducción en el costo del financiamiento a las empresas que se ha observado durante el periodo —reflejo a su vez del traspaso de la política monetaria a las tasas de interés bancarias— ha contribuido a que continúe expandiéndose el crédito. Ello evidencia el funcionamiento de un mecanismo de transmisión de política monetaria que opera a través del mercado de fondos prestables en México. Asimismo, el buen desempeño de la calidad de la cartera y la disponibilidad de fondos de la banca han continuado contribuyendo a la expansión del crédito.

En la Gráfica 6 se contrasta el nivel observado del crédito a las empresas con el valor ajustado del modelo econométrico ARDL descrito en la ecuación (1). Ello permite validar que su ajuste es adecuado, toda vez que la trayectoria de ambas series de tiempo es muy similar. Asimismo, se compara el nivel observado del saldo de préstamos a las empresas con dos trayectorias distintas:

- La tendencia pre-pandemia del crédito a las empresas, estimada con un filtro de Kalman.¹⁰
- La evolución del saldo del crédito a empresas que se desprende de las relaciones de largo plazo estimadas en el modelo.

De esta forma, se obtiene que, pese al crecimiento que ha venido exhibiendo a partir de 2022, el crédito a las empresas se encuentra significativamente por debajo de la tendencia que mostraba antes de la crisis sanitaria. Por otro lado, los resultados muestran que el saldo de crédito se continúa ubicando también por debajo del nivel que sugiere su relación de largo plazo con la actividad económica y las tasas de interés bancarias, entre otros determinantes. En particular, se estima que el saldo del crédito a empresas no emisoras se encuentra 3.9% por debajo del nivel que sería congruente con las relaciones de largo plazo. Así, el dinamismo que continúa mostrando la cartera de préstamos a las empresas sería reflejo de que aún no ha concluido el proceso de recuperación del crédito tras el fuerte choque de la pandemia.

⁸ La prueba de límites (*Bounds Test*) estimada no rechaza la existencia de una relación de largo plazo entre las variables consideradas. Adicionalmente, las pruebas sobre los residuales no sugieren problemas en sus propiedades (normalidad, no autocorrelación y homocedasticidad).

⁹ La representación del modelo de corrección de errores es la siguiente:

$$\Delta(c)_t = -\varphi[c_{t-1} - \beta_1 \ln(y)_{t-1} - \beta_2 tpp_{t-1} - \beta_3 imor_{t-1} - \beta_4 \ln(disp)_{t-1} - \alpha] + \left[\sum_{i=0}^I \gamma_i \Delta c_{t-i} + \sum_{j=0}^J \delta_j \Delta \ln y_{t-j} + \sum_{k=0}^K \theta_k \Delta tpp_{t-k} + \sum_{l=0}^L \mu_l \Delta imor_{t-l} + \sum_{m=0}^M \tau_m \Delta \ln(disp)_{t-m} + \varepsilon_t \right]$$

Las contribuciones al crecimiento se obtienen a partir de: i) el producto de los coeficientes de la ecuación de largo plazo y el nivel observado de cada variable (primer par de corchetes de la ecuación); y ii) la dinámica de corto plazo calculada a partir de las primeras diferencias de cada variable, tomando en cuenta su estructura de rezagos (segundo par de corchetes de la ecuación). Así, el componente asociado con la dinámica de corto plazo captura el efecto inmediato de cambios en las variables explicativas sobre la evolución del crédito. Es decir, captura los ajustes que tienen lugar cuando las variables se desvían de su relación de equilibrio, reflejada en la representación de largo plazo del modelo.

¹⁰ El filtro de Kalman se estimó hasta febrero de 2020, antes del choque inicial de la pandemia. Así, la tendencia a partir de marzo de 2020 se calculó con base en los valores proyectados del filtro.

Gráfica 6
Crédito vigente en moneda nacional de la banca comercial a las empresas no emisoras



1/ Se utilizaron los coeficientes de la ecuación de largo plazo (1) del modelo y se multiplicaron por el promedio móvil de tres meses de las variables observadas correspondientes.

2/ La tendencia se calculó mediante un filtro de Kalman estimado de marzo de 2006 a febrero de 2020, hacia delante se utilizó la proyección que resulta del filtro.

Fuente: Elaborado por el Banco de México.

La dinámica del saldo de la cartera de crédito puede diferir temporalmente del nivel que es congruente con sus determinantes de largo plazo. De acuerdo con el coeficiente del término de corrección del error obtenido en el modelo estimado, el 30% de una desviación del saldo de crédito respecto del conjunto de sus determinantes de largo plazo se disuelve en el trimestre posterior.¹¹ Así, se encuentra que esta cartera crediticia se ajusta de manera relativamente lenta a su nivel de largo plazo ante perturbaciones externas.¹²

Finalmente, para obtener un mejor entendimiento sobre las características de la desviación del saldo del crédito a empresas respecto del nivel que sugerirían sus determinantes de largo

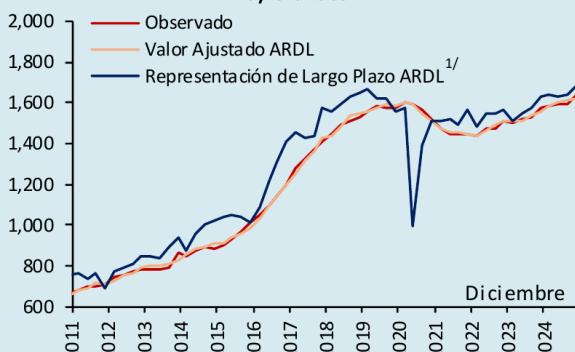
plazo, se estimaron regresiones independientes para las carteras de crédito a empresas grandes y de menor tamaño. Las estimaciones se realizaron a través de modelos ARDL, con datos de frecuencia trimestral desde 2009-T4 a 2024-T4.¹³

Los resultados sugieren que la desviación respecto del valor de largo plazo se explica mayormente por la cartera de empresas grandes (Gráfica 7a). En particular, se obtiene que el saldo del crédito a empresas grandes no emisoras se ubica 2.55% por debajo del nivel que predicen sus relaciones de largo plazo. En contraste, se estima que el nivel actual del saldo de crédito a empresas de menor tamaño es similar al que se esperaría a partir de la evolución de sus determinantes de largo plazo (Gráfica 7b). No obstante, la desviación respecto a sus determinantes en este último segmento de empresas fue más amplia entre 2021 y 2023. En conjunto, la persistencia de una brecha entre el valor de largo plazo y el saldo observado de préstamos a empresas grandes es congruente con la expansión sostenida que ha venido reportando la banca sobre la demanda de crédito de este grupo de firmas.

Gráfica 7
Crédito vigente en moneda nacional de la banca comercial a las empresas no emisoras

Saldo en miles de millones de pesos reales

a) Grandes



¹¹ El coeficiente de corrección del error estimado es de -0.30 y es estadísticamente significativo, lo cual asegura que, ante un choque a sus determinantes, el saldo de crédito regresa eventualmente a su nivel de equilibrio. En cuanto a las estimaciones para las empresas grandes no emisoras y las empresas de menor tamaño, los coeficientes obtenidos son de -0.30 y -0.20, respectivamente.

¹² Lo anterior también se refleja en el tiempo que toman sus principales determinantes en alcanzar su efecto de largo plazo. Al respecto, el desequilibrio producido en el saldo de crédito a las empresas no emisoras por un choque de 1% al IGAE se corrige hasta después de 4 años, tiempo en el cual se completa su efecto de largo plazo de 2.9%. No obstante, el 50% de este ajuste tiene lugar en el primer año posterior al choque. En tanto, el efecto de largo plazo de un choque de 100 puntos base sobre la tasa de interés de este segmento toma 3.5 años en completarse, mientras que la primera mitad de este ajuste se da entre el segundo y el tercer trimestre posterior al choque.

¹³ Los modelos económicos estimados tienen la siguiente representación de largo plazo:

$$\ln(c)_{Gt} = \alpha + 2.33 \ln(y)_t - 1.12 tpp_{Gt} - 0.08 imor_{Gt} + 0.33 \ln(disp)_t + z_t\beta + \varepsilon_t$$

$$\ln(c)_{Mt} = \alpha + 1.80 \ln(y)_t - 3.17 tpp_{Mt} - 0.003 imor_{Mt} + 0.24 \ln(gar)_t + z_t\beta + \varepsilon_t$$

donde j hace referencia al segmento de tamaño de empresa (G para grandes no emisoras, M para menor tamaño); gar , es el saldo contingente real de garantías de la banca de desarrollo, que es particularmente relevante para el crédito otorgado a las empresas de menor tamaño; y el resto de variables siguen la misma nomenclatura que en la ecuación (1) del Recuadro. La especificación de rezagos de los modelos ARDL obtenidos es: i) grandes no emisoras (1,3,0,2,3) y ii) empresas de menor tamaño (8,6,0,0,2). Al igual que en el modelo para el total de empresas no emisoras, en los modelos por tamaño de empresa la prueba de límites (*Bounds Test*) no rechaza la existencia de una relación de largo plazo entre las variables consideradas. Asimismo, las pruebas sobre los residuales tampoco sugieren problemas en sus propiedades.

b) Menor tamaño

1/Se utilizaron los coeficientes de la ecuación de largo plazo del modelo y se multiplicaron por el promedio móvil de tres meses de las variables observadas correspondientes.

Fuente: Elaborado por el Banco de México.

4. Consideraciones finales

Pese al debilitamiento que ha venido mostrando la actividad económica en México a partir de 2024, el saldo del crédito que otorga la banca comercial a las empresas no emisoras ha continuado expandiéndose con cierto dinamismo. En este Recuadro se muestra evidencia que sugiere que parte de la expansión que se ha observado sigue reflejando una recuperación del saldo del crédito tras el choque significativo que implicó la pandemia. En efecto, se obtiene que el saldo del crédito continúa ubicándose por debajo del nivel que sugiere su relación de largo plazo con variables como la actividad económica y las tasas de interés bancarias. No obstante, esta brecha se ha venido cerrando, en la medida en que un mayor número de empresas se ha reincorporado al mercado crediticio.

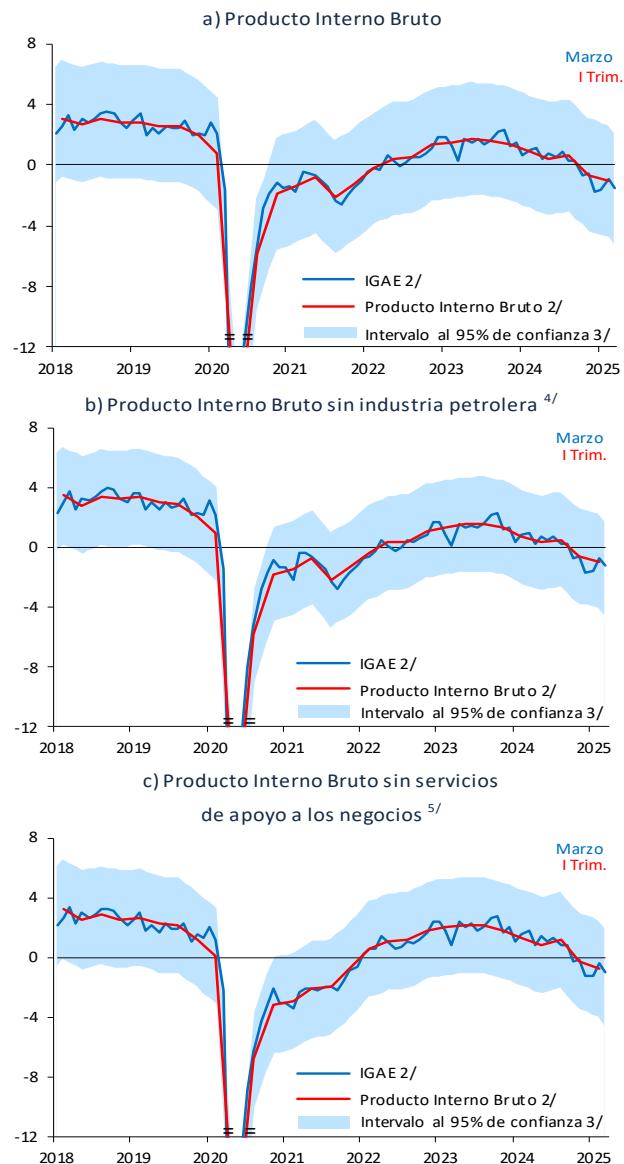
3.4. Condiciones de holgura en la economía

En cuanto a la posición cíclica de la economía, luego de que a finales de 2024 la estimación de la brecha del producto cruzara a terreno negativo, en el primer trimestre de 2025 dicha estimación fue ligeramente más negativa, si bien sin ser estadísticamente distinta de cero (Gráfica 66). La estimación de la brecha del producto que excluye el sector petrolero, que controla por los problemas de oferta de dicho sector, también se ubicó en terreno negativo en el primer trimestre del año, si bien siendo menos amplia que la de la economía en su conjunto. El producto potencial es una variable no observable, por lo que la estimación estadística de la brecha del producto está sujeta a incertidumbre.

Desde una perspectiva sectorial, la estimación de la brecha de las actividades secundarias venía mostrando una tendencia a la baja y se había tornado negativa en diciembre de 2024. En los primeros tres meses de 2025, esta presentó volatilidad. En promedio en el trimestre se redujo respecto del último trimestre de 2024 y se mantuvo por debajo de cero (Gráfica 67). Por su parte, la brecha estimada para las actividades terciarias fue más negativa que la reportada en el último trimestre del año previo. Se estima que también sería negativa si se excluye el agregado de servicios profesionales y de apoyo a los negocios, cuyo nivel de actividad disminuyó tras la reforma en materia de subcontratación laboral en 2021.

En el primer bimestre de 2025, el indicador de la posición cíclica de la economía asociado con el consumo exhibió en promedio una reducción respecto del nivel medio registrado en el cuarto trimestre de 2024 y se mantuvo por debajo de cero (Gráfica 68). El relacionado con el mercado laboral permaneció en un nivel similar al del cuarto trimestre de 2024 y permaneció en terreno positivo. Esto último como resultado de que la tasa de desocupación se mantuvo en niveles históricamente bajos a pesar de la desaceleración del empleo.

Gráfica 66
Estimación de la brecha del producto^{1/}
Porcentaje del producto potencial, a. e.



a. e. / Elaborada con cifras ajustadas por estacionalidad.

1/ Estimadas con el filtro de Hodrick-Prescott con corrección de colas; ver Informe sobre la Inflación Abril – Junio 2009, Banco de México, p. 74.

2/ Cifras del PIB al primer trimestre de 2025 y del IGAE a marzo de 2025.

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

4/ Excluye la extracción de petróleo y gas, los servicios relacionados con la minería y la fabricación de productos derivados del petróleo y del carbón.

5/ Excluye servicios profesionales, científicos y técnicos; dirección de corporativos y empresas, y apoyo a los negocios y manejo de desechos.

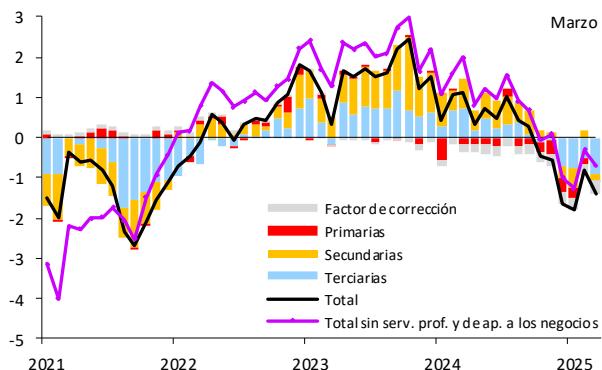
Fuente: Elaborado por el Banco de México con información de INEGI y del Banco de México.

Gráfica 67

Contribuciones sectoriales a la holgura agregada^{1/}

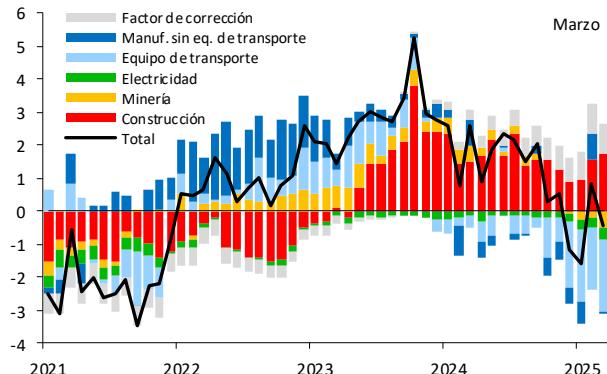
Por ciento; a. e.

a) IGAE



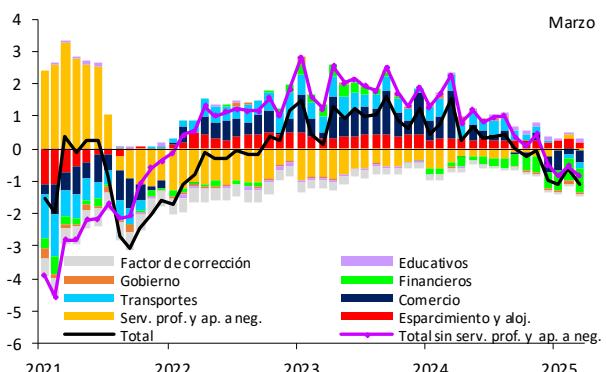
Marzo

b) Actividades secundarias



Marzo

c) Actividades terciarias



Marzo

a. e. / Elaborada con cifras ajustadas por estacionalidad.

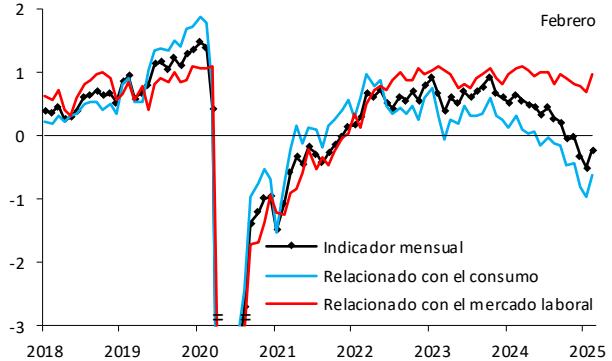
1/ Estimadas a partir del filtro de Hodrick-Prescott con corrección de colas; ver Informe Trimestral Enero-Marzo 2021, Banco de México, p. 35.

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

Gráfica 68

Indicadores de holgura^{1/}

Por ciento



Febrero

1/ Indicadores construidos con base en la metodología Conjunto de Confianza de Modelos (CCM); ver Banco de México (2017), "Informe Trimestral, Octubre-Diciembre 2017", pág.47. El índice de holgura mensual se basa en el primer componente principal de un conjunto que incluye 11 indicadores. Los indicadores de holgura de consumo y del mercado laboral se basan en el primer componente principal de conjuntos que incluyen 6 y 3 indicadores, respectivamente.

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

3.5. Estabilidad del sistema financiero

En un entorno macrofinanciero global caracterizado por altos niveles de volatilidad en los mercados financieros internacionales debido a la elevada incertidumbre sobre cambios en la política económica y financiera de algunas jurisdicciones clave, particularmente en materia comercial, el sistema financiero mexicano en su conjunto mostró fortaleza y resiliencia durante el primer trimestre de 2025. Este desempeño obedeció, en lo fundamental, a una banca comercial cuya exposición directa a sectores particularmente afectados por estos cambios se considera acotada y que, además, cuenta con niveles de capital y liquidez que exceden con holgura los requerimientos mínimos regulatorios.

Si bien, al momento, no se han presentado disrupciones significativas, el sistema financiero global enfrenta riesgos que, de materializarse, podrían tener implicaciones para el buen funcionamiento del sistema y los mercados

financieros nacionales. Entre estos, destaca la posibilidad de que los períodos de alta volatilidad se prolonguen o acentúen como consecuencia de una mayor incertidumbre o bien, de cambios profundos y altamente persistentes en la política comercial de algunas economías relevantes. Asimismo, la ocurrencia de nuevos choques derivados del agudizamiento de conflictos geopolíticos internacionales o del surgimiento de tensiones políticas al interior de algunas de estas jurisdicciones contribuiría a la permanencia de un entorno macrofinanciero global complejo e incierto.

Como en ocasiones previas, los contenidos de esta sección se expondrán con mayor detalle en el siguiente *Reporte de Estabilidad Financiera* del Banco de México, a publicarse en junio de 2025.

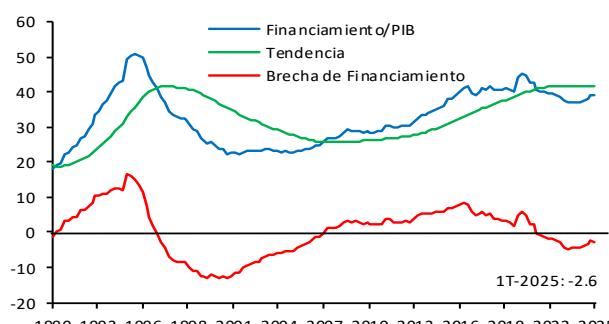
3.5.1. Financiamiento agregado

En el primer trimestre de 2025, la razón de financiamiento a PIB disminuyó, con lo que este indicador acumula 16 trimestres por debajo de su tendencia de largo plazo y se mantiene en niveles similares a los de 2016. Asimismo, la brecha (negativa) de financiamiento registró un ligero incremento con respecto al trimestre anterior y se ubica en niveles similares a los observados en 2006.

Gráfica 69

Razón de financiamiento al sector privado no financiero a PIB y brecha respecto a su tendencia de largo plazo^{1/2/}

Por ciento



1/ La tendencia de largo plazo se estima con el filtro Hodrick-Prescott de una cola con un parámetro de suavización de 400,000 y datos a partir del cuarto trimestre de 1980.

2/ Cifras preliminares al 1T-2025.

Fuente: Banco de México con información propia y de INEGI.

3.5.2. Solvencia de la banca múltiple

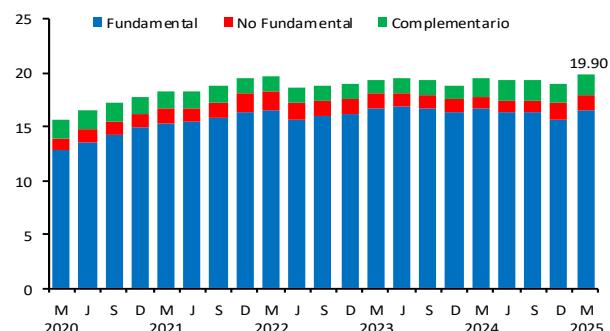
Las instituciones bancarias continuaron mostrando niveles de capitalización superiores a los mínimos requeridos por la regulación durante el primer trimestre de 2025. El índice de capitalización (ICAP) de las instituciones bancarias registró un incremento, al pasar de 19.01% en diciembre de 2024 a 19.90% en marzo de 2025 (Gráfica 70). Este aumento se derivó de una expansión del capital regulatorio por un mayor nivel de capital ganado, que más que compensó el incremento en los activos sujetos a riesgo. En este contexto, el comportamiento de los activos sujetos a riesgo reflejó principalmente el crecimiento de los activos sujetos a riesgo de crédito, como consecuencia del dinamismo en el otorgamiento de crédito, si bien los de riesgo operacional y de mercado también presentaron aumentos.

Como resultado de la revisión anual del grado de importancia sistémica local de las instituciones de banca múltiple, el 15 de abril de 2025 la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) aprobó aumentar de siete a ocho el número de instituciones bancarias que deben ser consideradas de importancia sistémica local, de acuerdo a sus características y relación con el sistema bancario. Dichas instituciones están obligadas a constituir suplementos de capital adicionales de acuerdo a su grado de importancia, así como al suplemento de capital de Capacidad Total de Absorción de Pérdidas (TLAC).¹⁰

Gráfica 70

Evolución del capital regulatorio

En por ciento de activos ponderados por riesgo



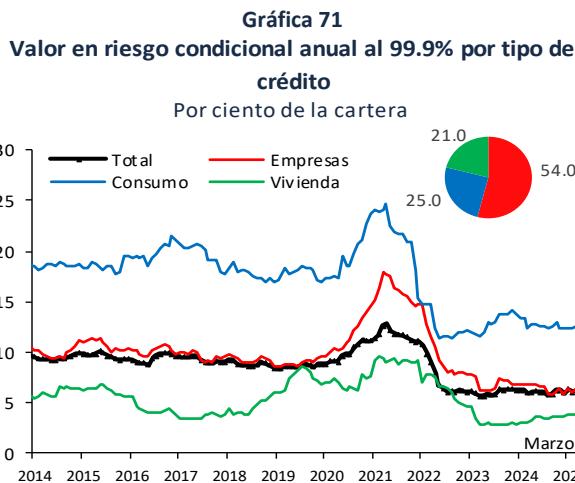
Fuente: Banco de México.

¹⁰ Ver comunicado de prensa de la CNBV en el siguiente vínculo: <https://www.cnbv.gob.mx/SECTORES-SUPERVISADOS/BANCA-MULTIPLE/Prensa%20%20Sector%20Bancario/Comunicado%20de%20Prensa%2008%20Importancia%20Sistematica%20local%202025.pdf>

[MULTIPLE/Prensa%20%20Sector%20Bancario/Comunicado%20de%20Prensa%2008%20Importancia%20Sistematica%20local%202025.pdf](https://www.cnbv.gob.mx/SECTORES-SUPERVISADOS/BANCA-MULTIPLE/Prensa%20%20Sector%20Bancario/Comunicado%20de%20Prensa%2008%20Importancia%20Sistematica%20local%202025.pdf)

3.5.3. Riesgo de crédito de la banca

El riesgo de crédito de la banca múltiple, medido a través del valor en riesgo condicional (*CVaR*)¹¹ al 99.9% de confianza como proporción del portafolio de crédito, aumentó durante el primer trimestre del año, al pasar de 5.9% en diciembre de 2024 a 6.4% en marzo de 2025. El incremento se explica principalmente por el observado en el *CVaR* de la cartera empresarial impulsado por el incremento en su probabilidad de incumplimiento y, en menor medida, por los aumentos en los *CVaR* de vivienda y consumo, que se explican a su vez por el aumento de sus respectivas correlaciones de incumplimiento (Gráfica 71).

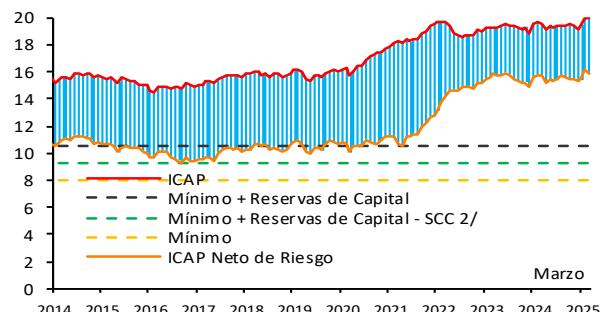


Fuente: Banco de México, CNBV y Buró de Crédito.

Por su parte, el índice de capitalización neto de riesgo¹² aumentó durante el trimestre de referencia - su valor pasó de 15.3% a 15.8% de diciembre de 2024 a marzo de 2025- y se explica por el aumento del capital neto del sistema, cuyo efecto compensó y superó al efecto del aumento del riesgo de crédito de la cartera (Gráfica 72).

Durante el primer trimestre de 2025, el índice de morosidad (IMOR) del crédito otorgado por la banca comercial al sector privado no financiero disminuyó marginalmente, al pasar de 2.24% en diciembre de 2024 a 2.23% en marzo de 2025. En particular, este comportamiento reflejó la reducción del IMOR de los créditos al consumo, ya que el correspondiente a los créditos a la vivienda y a las empresas presentó un incremento. Al interior del crédito al consumo, se observaron disminuciones del IMOR en los créditos mediante tarjetas, así como en los personales y de nómina, mientras que el de los automotrices aumentó. En buena medida, el menor nivel del IMOR de los créditos al consumo fue resultado de las quitas de cartera realizadas por algunas instituciones. Por su parte, el IMOR de los créditos otorgados por la banca de desarrollo al sector privado no financiero pasó de 2.27% en diciembre de 2024 a 2.33% en marzo de 2025 (Gráfica 73).

Gráfica 72
Índice de capitalización neto de riesgo^{1/}
 Por ciento



Cifras a febrero de 2025.

1/ Se estima como el índice de capitalización que resulta al reducir el *CVaR* tanto del capital neto como de los activos ponderados por riesgo.

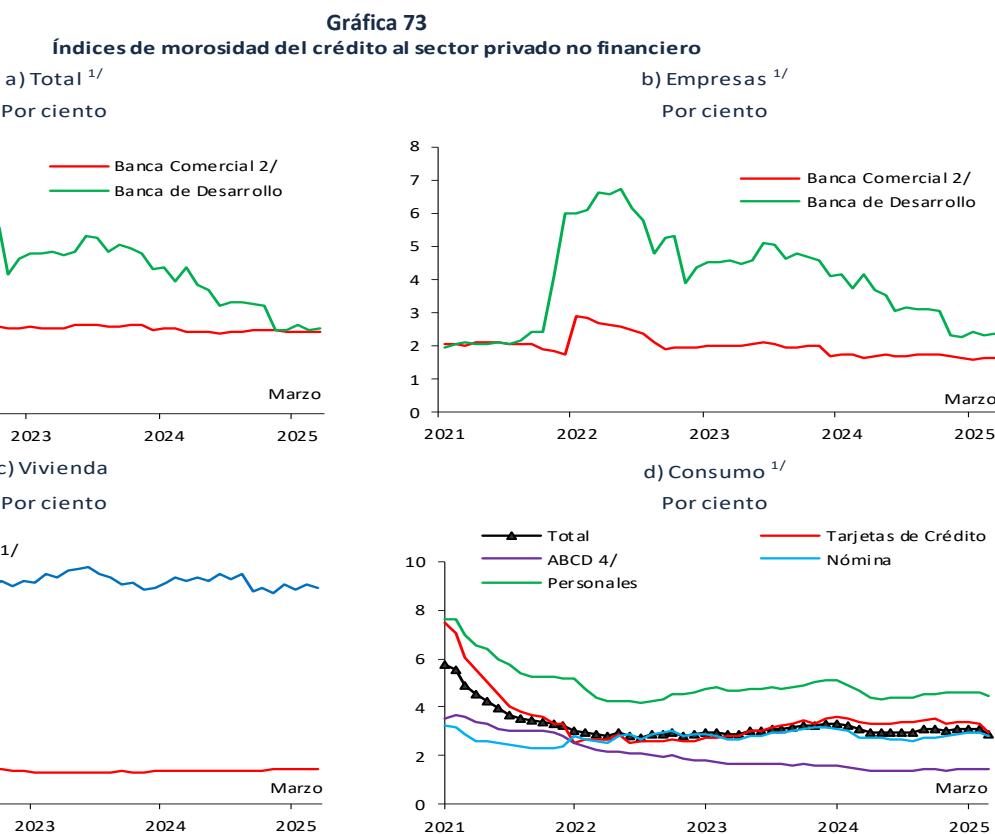
2/ Suplemento de Conservación de Capital.

Fuente: Banco de México, CNBV y Buró de Crédito.

¹¹ El valor en riesgo condicional (*CVaR*) permite analizar las pérdidas en la cola de la distribución, ya que representa el valor esperado de la pérdida cuando esta es mayor al valor en riesgo (*VaR*), el cual, a su vez, representa el percentil que corresponde a un nivel de confianza determinado en una distribución de probabilidad de pérdidas de una cartera de activos sujetos a riesgo de crédito.

¹² Se estima como el índice de capitalización que resulta al reducir el valor del *CVaR* de la cartera de crédito tanto del capital neto como de los

activos ponderados por riesgo. Este indicador supone que el portafolio de crédito sufre pérdidas por un monto equivalente al *CVaR* al 99.9%, mismas que son absorbidas directamente con el capital de los bancos sin afectar sus reservas, y que dicha cartera tiene una ponderación del 100% para la determinación de su requerimiento de capital.



1/ Hasta diciembre de 2021, el índice de morosidad (IMOR) se define como el saldo de la cartera vencida entre el saldo de la cartera total. A partir de enero de 2022, a raíz de la adopción del estándar internacional IFRS9, el IMOR se define como el saldo de la cartera clasificada como etapa 3 entre el saldo de la cartera total. Los datos del IMOR de la banca comercial incluyen a las Sofomes ER subsidiarias de instituciones bancarias y grupos financieros. Para la banca comercial, se realizó la revisión de la información reportada para excluir los datos de Banco Ahorro Famsa y Accendo Banco, entidades cuyas licencias para operar como instituciones de banca múltiple fueron revocadas en junio de 2020 y septiembre de 2021, respectivamente. Mayores detalles respecto a esto último, pueden encontrarse en los Reportes de Estabilidad Financiera correspondientes al segundo semestre de 2020 y al segundo semestre de 2021.

2/ El incremento en el IMOR en enero de 2022 reflejó, en gran medida, los cambios de los criterios contables para adoptar el estándar internacional IFRS9, que permiten a las instituciones de crédito realizar ajustes en la clasificación de su cartera crediticia, sin que esto implique un mayor nivel de impago.

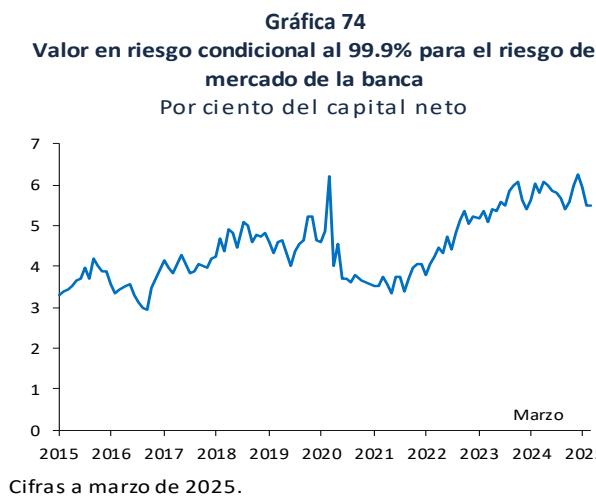
3/ El índice de morosidad (IMOR) se define como el saldo de la cartera vencida entre el saldo de la cartera total. Entre el cuarto trimestre de 2019 y el primero de 2020, Infonavit llevó a cabo una reclasificación de créditos de vigentes a vencidos. Estos créditos, que ya no presentaban pagos, se habían clasificado erróneamente como vigentes. Así, dicha reclasificación implicó un cambio de nivel a la serie del índice de morosidad.

4/ Incluye crédito para la adquisición de bienes muebles y crédito automotriz.

Fuente: Banco de México.

3.5.4. Riesgo de mercado de la banca múltiple

El riesgo de mercado de la banca múltiple, medido a través del *CVaR* de mercado como proporción del capital neto, disminuyó en el trimestre de referencia, al pasar de 6.2% en diciembre de 2024 a 5.5% en marzo de 2025. Lo anterior, como resultado de una disminución en la posición de los portafolios de los bancos en instrumentos que son sensibles a movimientos de las tasas de interés y al mercado accionario (Gráfica 74).¹³



Cifras a marzo de 2025.

Fuente: Banco de México, CNBV, BMV, Bloomberg y Valmer.

3.5.5. Riesgos asociados a intermediarios crediticios no bancarios, empresas privadas no financieras listadas en las bolsas de valores y otras emisoras

Durante el primer trimestre de 2025, el financiamiento total al sector privado no financiero otorgado por otros intermediarios financieros no bancarios (OIFNB)¹⁴ del país, sin considerar organismos de fomento, continuó aumentando en términos reales anuales, aunque con una desaceleración que se explica, principalmente, por una disminución de los créditos otorgados tanto por las sofomes reguladas por emitir deuda como por las no reguladas. Por su parte, el financiamiento total otorgado por organismos de fomento¹⁵ también creció a una tasa menor a la del trimestre previo.

Respecto a las fuentes de financiamiento a los OIFNB, continuó el crecimiento del obtenido tanto por las entidades reguladas como por las no reguladas; no obstante, se observó un crecimiento menor en el financiamiento otorgado por la banca múltiple y de desarrollo para los OIFNB regulados.

El IMOR de la cartera crediticia otorgada por los OIFNB en su conjunto aumentó ligeramente. Por otro lado, las morosidades de las carteras otorgadas por organismos de fomento, Fovissste e Infonavit, disminuyeron ligeramente desde el cierre de 2024 hasta marzo de 2025. En contraste, la morosidad de la cartera otorgada por fideicomisos de fomento aumentó (Gráfica 75).

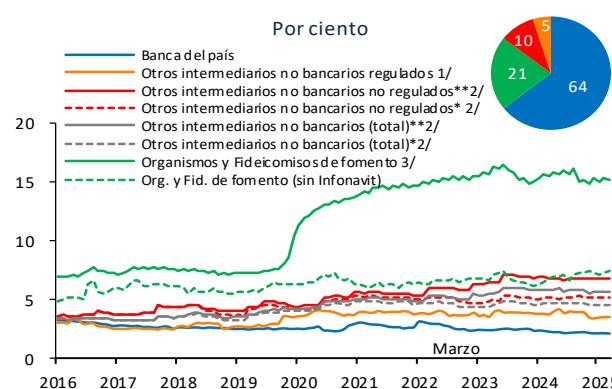
¹³ Cabe señalar que el *CVaR*, al ser un indicador que se estima bajo las condiciones históricas observadas, constituye una referencia y no un pronóstico respecto a las pérdidas potenciales que podrían observarse en los portafolios de mercado.

¹⁴ Incluye a entidades financieras no bancarias reguladas tales como socaps, sofipos, uniones de crédito, sofomes reguladas que no son subsidiarias de instituciones de crédito y almacenes generales de depósito. Además, incluye a entidades financieras no bancarias no reguladas como sofomes no reguladas, empresas financieras que

otorgan preponderantemente crédito como parte del giro del negocio, tales como arrendadoras financieras o algunos brazos financieros de empresas automotrices y el saldo total de las tarjetas de crédito no bancarias.

¹⁵ Incluye Infonavit, Fovissste, Infonacot, FND, FIRA, FOVI, y FIFOMI. FND dejó de reportar información desde junio de 2023.

Gráfica 75
Morosidad de la cartera de crédito total



1/ Incluye: entidades financieras no bancarias reguladas tales como socaps, sofípos, uniones de crédito, sofomes reguladas que no son subsidiarias de instituciones de crédito y almacenes generales de depósito.

2/ Incluye: sofomes no reguladas, empresas financieras que otorgan preponderantemente crédito como parte del giro del negocio, tales como arrendadoras financieras o algunos brazos financieros de empresas automotrices y el saldo total de las tarjetas de crédito no bancarias. Además de la serie anterior (marcada con *), se presenta una nueva serie (marcada con **) con cifras de carácter preliminar, resultado de correcciones realizadas a la información reportada por sofomes no reguladas a partir de jun-23.

3/ Incluye Infonavit, Fovissste, Infonacot, FND, FIRA, FOVI y FIFOMI. FND dejó de reportar información desde junio de 2023.

Nota: La gráfica circular representa la participación en la cartera de crédito total de cada uno de los otorgantes.

Fuentes: CNBV, BMV, Condusef, Buró de Crédito, Organismos y Fideicomisos de Fomento.

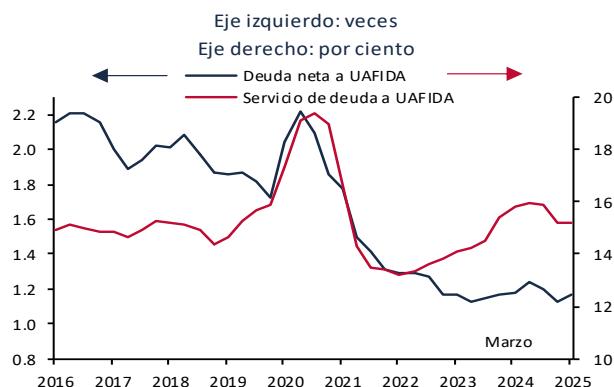
Por otra parte, a marzo de 2025, las exposiciones de la banca múltiple y de desarrollo por los créditos otorgados a los OIFNB, así como por la tenencia propia de valores emitidos por estos, se mantuvieron reducidas y representaban el 2.0 y 5.6% de los activos totales, respectivamente. Además, no se observan concentraciones de financiamiento para los bancos en lo individual con el sector OIFNB, por lo que, en caso de ocurrir un incumplimiento de pago por parte de alguna entidad de este sector, no representaría un riesgo para el sistema en el agregado.

Entre diciembre de 2024 y marzo de 2025, las siefores presentaron plusvalías en sus portafolios de inversión, principalmente como resultado del aumento en el valor de mercado de sus posiciones en valores gubernamentales. Por su parte, los montos de retiro por desempleo registraron una disminución respecto al trimestre anterior, si bien continúan en niveles elevados. Dicho comportamiento fue reflejo, principalmente, de una reducción en el número de trabajadores que ejercieron este derecho.

Al primer trimestre de 2025, la generación de flujo operativo anual (UAFIDA)¹⁶ para el conjunto de empresas privadas no financieras listadas en bolsa se incrementó en términos reales anuales con respecto al trimestre previo. El indicador de endeudamiento también aumentó ligeramente debido al aumento de la deuda neta, mientras que el de costo del servicio de la deuda disminuyó por el aumento en la UAFIDA; la posición de liquidez se deterioró debido tanto a una disminución en el saldo de efectivo y equivalentes como al aumento en su deuda de corto plazo (Gráfica 76).

Al cierre de marzo de 2025, Pemex registró una pérdida neta tanto trimestral como anual, mientras que el saldo de su deuda financiera expresada en pesos, incluyendo proveedores, disminuyó marginalmente con respecto al trimestre anterior. Además, el indicador de liquidez se deterioró (Gráfica 77). Por su parte, el CDS a cinco años de la empresa aumentó durante el primer trimestre de 2025, tendencia que mantuvo durante la primera mitad de abril cuando registró niveles no observados desde noviembre de 2023. Posteriormente dicho aumento se revirtió para ubicarse, a finales de mayo, por debajo del nivel observado al cierre de 2024 (Gráfica 78).

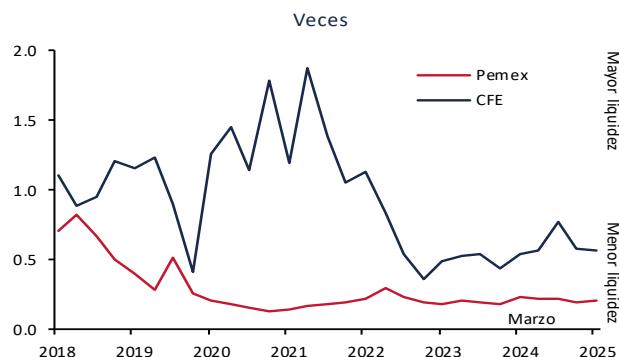
¹⁶ Las siglas UAFIDA se refieren a la utilidad antes de financiamiento, impuestos, depreciación y amortización, y equivalen a EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*).

Gráfica 76
Endeudamiento y servicio de deuda de las empresas privadas no financieras listadas^{1/}


1/ Para la actualización de las series se utilizó la información de 95 empresas no financieras con acciones inscritas en BMV y BIVA; los activos de estas empresas representan el 100% de los activos totales de las empresas listadas. Las siglas UAFIDA se refieren a Utilidad Antes de Financiamiento, Impuestos, Depreciación y Amortización, y equivalen a EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization).

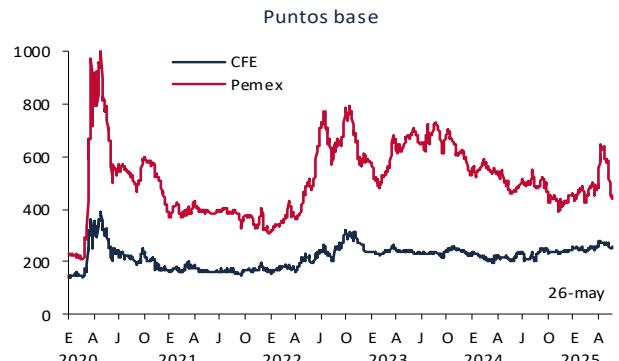
Fuentes: BMV y BIVA.

Al cierre de marzo de 2025, CFE registró una pérdida neta, tanto trimestral como anual, mientras que el saldo en pesos de su deuda financiera, incluyendo proveedores, aumentó ligeramente. Además, el indicador de liquidez se deterioró debido al aumento en la deuda de corto plazo a pesar de que el saldo de efectivo y equivalentes también aumentó. Por su parte, el CDS a cinco años de CFE aumentó durante el primer trimestre de 2025; sin embargo, hacia finales de mayo, se ubicó por debajo del nivel registrado al cierre de marzo.

Gráfica 77
Posición de liquidez de Pemex y CFE^{1/}


1/ Se define como el resultado de dividir el efectivo y las cuentas por cobrar de corto plazo entre la suma de pasivos con proveedores a 12 meses y la deuda financiera a 12 meses.

Fuente: BMV.

Gráfica 78
Costo de la cobertura crediticia medida por el CDS a 5 años en dólares de la deuda emitida por Pemex y CFE


Fuente: Markit.

4. Evolución reciente de la inflación

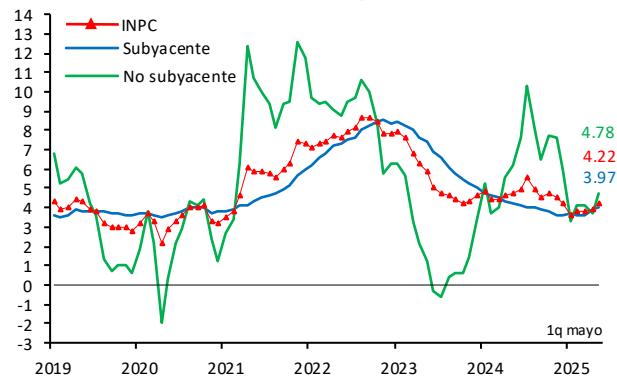
4.1. La inflación en el primer trimestre de 2025

La inflación general anual se redujo entre el cuarto trimestre de 2024 y el primer trimestre de 2025 al pasar de 4.51 a 3.72%, respectivamente. Sin embargo, en lo que va del año ha registrado cierto incremento. En la primera quincena de mayo se ubicó en 4.22% (Gráfica 79 y Cuadro 8). La inflación subyacente anual se ubicó en 3.68 y 3.65% en los trimestres referidos, para luego situarse en 3.97% en la primera quincena de mayo. Así, este indicador acumuló ocho meses y medio consecutivos por debajo de 4%. En su interior, la inflación de los servicios mantuvo una tendencia a la baja, si bien su reducción fue compensada por cierto incremento en la de las mercancías, que sin embargo continuó en niveles bajos (Gráfica 80). Por su parte, la inflación no subyacente anual se redujo de 7.07 a 3.86% en dicho lapso trimestral. No obstante, a partir de enero ha presentado una gradual tendencia al alza, de tal forma que ha representado la mayor fuente de presión sobre la inflación general. En la primera quincena de mayo, la inflación no subyacente se situó en 4.78%.

La tendencia de las variaciones mensuales ajustadas por estacionalidad y anualizadas del índice general (media móvil de tres observaciones) se redujo entre el cuarto trimestre de 2024 y el primer trimestre de 2025 (Gráfica 81). En el trimestre de referencia, sus niveles se situaron alrededor de 3% y fueron inferiores a los observados antes de la pandemia. Posteriormente, se incrementó y en la primera

quincena de mayo se situó en 5.77%. Por su parte, la proporción de la canasta del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) con variaciones de precios ajustadas por estacionalidad y anualizadas menores o iguales a 3% aumentó en el primer trimestre de 2025 respecto del trimestre previo. En su observación más reciente representó 30% de dicha canasta (Gráfica 82). A su vez, el Indicador de Media Truncada para la inflación general aumentó ligeramente entre el cuarto trimestre de 2024 y el primer trimestre de 2025 y se situó en 4.27% en la primera quincena de mayo (Gráfica 83).¹⁷ En el trimestre referido, la inflación general se ubicó por debajo del Indicador de Media Truncada reflejo, principalmente, de la reducción en la inflación de algunas frutas y verduras luego de los choques de oferta que afectaron sus precios a finales de 2024.

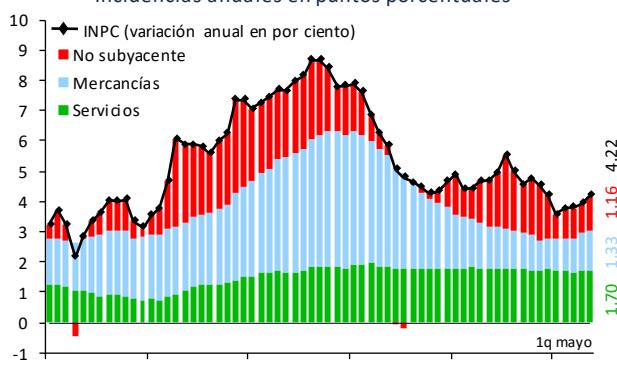
Gráfica 79
Índice Nacional de Precios al Consumidor
Variación anual en por ciento



Fuente: INEGI.

¹⁷ El Indicador de Media Truncada elimina la contribución de las variaciones extremas en los precios de algunos genéricos a la inflación de un índice de precios. Para eliminar el efecto de estas variaciones se realiza lo siguiente: i) las variaciones mensuales desestacionalizadas de los genéricos del índice de precios se ordenan de menor a mayor; ii) se

excluyen los genéricos con mayor y menor variación, considerando en cada cola de la distribución hasta el 10% de la canasta del índice de precios, respectivamente; y iii) con los genéricos restantes, que por construcción se ubican más cerca del centro de la distribución, se calcula el Indicador de Media Truncada.

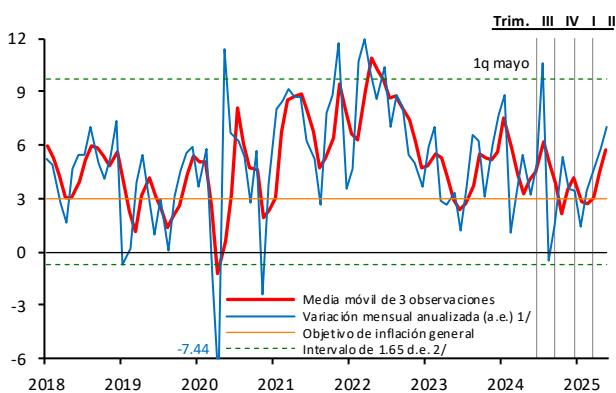
Gráfica 80**Índice Nacional de Precios al Consumidor**Incidencias anuales en puntos porcentuales^{1/}

1/ En ciertos casos la suma de los componentes puede registrar alguna discrepancia con el total por actualización de ponderadores y canasta o por efectos de redondeo.

Fuente: INEGI.

Gráfica 81
Índice Nacional de Precios al Consumidor

Variación mensual a.e.a. en por ciento



a.e.a./Cifras ajustadas estacionalmente y anualizadas.

1/ Para la última observación se utiliza la variación quincenal anualizada.

2/ El intervalo se calcula sumándole y restándole a la media de la variación mensual anualizada (a.e.a.) 1.65 veces su desviación estándar (d.e.) desde 2011, de modo que si las observaciones se distribuyeran acorde a una normal el 90% estaría dentro del intervalo.

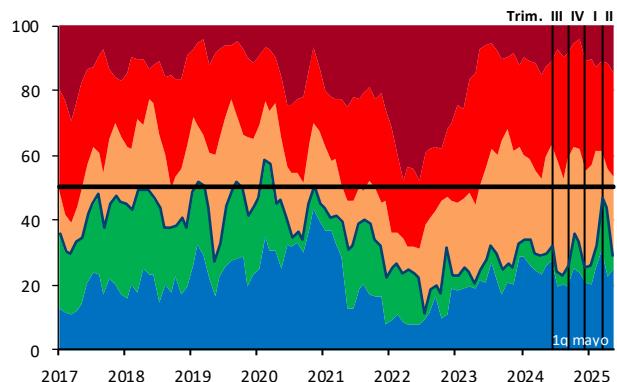
Fuente: Desestacionalización por el Banco de México con información de INEGI.

Gráfica 82**Índice Nacional de Precios al Consumidor**

Porcentaje de la canasta según rangos de incremento

mensual a.e.a. en por ciento^{1/}

Menor a 2%	Mayor a 3 y hasta 5%	Mayor a 10%
Entre 2 y 3%	Mayor a 5 y hasta 10%	Menor o igual a 3%



a.e.a./Cifras ajustadas estacionalmente y anualizadas.

1/ Media móvil de 3 meses.

Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 83**Índice Nacional de Precios al Consumidor e****índicador de media truncada**

Variación anual en por ciento



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

Cuadro 8
Índice Nacional de Precios al Consumidor, principales componentes e indicadores de media truncada
 Variación anual en por ciento

	2024				2025		2023		2024		2025		
	I	II	III	IV	I	Diciembre	Diciembre	Marzo	Abril	1q Mayo			
INPC	4.57	4.77	5.04	4.51	3.72	4.66	4.21	3.80	3.93	4.22			
Subyacente	4.65	4.23	3.99	3.68	3.65	5.09	3.65	3.64	3.93	3.97			
Mercancías	4.12	3.45	3.01	2.56	2.82	4.89	2.47	2.98	3.38	3.51			
Alimentos, bebidas y tabaco	5.27	4.50	4.03	3.66	3.91	6.25	3.60	4.15	4.42	4.47			
Mercancías no alimenticias	2.75	2.18	1.78	1.38	1.78	3.28	1.33	1.88	2.40	2.64			
Servicios	5.30	5.20	5.17	4.94	4.56	5.33	4.94	4.35	4.56	4.49			
Vivienda	3.72	3.80	4.00	3.98	3.75	3.64	4.01	3.64	3.64	3.53			
Educación (Colegiaturas)	6.46	6.35	6.08	5.79	5.72	6.60	5.79	5.85	5.85	5.85			
Otros servicios	6.37	6.10	6.04	5.78	5.25	6.46	5.77	4.92	5.31	5.26			
No subyacente	4.31	6.46	8.29	7.07	3.86	3.39	5.95	4.16	3.76	4.78			
Agropecuarios	6.49	8.72	9.95	9.38	3.06	5.66	6.57	4.87	4.13	5.79			
Frutas y verduras	16.41	18.96	14.46	12.76	-5.29	11.68	6.05	-2.28	-2.45	-1.22			
Pecuarios	-1.41	0.80	5.54	5.86	9.03	0.68	6.27	9.00	8.25	10.25			
Energéticos y tarifas aut. por gobierno	2.48	4.48	6.63	4.72	3.94	1.46	4.97	2.94	2.99	3.71			
Energéticos	1.91	5.15	7.99	5.36	4.25	0.06	5.73	2.72	2.47	3.18			
Gasolina	3.47	5.36	6.27	5.98	5.17	2.84	6.39	2.93	1.38	0.60			
Gas doméstico L.P.	-3.36	7.14	18.88	11.21	5.31	-10.93	13.69	3.78	4.89	6.07			
Tarifas autorizadas por gobierno	3.84	3.02	3.69	3.91	4.10	4.82	4.12	4.18	4.36	4.44			
Indicador de media truncada^{1/}													
INPC	4.23	4.10	4.25	4.18	4.23	4.56	4.22	4.14	4.20	4.27			
Subyacente	4.60	4.29	4.21	4.14	4.16	5.00	4.13	4.16	4.28	4.32			

1/ Elaboración propia con información del INEGI. Se trunca el 10% de cada cola de la distribución. Ver el Recuadro 1 “La Media Truncada como Medida de Tendencia de la Inflación” del Informe Trimestral Enero – Marzo 2015.

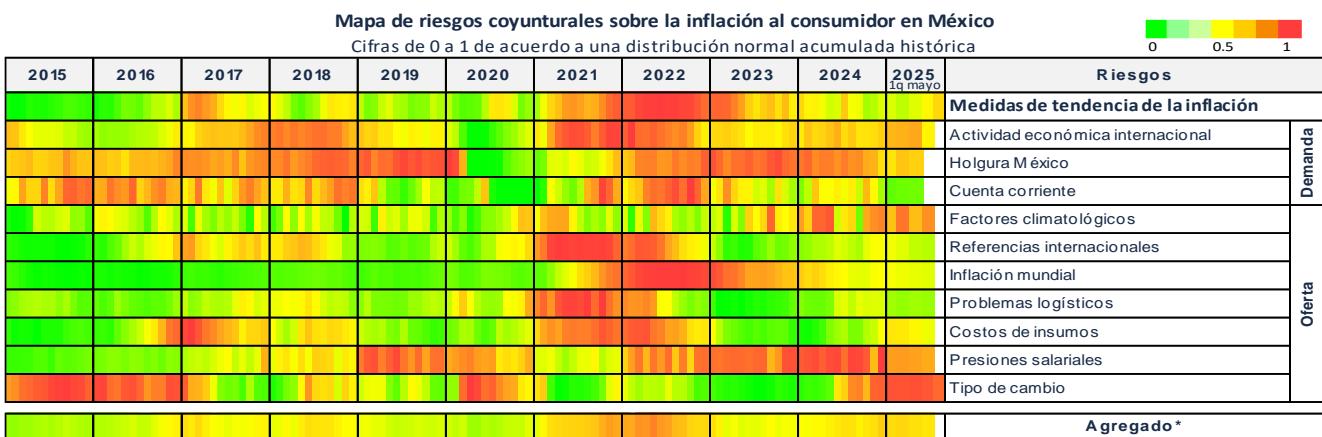
Fuente: INEGI.

Un mapa térmico de riesgos para la inflación se presenta en la Gráfica 84. Con un color rojo más intenso se indica que los riesgos al alza para la inflación son elevados en su comparación histórica desde 2013, mientras que colores verdes más intensos sugieren menores riesgos.¹⁸ El incremento reciente de la inflación coadyuvó para que el indicador de riesgo de las medidas de tendencia haya aumentado moderadamente su nivel de intensidad en el margen. Por el lado de la demanda, relativo a su comportamiento histórico, la actividad económica internacional, la posición cíclica de la economía nacional y la cuenta corriente representan riesgos

bajos para la inflación. Por el lado de la oferta, desde una perspectiva de su desempeño histórico, el tipo de cambio es el riesgo más relevante para la inflación, seguido de los factores climáticos y las presiones salariales las cuales, sin embargo, han reducido su notoriedad recientemente. A su vez, los riesgos para la inflación relacionados con las referencias internacionales, la inflación mundial, los problemas logísticos y los costos de los insumos, siguen siendo bajos. En el último renglón del mapa, el indicador agregado de riesgos sugiere que de acuerdo con su comportamiento histórico las presiones sobre la inflación continúan siendo bajas.

¹⁸ Para mayores detalles, ver la nota al pie 36 del Informe Trimestral Abril-Junio 2021 y el Cuadro 10 de ese mismo Informe que enumera las variables incluidas en el mapa térmico.

Gráfica 84



Nota: Para mayores detalles, véase la nota al pie 36 del Informe Trimestral Abril-Junio 2021 y el Cuadro 10 de ese mismo Informe que enumera las variables consideradas en el mapa térmico, incluyendo las correspondientes a las medidas de tendencia de la inflación. Se utilizó la media móvil para los Salarios contractuales. Información a abril de 2025 con la excepción de las siguientes variables, para las cuales se indica en paréntesis la fecha a la que se cuenta con información: Series (3) de holgura doméstica (febrero 2025); Volumen de comercio mundial, Brecha del producto EE.UU., Uso de la capacidad instalada en la industria manufacturera, Brecha IGAE, Cuenta corriente como porcentaje del PIB, Balanza comercial como porcentaje del PIB, Empresas que consideran que los precios de los insumos aumentarán a tasa mayor en los próximos 12 meses, Costo unitario de la mano de obra en el sector manufacturero (marzo 2025); Medidas (6) de inflación doméstica y Tipo de cambio FIX (1q mayo 2025).

*Se calcula como el promedio de los 11 grupos.

Fuente: Elaborado por el Banco de México con información de diversas fuentes.

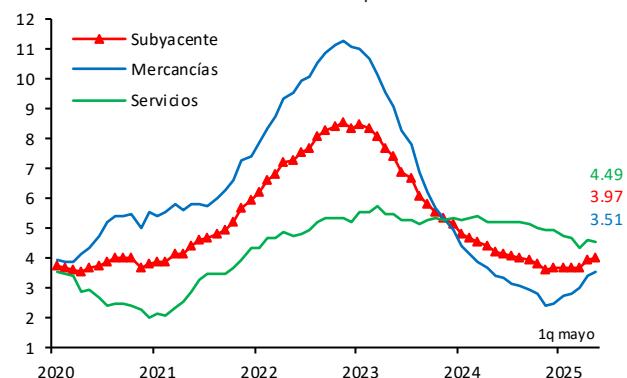
4.1.1. La inflación subyacente

Entre el cuarto trimestre de 2024 y el primer trimestre de 2025, la inflación subyacente anual pasó de 3.68 a 3.65%. En la primera quincena de mayo se situó en 3.97%. Al ser este indicador el que refleja de mejor manera la tendencia de mediano plazo de la inflación, su comportamiento da cuenta de que el episodio inflacionario reciente derivado de los choques globales se está dejando atrás. Sus niveles han sido similares al promedio observado en 2019 que fue 3.70%. En su interior, la inflación de las mercancías registró cierto incremento desde niveles bajos, en tanto que la de los servicios mantuvo una tendencia a la baja (Gráfica 85).

En el Recuadro 5 se analiza la evolución reciente de la inflación subyacente mediante un modelo de cambio de régimen con cadenas de Márkov. Esta metodología permite estimar la probabilidad de que la inflación subyacente, así como la de sus subíndices de mercancías y servicios, se encuentren en un entorno caracterizado por niveles elevados de inflación y volatilidad. Los resultados indican que la

probabilidad correspondiente a la inflación subyacente se encuentra actualmente en valores cercanos a cero. Esta reducción se debe, por un lado, a que la probabilidad de las mercancías comenzó a disminuir desde mediados de 2023 y se ha mantenido en niveles muy bajos y, por el otro, a una caída más reciente en la probabilidad correspondiente a los servicios hacia finales de 2024.

Gráfica 85
Índice de precios subyacente
Variación anual en por ciento



Fuente: INEGI.

Recuadro 5. Contribuciones de los subíndices a la probabilidad de que la inflación subyacente se encuentre en un régimen de media y varianza altas

1. Introducción

Este Recuadro analiza la evolución reciente de la inflación subyacente usando un modelo de cambio de régimen con cadenas de Márkov, aplicado a cada uno de los componentes que integran los rubros de mercancías y servicios.¹ En particular, se consideran los subíndices de: alimentos, bebidas y tabaco, y mercancías no alimenticias dentro del rubro de mercancías; así como los de educación (colegiaturas), vivienda y servicios distintos a la vivienda y a la educación dentro del rubro de servicios. La estimación del modelo para cada componente permite identificar la contribución de estos a la probabilidad de que la inflación de mercancías, servicios y, en consecuencia, la subyacente se encuentren en un régimen caracterizado por niveles relativamente altos o bajos de inflación y volatilidad.² Los resultados sugieren que, hacia finales de 2024, la inflación subyacente dejó de estar en un régimen caracterizado por una media elevada y mayor volatilidad, y que actualmente se encuentra con una alta probabilidad estimada en un régimen de menor inflación y menor volatilidad. Esta pertenencia a un régimen de menor inflación y volatilidad se observa desde mediados de 2023 en la inflación de mercancías y, más recientemente, en la de servicios.³

2. Metodología

Se estima un modelo de cambio de régimen con cadenas de Márkov de manera independiente para cada uno de los componentes mencionados de la inflación subyacente. La especificación sigue el trabajo seminal de Hamilton (1989) y se estima mediante métodos bayesianos, conforme a la metodología de Kim y Nelson (2017). El modelo permite que tanto la media μ_{S_t} como la varianza $\sigma_{S_t}^2$ de la inflación mensual π_t fluctúen de manera endógena, dependiendo del régimen S_t en el que se encuentre el proceso inflacionario, según la siguiente especificación:

$$\begin{aligned}\pi_t &= \mu_{S_t} + \varepsilon_t, \\ \varepsilon_t &\sim N(0, \sigma_{S_t}^2), \\ \mu_{S_t} &= \mu_0(1 - S_t) + \mu_1 S_t, \\ \sigma_{S_t}^2 &= \sigma_0^2(1 - S_t) + \sigma_1^2 S_t,\end{aligned}$$

donde ε_t es una perturbación estocástica con media cero y varianza conocida. Siguiendo a Borio et al. (2023) y con base en los resultados obtenidos para la inflación general en México en el Recuadro “Estimación de un modelo de cambio de régimen de la inflación”, publicado en el Informe Trimestral Abril-Junio 2023 del Banco de México, se asume que la inflación transita entre dos regímenes, cada uno con su propia media y varianza. Es decir, en el modelo, cuando $S_t = 0$, la inflación del componente presenta una media μ_0 y una varianza σ_0^2 , mientras que si $S_t = 1$, dichos valores corresponden a μ_1 y σ_1^2 .⁴

Dado que S_t no es directamente observable, se asume que su evolución sigue una cadena de Márkov, es decir, que el estado actual depende únicamente del régimen en el que se encontraba en el periodo anterior. La estimación del modelo se lleva a cabo mediante métodos bayesianos, utilizando el muestreo de Gibbs conforme a Kim y Nelson (2017). Este enfoque permite inferir de forma conjunta los parámetros del modelo, así como las probabilidades posteriores de que la inflación mensual de cada componente se encuentre en uno u otro régimen. Tanto la media como la varianza se estiman de manera endógena para cada régimen, sin imponer restricciones adicionales, lo que posibilita que los datos determinen las diferencias entre regímenes. Bajo el supuesto de dos regímenes en el modelo, la identificación empírica de uno de ellos determina el otro régimen complementario.

Se estima para cada componente de la inflación subyacente la probabilidad posterior en cada mes de que la inflación se ubique en el régimen $S_t = 0$ o $S_t = 1$. Dichas probabilidades se ponderan con sus respectivos pesos en el INPC para construir probabilidades agregadas. En el caso de las mercancías, se utilizan las probabilidades estimadas para los componentes de alimentos, bebidas y tabaco, y mercancías no alimenticias. Para los servicios, se consideran las probabilidades de educación (colegiaturas), vivienda y servicios distintos a la vivienda y a la educación. La probabilidad agregada de la inflación subyacente se obtiene a partir de la suma de las probabilidades estimadas de los cinco componentes que integran los subíndices mencionados.

¹ Una de las principales fortalezas de este enfoque es que permite identificar de manera endógena los cambios en la media y la varianza de las medidas de inflación analizadas, es decir, sin imponer las fechas de dichos cambios.

² En el contexto de los modelos de cambio de régimen, y para efectos de este Recuadro, un régimen se refiere a un periodo en el que la media y la varianza de la inflación difiere con respecto a otro. Como se comentó en la nota al pie anterior, estos cambios en la media y varianza no se imponen, sino que se determinan de forma endógena a partir de la estructura del modelo y la información contenida en los datos.

³ En el Recuadro “Estimación de un modelo de cambio de régimen de la inflación” del Informe Trimestral Abril-Junio 2023 se aplicó la misma metodología para

estudiar los cambios de régimen en la inflación general. La contribución del presente Recuadro consiste en extender dicho enfoque a la inflación subyacente, incorporando el análisis de sus subíndices y sus contribuciones a la probabilidad de que la inflación subyacente se ubique en uno u otro régimen.

⁴ Desde el punto de vista económico, esta distinción entre regímenes es relevante porque, por ejemplo, Borio et al. (2023) documentan que la inflación en una selección de países puede caracterizarse por dos regímenes: uno con niveles bajos y estables, y otro con niveles elevados y más volátiles. En el primero, los cambios de precios tienden a ser aislados y transitorios, mientras que, en el segundo, los aumentos son más generalizados y persistentes.

Finalmente, se aplica el criterio de Hamilton (1989) para clasificar, en cada mes, la inflación de mercancías, servicios y la subyacente en alguno de los dos regímenes. De acuerdo con este enfoque, se considera que la inflación se encuentra en el régimen $S_t = 0$ si la probabilidad estimada de pertenecer a dicho régimen es superior a 0.5. Por el contrario, si dicha probabilidad es menor o igual a 0.5, se considera que la inflación se encuentra fuera de dicho régimen, es decir, se clasifica como perteneciente al régimen $S_t = 1$.^{5,6}

3. Estimación y contribuciones de los regímenes para la inflación subyacente

El modelo se estima utilizando la diferencia mensual en logaritmos de los índices de precios desestacionalizados para

cada componente de la inflación subyacente (alimentos, mercancías no alimenticias, vivienda, educación y servicios distintos a la vivienda y a la educación) para el periodo comprendido entre junio de 2000 y abril de 2025. Los resultados de la estimación presentados en la Tabla 1 indican que, en todos los componentes analizados, se identifica una misma estructura: la presencia de un régimen con media y varianza relativamente altas (régimen $S_t = 0$), y otro con media y varianza relativamente bajas ($S_t = 1$). Por otro lado, en la Gráfica 1 se muestran para cada componente de la inflación subyacente las probabilidades posteriores de pertenecer al régimen de media y varianza altas ($S_t = 0$).

Tabla 1
Estadísticos de los subíndices de la inflación subyacente anualizada por régimen

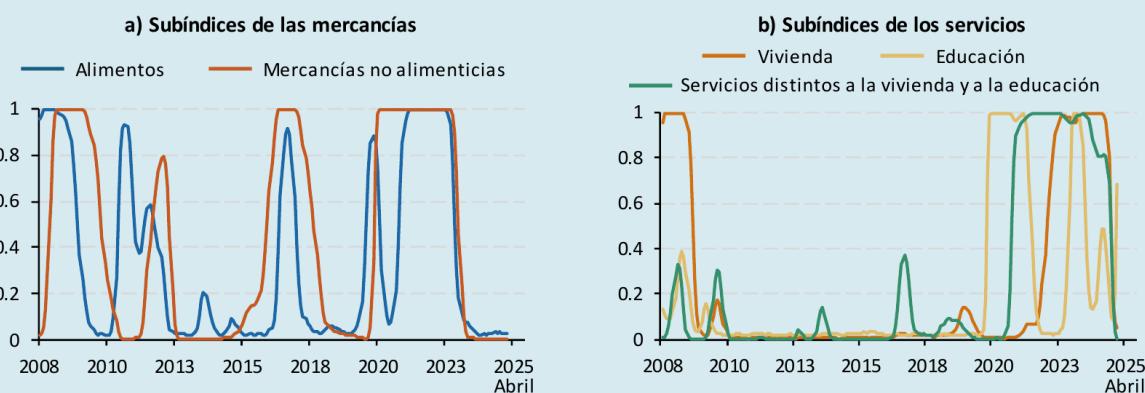
Variable	Mercancías				Servicios					
	Alimentos, bebidas y tabaco		No alimenticias		Vivienda		Educación (colegiaturas)		Servicios distintos a la vivienda y a la educación	
	Régimen	Régimen	Régimen	Régimen	Régimen	Régimen	Régimen	Régimen	Régimen	Régimen
Media	4.53 (4.04, 4.87)	8.08 (7.07, 9.07)	2.19 (2.06, 2.35)	5.14 (4.80, 5.53)	2.40 (2.34, 2.47)	4.23 (4.03, 4.41)	4.60 (4.49, 4.70)	7.30 (6.67, 7.94)	3.14 (2.99, 3.29)	6.39 (6.03, 6.77)
Varianza	1.62 (0.93, 2.20)	5.31 (3.93, 6.99)	0.65 (0.51, 0.83)	1.97 (147, 2.53)	0.18 (0.14, 0.23)	1.01 (0.80, 1.28)	0.40 (0.29, 0.53)	13.82 (10.9, 17.6)	1.37 (1.15, 163)	1.76 (125, 2.38)
Duración	8.3	3.9	13.9	7.0	15.4	9.2	11.3	6.9	18.6	6.6

Nota: Se realizaron 60,000 simulaciones bayesianas, descartando las primeras 10,000. Se muestran los valores promedio de la media y de la varianza de cada régimen, estimados a partir de sus distribuciones posteriores. Entre paréntesis se reportan los intervalos creíbles al 90%, definidos por los percentiles 5 y 95 de las distribuciones posteriores. La duración corresponde a la duración esperada (en meses) de cada régimen.

Fuente: Estimaciones de Banco de México usando el modelo presentado en la sección 2.

Gráfica 1

Probabilidad de encontrarse en el régimen de media y varianza altas ($S_t = 0$)



Fuente: Estimaciones de Banco de México usando el modelo presentado en la sección 2.

⁵ Al considerar únicamente dos regímenes, el modelo permite dos combinaciones posibles entre niveles de media y varianza y sus respectivos regímenes complementarios. Por ejemplo, si los datos indican que un régimen corresponde a una combinación de media y varianza bajas, el otro, por construcción, será el opuesto, es decir, de media y varianza altas. De manera análoga, si el régimen identificado es de media baja y varianza alta, su complemento será el de media alta y varianza baja. Para agregar las probabilidades de pertenecer a un régimen, es necesario que haya coincidencia entre los regímenes de los componentes

dentro de cada agrupación. Dicho de otro modo, se evita combinar componentes en regímenes con características distintas. Para este Recuadro, se realizaron pruebas de robustez que confirmaron dicha coincidencia, por lo que la agregación de probabilidades es válida.

⁶ Baumeister et al. (2024) y Le Bihan et al. (2024) usaron un enfoque similar para agregar probabilidades individuales e inferir sobre regímenes agregados.

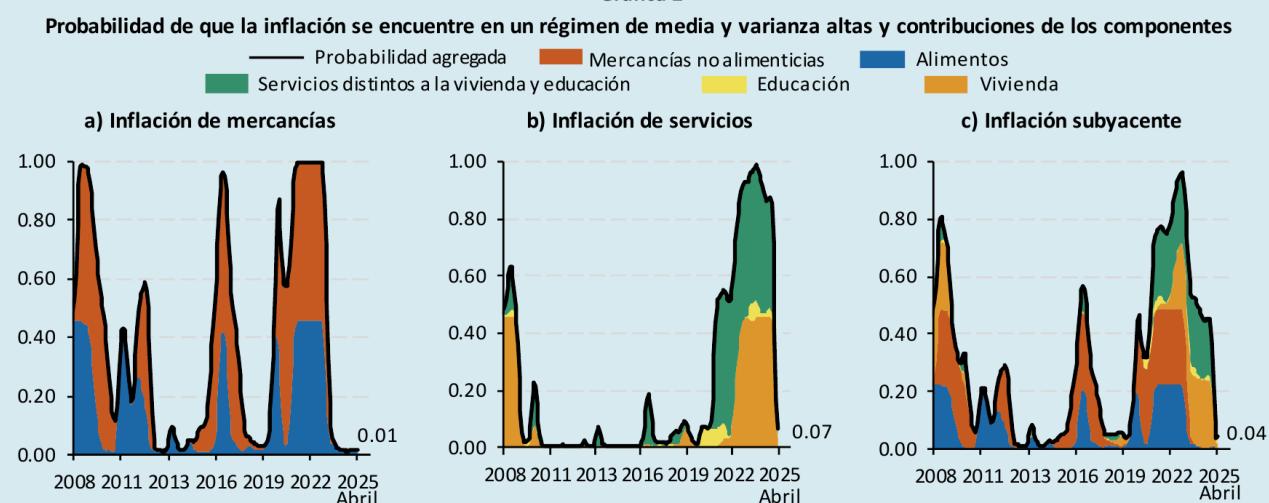
La Gráfica 2 muestra la probabilidad de que la inflación de mercancías (panel a), la de servicios (panel b) y la subyacente (panel c) se encuentren en un régimen de media y varianza altas, así como la contribución de sus respectivos componentes.⁷ Como se muestra en la Gráfica 2a, las mercancías transitaron a un régimen de mayor inflación y volatilidad alrededor de junio de 2020, principalmente por el comportamiento de las mercancías no alimenticias y en respuesta a los efectos de la pandemia. Por su parte, los servicios transitaron a dicho régimen aproximadamente un año después, en julio de 2021 (panel b), inicialmente debido a una mayor contribución de los servicios distintos a la vivienda y a la educación, y, posteriormente, como resultado del efecto conjunto de todos sus componentes. En consecuencia, estos movimientos llevaron a que la inflación subyacente transitara a un régimen de media y varianza altas alrededor de mayo de 2021 (panel c).

A mediados de 2023, las mercancías salieron del régimen de media y varianza altas y, por ende, transitaron a un régimen de media y varianza bajas (panel a), como resultado de una caída en las contribuciones tanto de los alimentos como de las mercancías no alimenticias. Desde entonces, la probabilidad de que las mercancías se encuentren en un régimen de media y varianza altas se ha mantenido cercana a cero (con valores menores a

0.057 desde octubre de 2023), lo que ha contribuido a reducir la probabilidad estimada de que la inflación subyacente se ubique en dicho régimen durante este periodo. Sin embargo, al mismo tiempo, los servicios generaron presiones al alza en la probabilidad de que la subyacente se encontrara en un régimen de media y varianza altas, impulsadas principalmente por los componentes de vivienda y de servicios distintos a la vivienda y la educación (panel b). Como resultado, la probabilidad estimada de que la inflación subyacente se encontrara en el régimen de media y varianza altas se mantuvo elevada hasta finales de 2024 (panel c).

A partir de diciembre de 2024 se observó una caída de consideración en la contribución de los componentes de vivienda y de servicios distintos a la vivienda y a la educación a la probabilidad estimada de que la inflación de servicios se encontrara en un régimen de media y varianza altas. En abril de 2025, la probabilidad de la inflación de servicios se ubicó en 0.067. Esta dinámica, aunada a la baja probabilidad estimada de las mercancías (0.015 en abril de 2025), derivó en que la probabilidad estimada de que la inflación subyacente se ubicara en dicho régimen descendiera hasta niveles cercanos a 0.042 en abril de 2025.

Gráfica 2



Fuente: Estimaciones de Banco de México usando el modelo presentado en la sección 2.

⁷ Existe un alto grado de concordancia entre las estimaciones directas, obtenidas al aplicar la metodología directamente al índice de precios para calcular la probabilidad de pertenecer a un régimen, y las estimaciones ponderadas presentadas en este Recuadro, que agregan las probabilidades de los componentes para obtener una probabilidad agregada. Por ejemplo,

probabilidad ponderada de que la inflación subyacente se encuentre en determinado régimen es similar a la estimada de manera directa, con una correlación superior al 90 por ciento.

4. Consideraciones finales

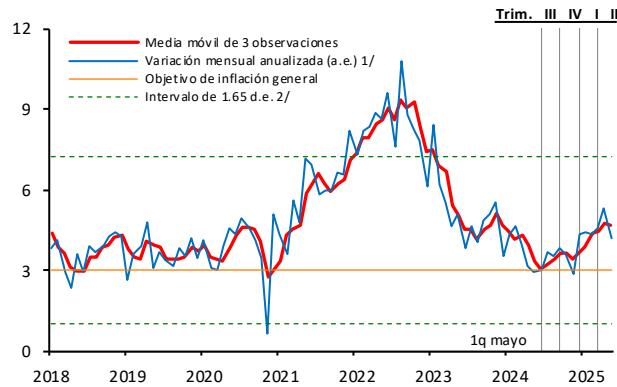
Este Recuadro estima un modelo de cambio de régimen con cadenas de Márkov para los componentes de la inflación subyacente, en el que tanto la media como la varianza de la inflación mensual varían de manera endógena. Los resultados indican que la probabilidad de que la inflación subyacente se ubique en un régimen de media y varianza altas ha disminuido de forma sostenida en los meses recientes. Este comportamiento ha sido consecuencia del desvanecimiento de los choques derivados de la pandemia y del conflicto en Ucrania, así como resultado de la postura monetaria implementada. Dicho desvanecimiento comenzó con la transición de la inflación de mercancías a un régimen inflacionario caracterizado por menores niveles y mayor estabilidad, y se extendió posteriormente a los servicios, cuyos efectos se han manifestado por un periodo más prolongado. La evidencia presentada en este Recuadro sugiere que el desvanecimiento de los choques globales se ha generalizado entre los principales subíndices de la inflación subyacente y que el episodio inflacionario se está dejando atrás.

5. Referencias

- Baumeister, C., Leiva-León, D., y Sims, E. (2024). "Tracking weekly state-level economic conditions". *Review of Economics and Statistics*, 106(2), 483-504.
- Borio, C. E., Lombardi, M., Yetman, J., y Zakrajšek, E. (2023). "The two-regime view of inflation". *BIS, Bank for International Settlements*.
- Hamilton, J. D. (1989). "A new approach to the economic analysis of nonstationary time series and the business cycle". *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 357-384.
- Kim, C. J., y Nelson, C. R. (2017). "State-space Models with Regime Switching: Classical and Gibbs-sampling approaches with applications". *MIT press*.
- Le Bihan, H., Leiva-León, D., y Pacce, M. (2024). "Underlying inflation and asymmetric risks". *Review of Economics and Statistics*, 1-45.

La tendencia de las variaciones mensuales de precios ajustadas por estacionalidad y anualizadas del índice subyacente (media móvil de tres observaciones) exhibió una trayectoria descendente hasta junio de 2024 cuando se situó en 3.04%. Posteriormente, dicha trayectoria ha sido en general al alza influida, principalmente, por el aumento en la inflación de las mercancías, el cual ha dominado sobre la disminución en la de los servicios (Gráfica 86). En su observación más reciente correspondiente a la primera quincena de mayo se ubicó en 4.70%. En cuanto a la proporción de la canasta del índice subyacente con variaciones mensuales de precios ajustadas por estacionalidad y anualizadas menores o iguales a 3%, esta se elevó en el primer trimestre de 2025 y registró 24% en su última lectura (Gráfica 87). En ese trimestre, el Indicador de Media Truncada para la inflación subyacente se mantuvo relativamente estable en niveles alrededor de 4.20% y alcanzó 4.32% en la primera quincena de mayo (Gráfica 88).¹⁹

Gráfica 86
Índice de precios subyacente
Variación mensual a.e.a. en por ciento



a.e.a./Cifras ajustadas estacionalmente y anualizadas.

1/ Para la última observación se utiliza la variación quincenal anualizada.

2/ El intervalo se calcula sumándole y restándole a la media de la variación mensual anualizada (a.e.a.) 1.65 veces su desviación estándar (d.e.) desde 2011, de modo que si las observaciones se distribuyeran acorde a una normal el 90% estaría dentro del intervalo.

Fuente: Desestacionalización por el Banco de México con información de INEGI.

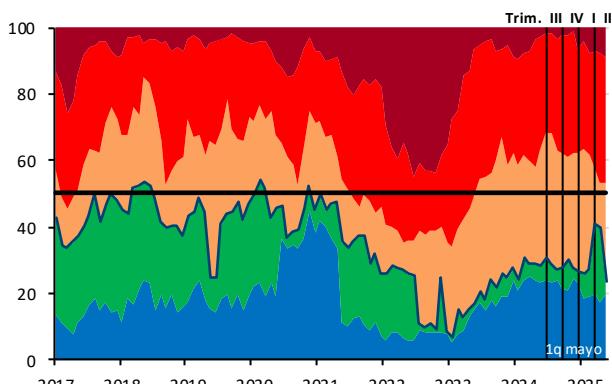
¹⁹ Ver nota al pie 17 sobre el cálculo de las medias truncadas. En el Recuadro 4 “Evolución de la media truncada y de las variaciones extremas de la inflación subyacente” del Informe Trimestral Octubre – Diciembre 2024, se presentó un análisis de la evolución de la inflación subyacente anual, de su media truncada y de la inflación de sus colas derecha e izquierda. La inflación de la cola derecha (construida con los índices de precios de los genéricos con variaciones mayores al percentil 90) se incrementó considerablemente durante 2021 y 2022 como resultado del efecto de los choques globales. Posteriormente, empezó a disminuir durante 2023, ubicándose desde finales de 2024 en niveles inferiores a los previos a la pandemia y no registrados desde 2016. La inflación de la cola izquierda (construida con los índices de precios de los genéricos con variaciones menores al 10%) se volvió más negativa

durante 2020 al inicio de la pandemia y posteriormente se incrementó entre 2021 y 2023 debido al efecto de los choques. Desde finales de 2023 la inflación de la cola izquierda se ha vuelto más negativa, situándose en los últimos meses en niveles menores a los previos a la pandemia. En el Recuadro se argumentó que parte de la desinflación reciente se ha dado en la importante reducción de la inflación de la cola derecha, que es en sí una señal significativa del desvanecimiento de las afectaciones, pero que no influye en el indicador de media truncada, precisamente porque excluye las variaciones extremas. Al mismo tiempo, las variaciones extremas a la baja siguen siendo relativamente escasas, lo que, por construcción, tampoco se aprecia en el indicador de media truncada.

Gráfica 87 Índice de precios subyacente

Porcentaje de la canasta según rangos de incremento mensual a.e.a. en por ciento^{1/}

- Menor a 2% ■ Mayor a 3 y hasta 5% ■ Mayor a 10%
- Entre 2 y 3% ■ Mayor a 5 y hasta 10% ■ Menor o igual a 3%



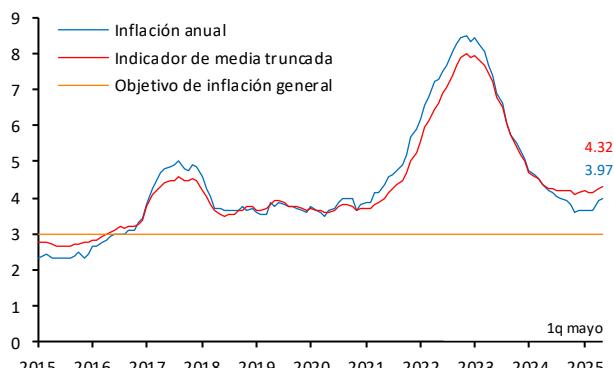
a.e.a./Cifras ajustadas estacionalmente y anualizadas.

1/ Media móvil de 3 meses.

Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 88 Índice de precios subyacente e indicador de media truncada

Variación anual en por ciento



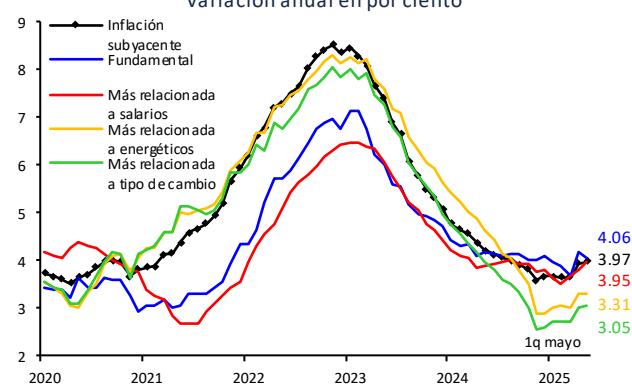
Fuente: Elaborado por el Banco de México con información de INEGI.

La inflación subyacente fundamental y el indicador más relacionado con salarios disminuyeron entre el cuarto trimestre de 2024 y el primer trimestre de 2025 (Gráfica 89). Este desempeño reflejó la reducción de la incidencia de la vivienda, cuya inflación descendió en ese lapso y que compensó el aumento de la incidencia de las mercancías. En la primera quincena de mayo, la inflación subyacente fundamental aumentó a 4.06% en tanto que el indicador más relacionado con salarios alcanzó 3.95% impulsados en ambos casos por la mayor incidencia

de las mercancías. Por su parte, los indicadores más relacionados con energéticos y con el tipo de cambio se mantuvieron en niveles bajos entre trimestres. El aumento que han presentado ha sido gradual debido a que, en estos casos, la disminución de la incidencia de la vivienda fue mayormente compensada por el incremento de la incidencia de las mercancías. En particular, los niveles de los indicadores más relacionados con energéticos y con el tipo de cambio se ubicaron en 3.31 y 3.05%, respectivamente, en la primera quincena de mayo.

Gráfica 89 Inflación subyacente, subyacente fundamental e indicadores más relacionados a choques de oferta^{1/}

Variación anual en por ciento

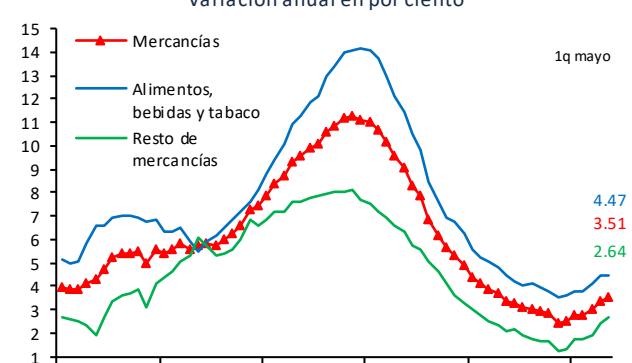


1/ Ver el Recuadro 3 del Informe Trimestral Octubre – Diciembre 2019, "Indicadores de Inflación más Relacionados a Factores de Oferta".

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

Gráfica 90 Índice de precios de mercancías

Variación anual en por ciento



Fuente: INEGI.

La inflación anual de las mercancías aumentó de 2.56 a 2.82% entre el cuarto trimestre de 2024 y el primer trimestre de 2025 y se situó en 3.51% en la primera quincena de mayo (Gráfica 90). El incremento reflejó aumentos tanto en la inflación de las mercancías alimenticias como en la de las no alimenticias. Estos podrían estar relacionados con cierta reversión al alza de estos indicadores después de los bajos niveles que han presentado por varios meses, así como con el comportamiento del tipo de cambio. Los niveles de la inflación de las mercancías y los de sus componentes continúan siendo menores que sus promedios observados entre 2003 y 2019. En particular, la inflación anual de las mercancías alimenticias se elevó de 3.66 a 3.91% entre dichos trimestres y registró 4.47% en la primera quincena de mayo. Por su parte, la inflación anual de las mercancías no alimenticias aumentó de 1.38 a 1.78% y a 2.64% en igual comparación.

En el primer trimestre de 2025, la tendencia de las variaciones mensuales de precios ajustadas por estacionalidad y anualizadas de las mercancías totales (media móvil de tres observaciones) aumentó desde los niveles bajos registrados en el trimestre previo. En mayor perspectiva, este indicador se situó debajo de 3% entre marzo y diciembre de 2024. En la primera quincena de mayo de 2025 registró 5.22% (Gráfica 91). La tendencia correspondiente a las mercancías alimenticias continuó exhibiendo una trayectoria al alza en el primer trimestre de 2025 y se situó en 5.74% en la primera quincena de mayo. A su vez, en dicho trimestre la tendencia para las mercancías no alimenticias también aumentó desde los niveles notablemente bajos que alcanzó a finales de 2024 y se situó en su observación más reciente en 4.73%. Por su parte, la proporción de la canasta con variaciones mensuales de precios menores o iguales a 3% de las mercancías totales se redujo en lo que va de 2025 respecto de la observada en el cuarto trimestre de 2024, en congruencia con el aumento

que ha presentado la inflación de las mercancías. En su lectura más reciente, dicha proporción se situó en 36% (Gráfica 92). En el caso de las mercancías alimenticias, tal proporción exhibió volatilidad en el periodo que se reporta, si bien en niveles promedio mayores a los del trimestre anterior. Para las mercancías no alimenticias, la proporción de la canasta con variaciones menores o iguales a 3% descendió significativamente en el primer trimestre de 2025 y se ubicó en niveles cercanos a 40% en su registro más reciente.

Entre el cuarto trimestre de 2024 y el primer trimestre de 2025, la inflación anual de los servicios continuó reduciéndose al pasar de 4.94 a 4.56%. En la primera quincena de mayo registró 4.49% (Gráfica 93). En su interior, la inflación de sus principales componentes siguió presentando una tendencia a la baja. La reducción más notoria se observó en la inflación del rubro de los servicios distintos a vivienda y educación que descendió de 5.78 a 5.25% entre dichos trimestres. Esta estuvo apoyada en las menores variaciones anuales de los precios de los servicios de entretenimiento, turísticos y de transporte (Gráfica 94). En abril, se situó en 5.31% ante la mayor variación anual de los precios de los servicios turísticos, influída por un efecto calendario debido a que la celebración de la Semana Santa ocurrió este año en abril y el año pasado en marzo. En la primera quincena de mayo, la inflación del rubro de los servicios distintos a vivienda y educación registró 5.26%. Por su parte, la inflación de la vivienda se redujo de 3.98 a 3.75% en igual lapso trimestral y a 3.53% en la primera quincena de mayo, de tal forma que continuó ubicándose debajo del 4.01% que registró en diciembre de 2024. A su vez, la inflación de la educación pasó de 5.79 a 5.72% entre los trimestres referidos. Si bien este indicador presentó cierto aumento al situarse en 5.85% en la primera quincena de mayo, sus niveles son menores a los observados en la mayor parte de 2024.

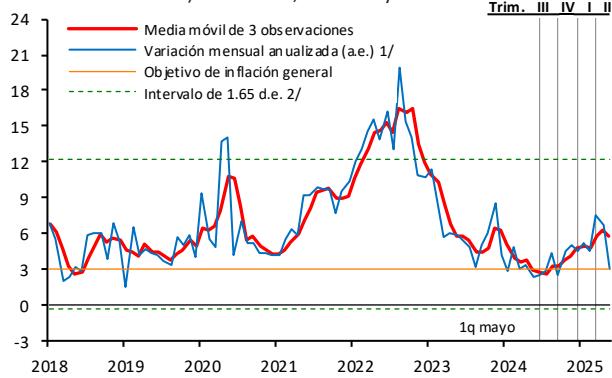
Gráfica 91**Índice de precios de mercancías**

Variación mensual a.e.a. en por ciento

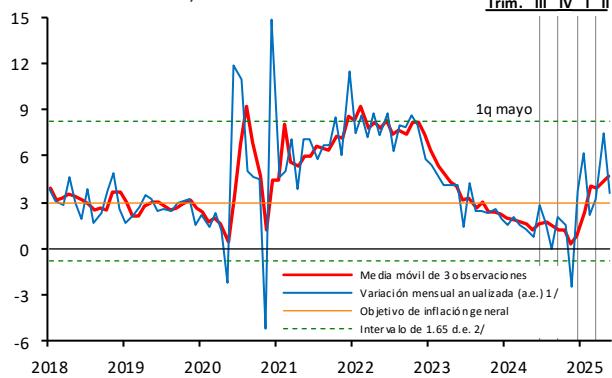
a) Mercancías totales



b) Alimentos, bebidas y tabaco



c) Mercancías no alimenticias



a.e.a./Cifras ajustadas estacionalmente y anualizadas.

1/ Para la última observación se utiliza la variación quincenal anualizada.

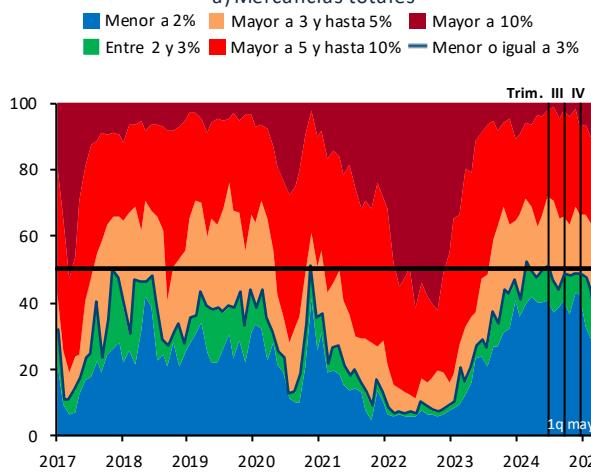
2/ El intervalo se calcula sumándole y restándole a la media de la variación mensual anualizada (a.e.a.) 1.65 veces su desviación estándar (d.e.) desde 2011, de modo que si las observaciones se distribuyeran acorde a una normal el 90% estaría dentro del intervalo.

Gráfica 92**Índice de precios de mercancías**

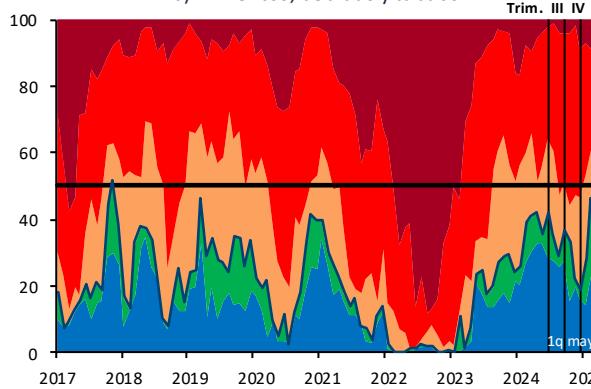
Porcentaje de la canasta según rangos de incremento

mensual a.e.a. en por ciento^{1/}

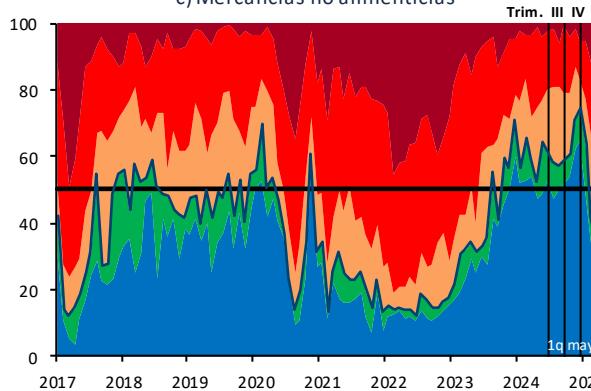
a) Mercancías totales



b) Alimentos, bebidas y tabaco



c) Mercancías no alimenticias



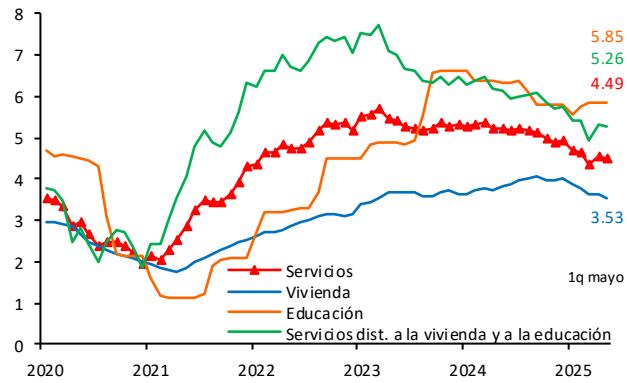
a.e.a./Cifras ajustadas estacionalmente y anualizadas.

1/ Media móvil de 3 meses.

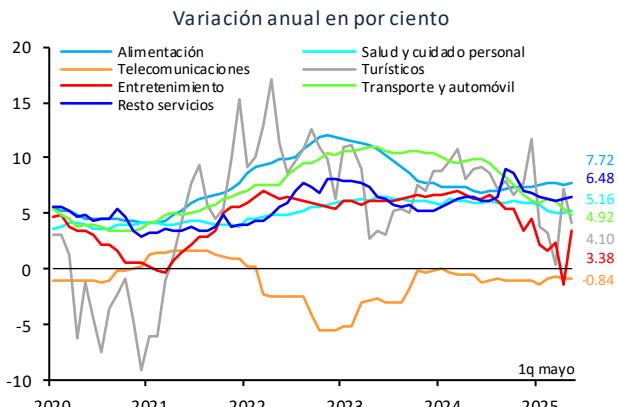
Fuente: Banco de México e INEGI.

La tendencia de las variaciones mensuales de precios ajustadas por estacionalidad y anualizadas de los servicios (media móvil de tres observaciones) continuó exhibiendo, en general, una trayectoria a la baja en lo que va de 2025, de tal forma que en su observación más reciente se situó cerca de 4% (Gráfica 95). A su vez, la proporción de la canasta de servicios con variaciones mensuales de precios ajustadas por estacionalidad y anualizadas menor o igual a 3% se elevó notablemente en el primer trimestre de 2025 (Gráfica 96). Ello se debió al comportamiento del rubro de vivienda, el cual tiene una elevada ponderación y ha venido presentando durante 2025 menores presiones inflacionarias. En la canasta de los servicios distintos a educación y vivienda, la proporción de genéricos con variaciones de precio menores o iguales a 3% aumentó en el trimestre de referencia y se ubicó en 25% en la primera quincena de mayo (Gráfica 97).

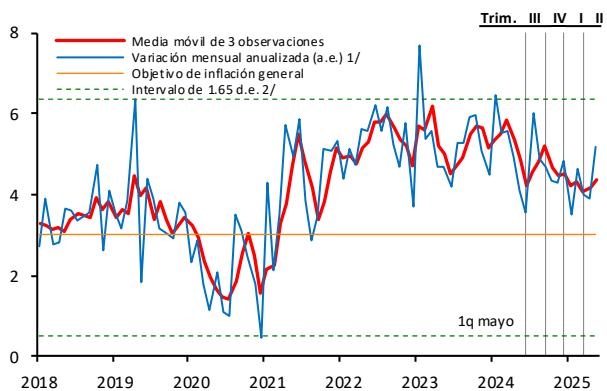
Gráfica 93
Índice de precios de servicios
Variación anual en por ciento



Gráfica 94
Servicios distintos a la vivienda y a la educación



Gráfica 95
Índice de precios de servicios
Variación mensual a.e.a. en por ciento



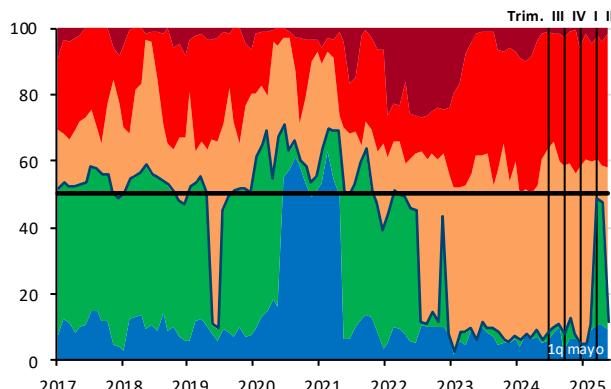
Fuente: Desestacionalización por el Banco de México con información de INEGI.

Gráfica 96**Índice de precios de servicios**

Porcentaje de la canasta según rangos de incremento

mensual a.e.a. en por ciento^{1/}

- Menor a 2% Mayor a 3 y hasta 5% Mayor a 10%
- Entre 2 y 3% Mayor a 5 y hasta 10% Menor o igual a 3%



a.e.a./Cifras ajustadas estacionalmente y anualizadas.

1/ Media móvil de 3 meses.

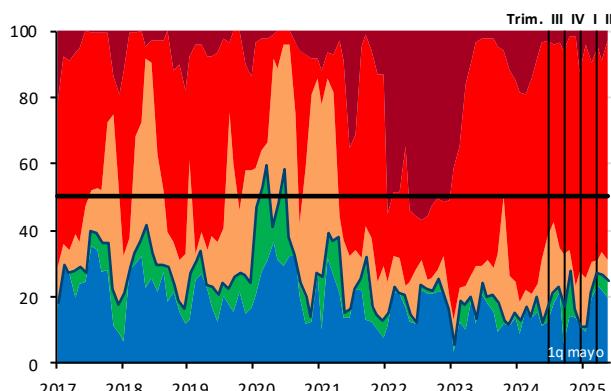
Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 97**Índice de precios de serv. dist. a la viv. y a la edu.**

Porcentaje de la canasta según rangos de incremento

mensual a.e.a. en por ciento^{1/}

- Menor a 2% Mayor a 3 y hasta 5% Mayor a 10%
- Entre 2 y 3% Mayor a 5 y hasta 10% Menor o igual a 3%



a.e.a./Cifras ajustadas estacionalmente y anualizadas.

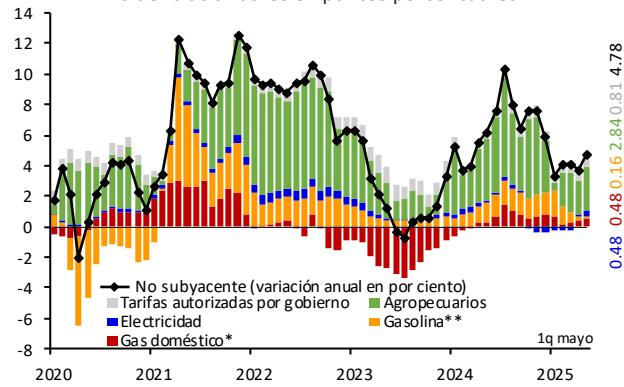
1/ Media móvil de 3 meses.

Fuente: Banco de México e INEGI.

4.1.2. La inflación no subyacente

La inflación no subyacente anual se redujo de 7.07 a 3.86% entre el cuarto trimestre de 2024 y el primer trimestre de 2025 (Gráfica 98). Su disminución entre trimestres reflejó, principalmente, que los efectos de los choques de oferta que elevaron los precios de algunas frutas y verduras se desvanecieron hacia finales de 2024 y más claramente en el primer trimestre de 2025. En menor medida, el desempeño

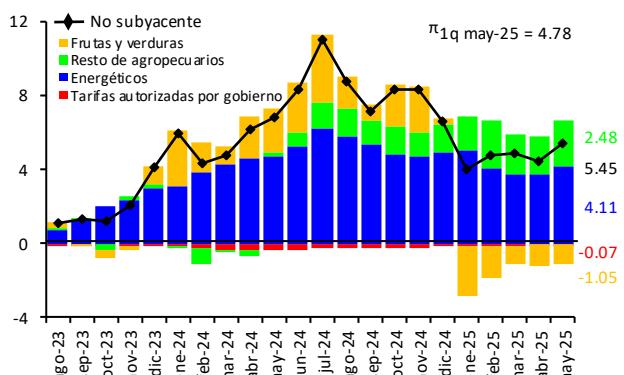
trimestral de la inflación no subyacente también estuvo determinado por la disminución de la inflación de los energéticos (Gráfica 99). Desde enero, la inflación no subyacente ha exhibido una gradual tendencia al alza influída, principalmente, por la mayor variación anual de los precios de los productos pecuarios. No obstante, los niveles que ha registrado la inflación no subyacente en lo que va de 2025 son notablemente menores a los observados en la mayor parte de 2024.

Gráfica 98**Índices de precios no subyacente**Incidencias anuales en puntos porcentuales^{1/}

1/ En ciertos casos la suma de los componentes puede registrar alguna discrepancia con el total por actualización de ponderadores y canasta o por efectos de redondeo.

* Incluye gas L. P. y gas natural. ** Incluye gasolina de alto y bajo octanaje.

Fuente: INEGI.

Gráfica 99**Cambio de incidencias en puntos porcentuales de la inflación**no subyacente anual respecto de julio de 2023^{1/}

1/ La variación anual de julio de 2023 fue -0.67% y es la mínima desde abril de 2020 cuando se situó en -1.96%. En ciertos casos la suma de los componentes puede registrar alguna discrepancia con el total por actualización de ponderadores y canasta o por efectos de redondeo.

Fuente: INEGI.

La inflación anual de los agropecuarios descendió de 9.38 a 3.06% entre el cuarto trimestre de 2024 y el primer trimestre de 2025, mientras que en la primera quincena de mayo se ubicó en 5.79% (Gráfica 100). En su interior, la inflación de las frutas y verduras disminuyó de 12.76 a -5.29% entre dichos trimestres. En la primera quincena de mayo continuó registrando niveles negativos y se situó en -1.22% (Gráfica 101). Por su parte, la inflación de los pecuarios se elevó de 5.86 a 9.03% en la misma comparación trimestral. Ello reflejó, principalmente, las mayores variaciones anuales de los precios de la carne de res y de pollo relacionadas en parte con el comportamiento de sus referencias internacionales. En la primera quincena de mayo, la inflación de los pecuarios se ubicó en 10.25%.

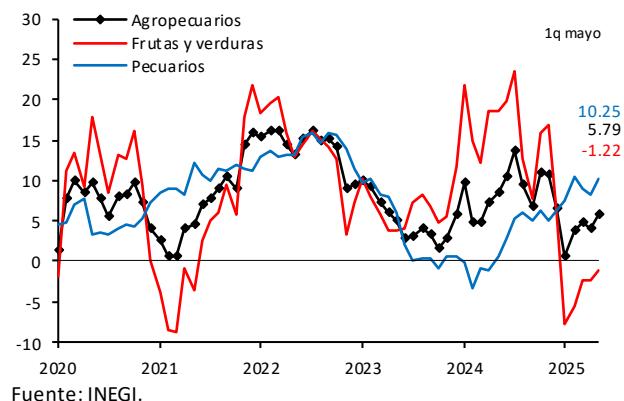
La inflación anual de los energéticos disminuyó de 5.36 a 4.25% entre el cuarto trimestre de 2024 y el primer trimestre de 2025 y registró 3.18% en la primera quincena de mayo (Gráfica 102). Su comportamiento trimestral estuvo determinado, principalmente, por la reducción de la variación anual del precio del gas L.P. En la misma comparación, esta pasó de 11.21 a 5.31 y a 6.07% reflejo, en su mayoría, de la evolución de su referencia internacional. El desempeño de la inflación de los energéticos entre trimestres también fue resultado, si bien en menor medida, de la disminución de 5.98 a 5.17% en la variación anual del precio de la gasolina. En la primera quincena de mayo, esta se redujo hasta 0.60%.

La variación anual de las tarifas de electricidad aumentó de 3.12 a 4.76% entre el cuarto trimestre de 2024 y el primer trimestre de 2025 y registró 9.92% en la primera quincena de mayo. Dicho comportamiento al alza se debió, principalmente, a la mayor contribución anual de las tarifas domésticas de alto consumo (DAC), las cuales se elevaron ante el incremento en los costos de los combustibles utilizados para generar energía eléctrica. En menor medida, el aumento en la variación anual de las tarifas de electricidad también reflejó el incremento en la contribución anual de las tarifas ordinarias de electricidad. En su determinación se utiliza la

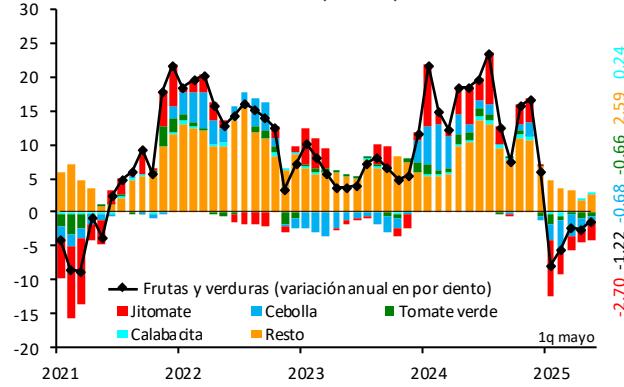
inflación general anual de noviembre del año previo y esta se elevó entre noviembre de 2023 y noviembre de 2024.

Entre el cuarto trimestre de 2024 y el primer trimestre de 2025, la inflación anual de las tarifas autorizadas por el gobierno aumentó de 3.91 a 4.10%. Este resultado estuvo influido, principalmente, por el incremento en la variación anual de la tarifa del autobús urbano y del transporte colectivo. En la primera quincena de mayo, la variación anual de las tarifas autorizadas por el gobierno registró 4.44%.

Gráfica 100
Índice de precios de agropecuarios
Variación anual en por ciento



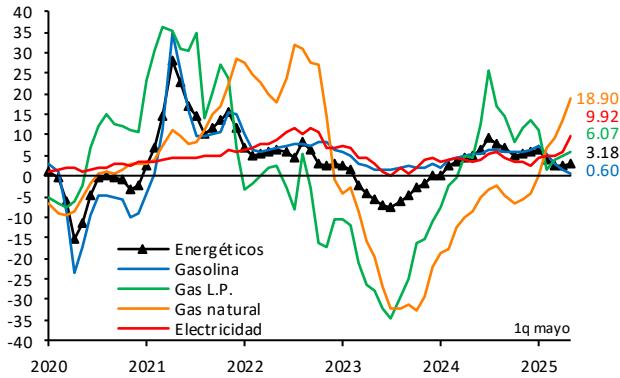
Gráfica 101
Índices de precios de frutas y verduras
Incidencias anuales en puntos porcentuales^{1/}



1/ En ciertos casos la suma de los componentes puede registrar alguna discrepancia con el total por actualización de ponderadores y canasta o por efectos de redondeo.

Fuente: INEGI.

Gráfica 102
Índices de precios de energéticos seleccionados
 Variación anual en por ciento



Fuente: INEGI.

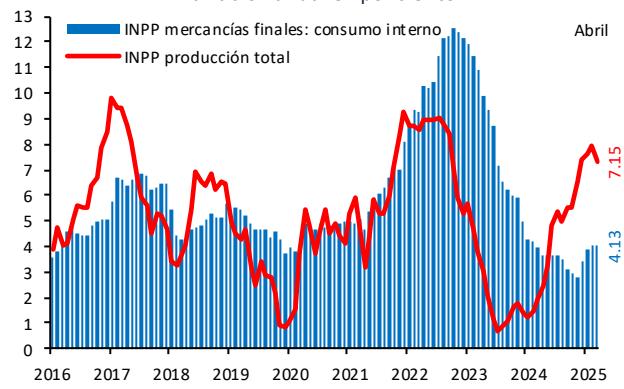
4.2. Índice Nacional de Precios Productor

En lo que concierne al Índice Nacional de Precios Productor (INPP) de producción total excluyendo petróleo, su variación anual promedio subió de 6.49% en el cuarto trimestre de 2024 a 7.63% en el primer trimestre de 2025, ubicándose en 7.15% en abril de este año. En el interior de este indicador, la variación anual promedio del componente de mercancías y servicios finales aumentó entre los trimestres mencionados, al pasar de 6.38 a 7.13%, situándose en 7.15% en el tercer mes de este año. En lo que se refiere al subíndice de mercancías y servicios de exportación, su variación anual promedio se incrementó de 10.00 a 12.08% en los trimestres referidos, y registró una variación anual de 12.04% en

abril. El subíndice de precios de bienes y servicios intermedios mostró un alza en su tasa de variación anual promedio de 6.78 a 8.96% durante el mismo periodo trimestral, para ubicarse en 7.15% en abril.

La variación anual del subíndice de precios al productor de bienes finales para consumo interno aumentó entre los trimestres mencionados, al pasar de 3.04 a 3.98%, al tiempo que en abril se ubicó en 4.13% (Gráfica 103). Este subíndice es de particular relevancia pues es el que tiene un mayor poder predictivo sobre la evolución de los precios de las mercancías al consumidor incluidas en el subíndice subyacente.

Gráfica 103
Índice Nacional de Precios Productor^{1/}
 Variación anual en por ciento



1/ Índice Nacional de Precios Productor Total, excluyendo petróleo.

Fuente: INEGI y Banco de México.

5. Política monetaria

En el Programa Monetario para 2025, publicado en enero del presente año, la Junta de Gobierno señaló que preveía continuar con el ciclo de recortes en la tasa de referencia ante la clara mejoría del panorama inflacionario. Apuntó que, si bien la tarea del Instituto Central no había concluido, el combate a la inflación había entrado en una nueva etapa, en la cual se buscaría que esta disminuyera de los menores niveles que ya presenta a la meta de 3%. En efecto, hizo notar cómo distintos indicadores del comportamiento de la inflación apuntaban a la resolución del reciente episodio inflacionario. Señaló que niveles menores de la tasa de referencia a los que demandó dicho episodio eran congruentes con los desafíos de esta nueva etapa. Así, la Junta anunció que valoraría llevar a cabo una calibración de la postura monetaria en las primeras reuniones del año para adecuarla a los retos que se enfrentaban.

En el contexto de esta nueva etapa en el combate a la inflación y de la pertinencia de calibrar el nivel de restricción monetaria, la Junta de Gobierno redujo la tasa de referencia en 50 puntos base en cada una de las tres reuniones que ha tenido en el año, llevándola de 10.00%, nivel en el cual cerró en 2024, a 8.50% en mayo de 2025.

En mayor detalle, en febrero la Junta de Gobierno inició con el proceso de calibración en la postura monetaria, misma que continuó en las decisiones de marzo y mayo. En estas reuniones, destacó los niveles notablemente más bajos que la inflación general había exhibido en comparación con el reciente episodio inflacionario. A su vez, señaló que el componente subyacente registraba un nivel cercano a su promedio entre 2003 y 2019. Para la reunión de mayo, dicho componente acumulaba ocho meses consecutivos por debajo de 4%, aunque había aumentado en el margen, resultado de un incremento mayor al previsto en la inflación de las mercancías. En todas las decisiones, anticipó que la inflación general convergería a la meta en el tercer trimestre de 2026 y que el componente subyacente

llegaría a 3% en el segundo trimestre de ese año, aunque en la reunión mayo se incorporó una revisión al alza para el corto plazo. Asimismo, la Junta recalcó que el balance de riesgos para la inflación, si bien se mantenía sesgado al alza, había mejorado, resultado de que el episodio inflacionario derivado de los choques globales se había ido resolviendo. Reconoció que los cambios de política económica por parte de la nueva administración estadounidense habían añadido incertidumbre a las previsiones y que sus efectos podrían implicar presiones para la inflación en ambos lados del balance.

En las tres reuniones, la Junta destacó la debilidad de la actividad económica nacional y los importantes riesgos a la baja que enfrenta. Esto, en un entorno en el que los riesgos globales se incrementaron ante las tensiones comerciales, al tiempo que se observó un aumento notable en la incertidumbre y las perspectivas económicas globales se revisaron a la baja. Por su parte, el peso mexicano, si bien operó en un rango amplio, mantuvo un comportamiento ordenado e incluso se apreció entre la reunión de marzo y la de mayo. Al reiterar que era apropiado continuar con la calibración de la postura monetaria, la Junta puntualizó que esta valoración consideraba la evaluación del posible impacto de los cambios de las políticas comerciales en el nivel global. Tomando en cuenta el panorama inflacionario en su conjunto, y el grado de restricción monetaria prevaleciente, la Junta de Gobierno redujo la tasa de referencia en 50 puntos base en cada una de las reuniones de febrero, marzo y mayo, para situarla en un nivel de 8.50%.

Hacia delante, la Junta de Gobierno estima que 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.

Entre diciembre 2024 y mayo 2025, la tasa real ex ante disminuyó de 6.14 a 4.79%. Ello, principalmente como resultado de las acciones de política monetaria anteriormente descritas (Gráficas 104 y 105). La media de las expectativas de inflación a 12 meses de los especialistas del sector privado disminuyó, al pasar de 3.86 a 3.71% en el mismo periodo, manteniéndose dentro del intervalo de variabilidad en torno al objetivo de inflación (Gráfica 106).

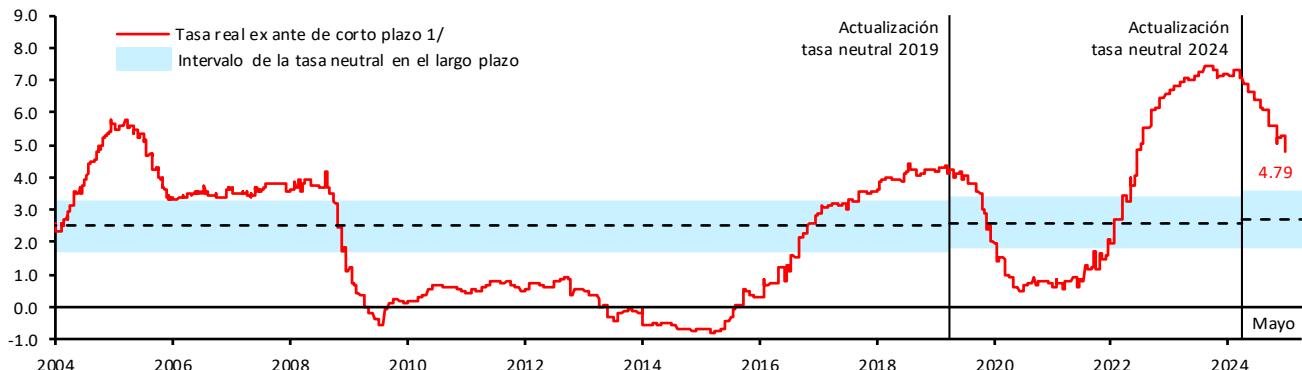
Gráfica 104
Objetivo para la tasa de interés interbancaria
a 1 día e inflación general^{1/}
Por ciento anual



1/ Hasta el 20 de enero de 2008 se muestra la tasa de interés interbancaria a 1 día. El último dato mensual de inflación corresponde a abril de 2025.

Fuente: Elaborado por el Banco de México con datos propios y del INEGI.

Gráfica 105
Tasa real ex ante de corto plazo e intervalo estimado para la tasa neutral real de corto plazo en el largo plazo
Por ciento anual

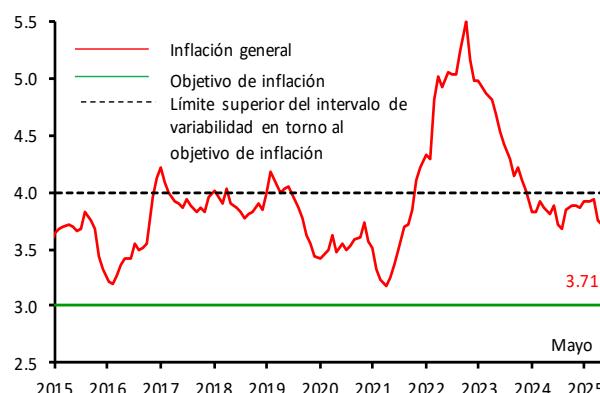


Nota: La línea punteada horizontal corresponde al punto medio del intervalo estimado para el nivel de la tasa neutral en el largo plazo en términos reales. Las líneas verticales indican las fechas de las actualizaciones a la estimación de la tasa real. El 28 de agosto de 2019 se actualizó de un intervalo de [1.7%, 3.3%] con un punto medio de 2.5% a un intervalo de [1.8%, 3.4%] con un punto medio de 2.6%. Asimismo, el 28 de agosto de 2024 se actualizó a un intervalo de [1.8%, 3.6%] con un punto medio de 2.7%.

1/ La tasa real ex ante de corto plazo se calcula como la diferencia entre el objetivo de la tasa de interés interbancaria a un día y la media de las expectativas de inflación a 12 meses extraídas de la Encuesta sobre las expectativas de los especialistas en economía del sector privado. Para el periodo anterior a 2008, la tasa real ex ante se calcula con la tasa de interés interbancaria a 1 día.

Fuente: Elaborado por el Banco de México.

Gráfica 106
Media de las expectativas de inflación a 12 meses
 Por ciento anual



Nota: Se muestra la inflación esperada en los próximos 12 meses durante el mes en que se recaba la encuesta. Así, la cifra para el mes de abril de 2025 se obtiene de la encuesta publicada el 2 de mayo de 2025. Por su parte, la cifra para el mes de mayo de 2025 se obtiene de esa misma encuesta y corresponde a la inflación esperada para mayo de 2026, sobre la que también se consulta.

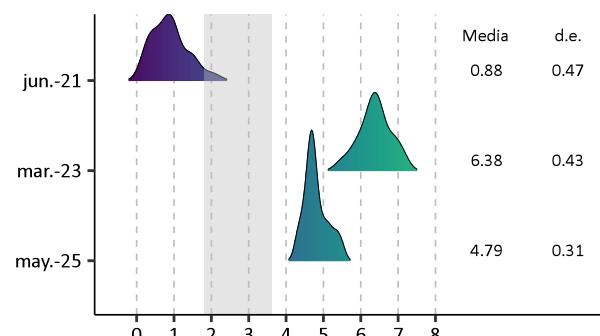
Fuente: Encuesta sobre las expectativas de los especialistas en economía del sector privado levantada por el Banco de México.

Considerando las acciones de política monetaria que se registraron en el periodo reportado, la tasa real ex ante permaneció en territorio restrictivo, pues se situó por encima del límite superior del intervalo estimado para la tasa de interés neutral. Además, tomando en cuenta la expectativa de inflación de cada uno de los especialistas encuestados por el Banco de México, se obtiene que la distribución resultante para la tasa real ex ante continúa localizándose en su totalidad por encima del límite superior de dicho intervalo. La distribución muestra una menor dispersión en comparación con lo que se observó a inicios de 2023, reflejo de una mejora en el panorama inflacionario que se ha venido observando y que ha reducido la heterogeneidad entre las expectativas de inflación reportadas por los analistas (Gráfica 107).

La postura monetaria del Instituto Central ha contribuido a preservar el anclaje de las expectativas de inflación de mayor plazo, las cuales se mantuvieron estables, incluso durante el momento de mayor severidad del más reciente episodio inflacionario. En el periodo que cubre este Informe, dichas expectativas se mantuvieron estables, si bien se ubicaron en niveles por encima de la meta.

En particular, entre diciembre de 2024 y abril de 2025, la mediana de las expectativas de la inflación general para el largo plazo (promedio 5 a 8 años) se mantuvo en 3.60%, mientras que la mediana correspondiente al componente subyacente pasó de 3.50 a 3.54%. Por su parte, la mediana de las expectativas de inflación general para el promedio de los próximos 4 años se revisó ligeramente a la baja de 3.72 a 3.70%, mientras que la del componente subyacente aumentó de 3.60 a 3.66% (Gráfica 108).²⁰

Gráfica 107
Distribuciones de la tasa real ex ante de corto plazo^{1/}
 Por ciento anual



Nota: d.e. se refiere a la desviación estándar.

1/ Para las distribuciones de junio de 2021 y marzo de 2023 se muestra el cálculo usando la inflación esperada en los próximos 12 meses durante el mes en que se recaba la encuesta. Por su parte, para la distribución de mayo de 2025, el cálculo se obtiene usando la cifra oportuna de la inflación esperada para mayo de 2026 de la encuesta publicada el 2 de mayo de 2025. El área sombreada corresponde al intervalo estimado para la tasa neutral de corto plazo en el largo plazo, el cual es de [1.8%, 3.6%].

Fuente: Elaborado por el Banco de México.

²⁰ La mediana de las expectativas de inflación general de largo plazo de la encuesta Citi México (promedio para los siguientes 2 a 6 años) se

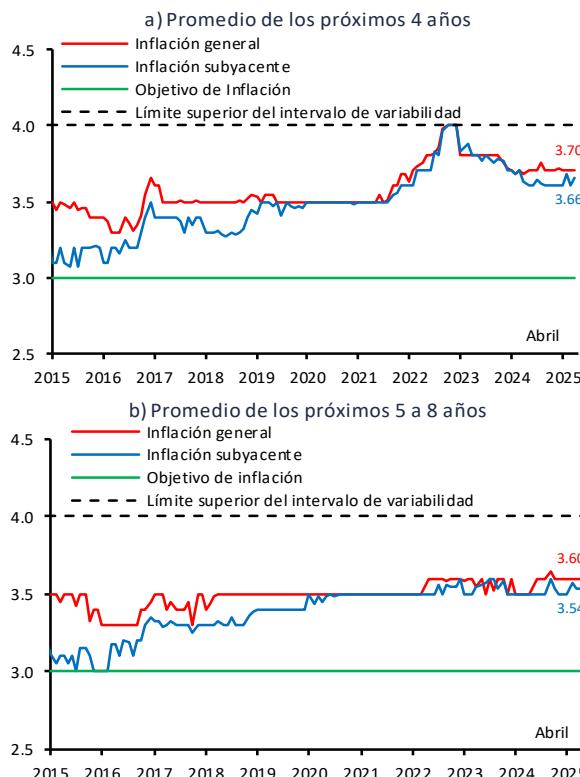
mantuvo en 3.70% entre las encuestas del 18 de diciembre de 2024 y la del 20 de mayo de 2025.

La mediana de las expectativas de inflación general para el cierre de 2025 permaneció en 3.80%. Por su parte, la mediana correspondiente al componente subyacente aumentó de 3.72 a 3.90%.²¹ Para el cierre de 2026, la mediana de las expectativas de inflación general se incrementó de 3.70 a 3.74%, mientras que la correspondiente al componente subyacente pasó de 3.60 a 3.64% (Gráfica 109).²²

Gráfica 108

Medianas de las expectativas de inflación de mediano y largo plazos

Por ciento anual



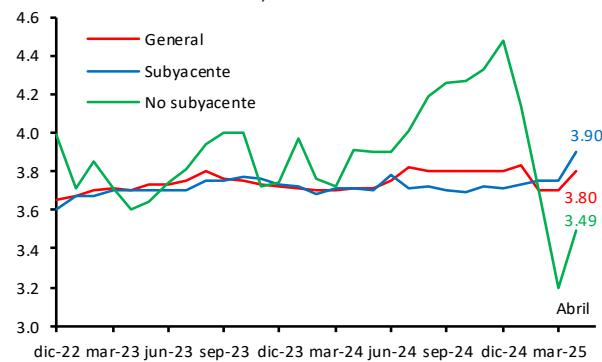
Fuente: Encuesta sobre las expectativas de los especialistas en economía del sector privado. La última observación reportada corresponde a la de la encuesta publicada el 2 de mayo de 2025.

Entre diciembre de 2024 y abril de 2025, la distribución de las expectativas de inflación general para el cierre de 2025 mantuvo la misma mediana en 3.80%, si bien redujo su dispersión. Por su parte, la distribución correspondiente al cierre de 2026 exhibió una mayor proporción de observaciones menores a 4.0% y su dispersión de mantuvo estable (Gráfica 110).

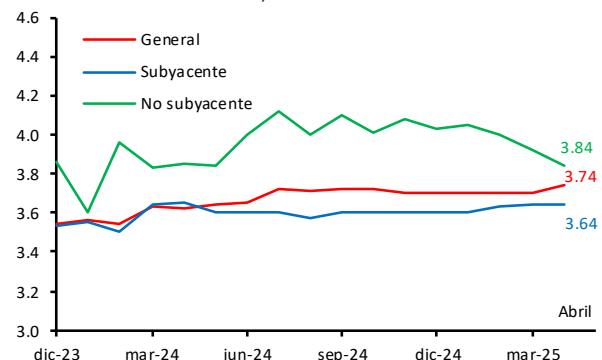
Gráfica 109

Medianas de las expectativas de inflación general, subyacente y no subyacente al cierre de 2025 y 2026

a) Cierre 2025



b) Cierre 2026



Nota: Para obtener la mediana de las expectativas de inflación no subyacente se calcula la expectativa implícita de cada analista que tenga un pronóstico tanto para inflación general como la subyacente.

Fuente: Encuesta sobre las expectativas de los especialistas en economía del sector privado. Los números reportados corresponden a la de la encuesta publicada el 2 de mayo de 2025.

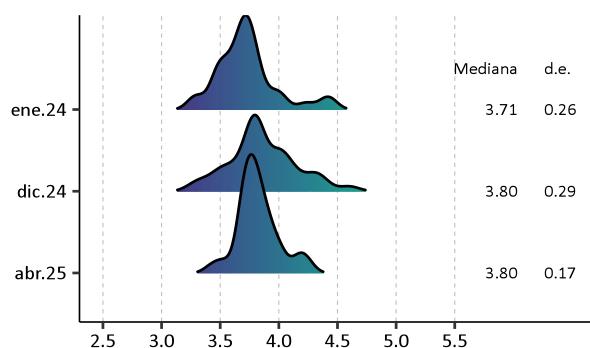
²¹ Las expectativas de inflación no subyacente se calculan de manera implícita para cada analista utilizando las expectativas de inflación general y subyacente. Posteriormente, se calcula la mediana de las expectativas de inflación no subyacente. Este cálculo solo se realiza para aquellos analistas que proporcionan un pronóstico tanto para la inflación general como para la subyacente. Dado que la muestra con la que se realiza esta estimación es potencialmente distinta a la de todos los analistas que contestaron, el cálculo de la mediana para las expectativas de la inflación general podría no coincidir con la

ponderación entre las medianas del componente subyacente y no subyacente.

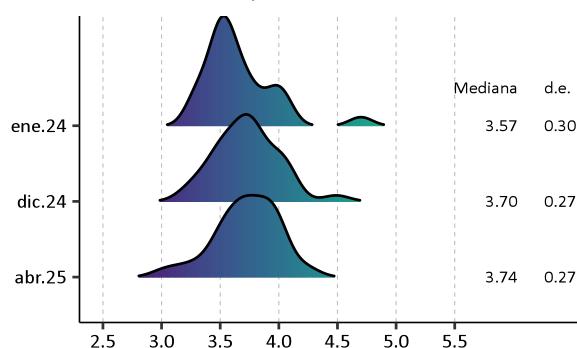
²² Entre las encuestas de Citi México del 18 de diciembre de 2024 y del 20 de mayo de 2025, la mediana de las expectativas de la inflación general para el cierre de 2025 disminuyó de 3.90 a 3.85%, mientras que la del componente subyacente pasó de 3.70 a 3.90%. Por su parte, en la encuesta Citi México del 20 de mayo de 2025, las medianas de las expectativas de inflación general y subyacente para el cierre de 2026 se ubicaron en 3.77 y 3.70%, respectivamente.

Gráfica 110**Distribución de las expectativas de inflación general**

Por ciento anual
a) Cierre 2025



b) Cierre 2026



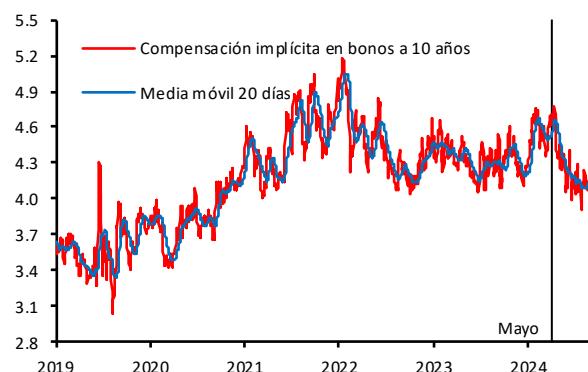
Nota: d.e. se refiere a la desviación estándar.

Fuente: Encuesta sobre las expectativas de los especialistas en economía del sector privado. Los números reportados corresponden a las encuestas publicadas el 1 de febrero de 2024, el 16 de diciembre de 2024 y el 2 de mayo de 2025.

Durante el periodo que se reporta, la compensación por inflación y riesgo inflacionario extraída de instrumentos de mercado disminuyó (Gráfica 111). Ello, como resultado de reducciones tanto en la prima por riesgo inflacionario como en las expectativas de inflación extraídas de instrumentos de mercado (Gráficas 112 y 113).²³

Gráfica 111**Compensación por inflación y riesgo inflacionario implícita en bonos**

Por ciento

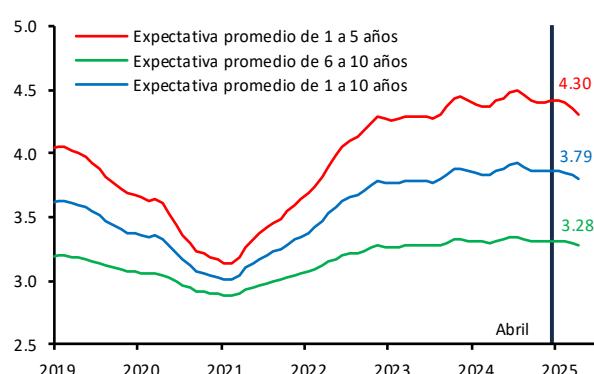


Nota: La compensación por inflación y riesgo inflacionario se calcula como la diferencia entre las tasas de interés nominal y real de largo plazo. La línea vertical corresponde al 31 de diciembre de 2024.

Fuente: Elaborado por el Banco de México con datos de Valmer y Proveedor Integral de Precios (PiP).

Gráfica 112**Estimación de las expectativas de inflación anual extraídas de instrumentos de mercado^{1/}**

Por ciento



Nota: La línea vertical corresponde a diciembre de 2024.

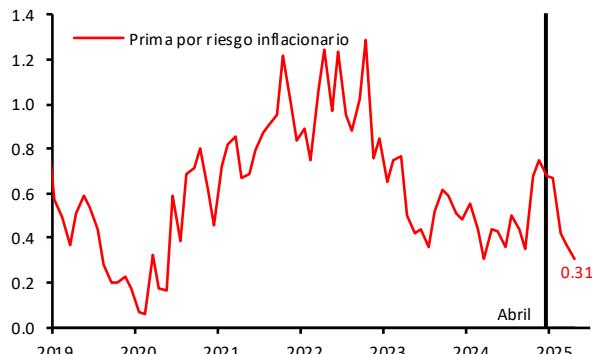
1/ La expectativa de inflación se calcula con base en un modelo afín usando datos de Bloomberg, Proveedor Integral de Precios (PiP) y Valmer, según proponen Aguilar, Elizondo y Roldán (2016).

Fuente: Elaborado por el Banco de México con datos de Bloomberg, Valmer y Proveedor Integral de Precios (PiP).

²³ Para una descripción de la estimación de las expectativas de inflación de largo plazo extraídas de instrumentos de mercado, ver el Recuadro “Descomposición de la Compensación por Inflación Esperada y Riesgo

Inflacionario” en el Informe Trimestral Octubre - Diciembre 2013. La estimación de la prima por riesgo inflacionario comienza en enero de 2005, debido a la disponibilidad de los datos de Uidibonos.

Gráfica 113
Estimación de la prima por riesgo
inflacionario a 10 años^{1/}
 Por ciento



Nota: La línea vertical corresponde a diciembre de 2024.

1/ La prima por riesgo inflacionario se calcula con base en un modelo afín usando datos de Bloomberg, Proveedor Integral de Precios (PiP) y Valmer, según proponen Aguilar, Elizondo y Roldán (2016).

Fuente: Elaborado por el Banco de México con datos de Bloomberg, Valmer y Proveedor Integral de Precios (PiP).

Entre diciembre de 2024 y abril de 2025, las expectativas de inflación general de las empresas para los próximos 12 meses que recaba el Banco de México desde febrero de 2020, a través de la Encuesta Mensual de Actividad Económica Regional (EMAE), disminuyeron.²⁴ Las expectativas calculadas con las distribuciones de probabilidad subjetivas pasaron de 5.00 a 4.71%, mientras que las expectativas puntuales se redujeron de 5.00 a 4.80% (Gráfica 114).

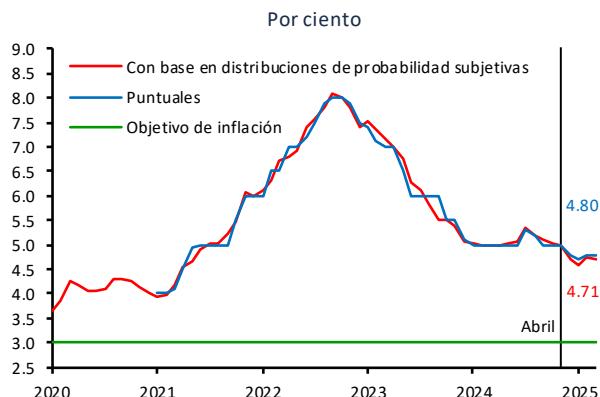
En enero de 2025, en los mercados financieros internacionales prevalecía la expectativa de una fuerte actividad económica en Estados Unidos respaldada por una sólida evolución del mercado laboral y tasas de desempleo menores a las anticipadas. En este contexto, analistas financieros esperaban una disminución más gradual de la

inflación en ese país y, en consecuencia, menores reducciones en la tasa de fondos federales por parte de la Reserva Federal, lo cual contribuyó a la fortaleza del dólar en los mercados internacionales a principios de año. Adicionalmente, los mercados financieros se beneficiaron por la expectativa de resiliencia económica y de información sobre la posible implementación de políticas orientadas a una menor regulación financiera en ese país. Sin embargo, entre febrero y abril, ante los anuncios sobre la imposición de aranceles por parte del gobierno de Estados Unidos, la incertidumbre se incrementó sustancialmente, reflejándose en un aumento en la volatilidad y la aversión al riesgo en los mercados accionarios. Después del anuncio del 2 de abril sobre la imposición de aranceles generalizados de magnitud considerable (los denominados recíprocos), los mercados internacionales operaron en un ambiente de elevada incertidumbre y con preocupación de que las medidas arancelarias impuestas causaran un menor dinamismo en la actividad económica estadounidense, lo que incrementó los temores de una posible recesión en ese país. Las bolsas de economías avanzadas registraron un comportamiento a la baja, con afectaciones más importantes en Estados Unidos y Japón. Dichos eventos de incertidumbre se revirtieron parcialmente cuando se acordaron pausas en la implementación de los aranceles, como sucedió en febrero para el caso de México y Canadá, o en abril con la suspensión temporal de los aranceles recíprocos a la mayoría de los socios comerciales de Estados Unidos. En mayo, como resultado del acuerdo por tres meses entre Estados Unidos y China de reducir los aranceles vigentes, los mercados financieros recobraron dinamismo motivados por una recuperación en el apetito por riesgo.

²⁴ La información correspondiente a las expectativas de inflación de las empresas se obtiene del módulo especial que se recaba mensualmente desde febrero de 2020 como parte de la Encuesta Mensual de Actividad Económica Regional (EMAE). En dicho módulo, se consulta a las empresas acerca de sus expectativas con respecto de la inflación para los siguientes 12 meses, medidas por la variación en el Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC). Ver Recuadro 3 “Las Expectativas de Inflación de las Empresas” en el Reporte sobre las Economías Regionales Julio - Septiembre de 2021. Las distribuciones

de probabilidad subjetivas se calculan con base en una pregunta en la cual las empresas reportan posibles escenarios de inflación (en algunos casos 3 y en otros 5), al igual que sus correspondientes probabilidades de ocurrencia. Las expectativas calculadas con dichas distribuciones que se presentan en la Gráfica 114 se estimaron como el promedio de las medianas de las expectativas de inflación de 3 y 5 escenarios. Las expectativas puntuales se recaban preguntando a las empresas directamente el valor que prevén que tome la inflación a 12 meses.

Gráfica 114
Medianas de las expectativas de inflación general a 12 meses de empresas



Nota: La línea vertical corresponde al mes de diciembre de 2024.

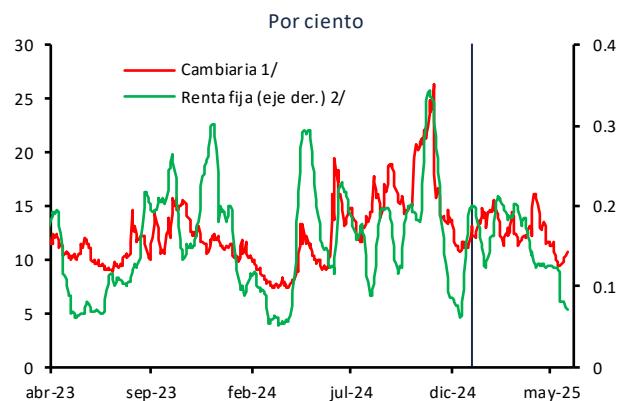
Fuente: Encuesta mensual de actividad económica regional levantada por el Banco de México.

Durante el periodo reportado en este Informe, los cambios en la política comercial de los Estados Unidos, así como en la de sus socios comerciales, propiciaron que los participantes de los mercados financieros revisaran en diversas ocasiones, tanto al alza como a la baja, la trayectoria esperada para la tasa de fondos federales de la Reserva Federal. En mayo, los mercados terminaron anticipando un nivel similar de dicha tasa para el cierre de 2025 de lo que esperaban en diciembre de 2024. En contraste, para el cierre de 2026, el nivel esperado en la tasa de fondos federal anticipado por el mercado fue menor a lo que se esperaba en diciembre. Al entorno de elevada incertidumbre, también contribuyó el desenvolvimiento de los conflictos geopolíticos en Ucrania y Medio Oriente.

En este contexto, los mercados financieros nacionales resintieron el entorno de creciente incertidumbre, manteniendo un comportamiento ordenado (Gráfica 115). En particular, el peso mexicano exhibió un rango amplio de operación, presentando repuntes de volatilidad alrededor de los días en los cuales se anunciaron las políticas arancelarias (Gráfica 116). Para todo el periodo en su conjunto, mostró una tendencia hacia la apreciación. Registró un nivel promedio de 20.33 pesos por dólar, después de cerrar el cuarto trimestre de 2024 en un

nivel de 20.78 pesos por dólar. Considerando la cotización diaria al cierre del mercado cambiario en días hábiles, la moneda nacional exhibió un nivel máximo en lo que va de 2025 de 20.85 pesos por dólar el 4 de marzo, cuando entraron en vigor los aranceles de 25% a productos importados de México y Canadá por parte de Estados Unidos (el máximo intradía fue de 21.33 pesos por dólar el 3 de febrero). En contraste, se observó un nivel mínimo del año en 19.22 pesos por dólar el 26 de mayo, después de que el mercado asimilara diversas noticias a lo largo de varias semanas. Entre ellas, la exención de los gravámenes a productos que se comercializan dentro de los lineamientos del T-MEC, la pausa de 90 días decretada por la administración estadounidense a la entrada en vigor de aranceles de la magnitud anunciada en abril a la mayoría de sus socios comerciales, un debilitamiento generalizado del dólar a nivel internacional y el acuerdo de tres meses entre Estados Unidos y China de reducir los aranceles vigentes (Gráficas 117 y 118). En cuanto a las expectativas del tipo de cambio para el cierre de 2025 y 2026 provenientes de encuestas, estas se apreciaron a lo largo de 2025 (Gráfica 119).

Gráfica 115
Volatilidad en los mercados financieros en México



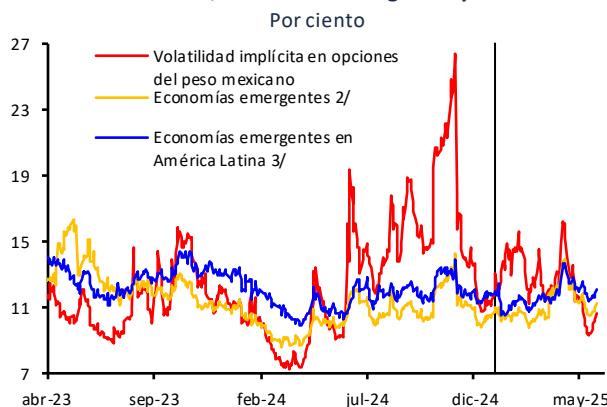
Nota: La línea vertical corresponde al 31 de diciembre de 2024.

1/ Se refiere a la volatilidad implícita de las opciones a un mes del peso mexicano.

2/ Se refiere a la desviación estándar con una ventana móvil de 30 días de las tasas de interés de 10 años en México.

Fuente: Elaborado por el Banco de México con datos de Bloomberg y Proveedor Integral de Precios (PiP).

Gráfica 116
Volatilidad implícita en mercados cambiarios en América Latina, economías emergentes y México^{1/}



Nota: La línea vertical corresponde al 31 de diciembre de 2024.

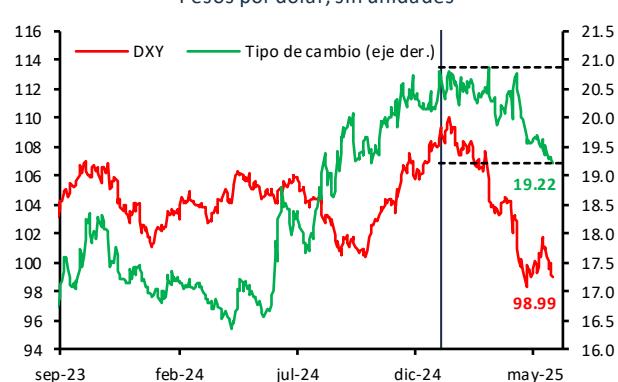
1/ La volatilidad implícita se refiere a opciones a 1 mes.

2/ Se refiere al promedio de opciones de tipo de cambio a 1 mes de Brasil, Chile, Colombia, India, México, Perú, Polonia, Sudáfrica y Turquía.

3/ Se refiere al promedio de opciones de tipo de cambio a 1 mes de Brasil, Chile, Colombia y Perú.

Fuente: Bloomberg.

Gráfica 117
Tipo de cambio nominal y DXY^{1/}



Nota: La línea vertical corresponde al 31 de diciembre de 2024.

Las líneas punteadas horizontales corresponden al valor mínimo (19.22) y máximo (20.85) del tipo de cambio en el periodo del 31 de diciembre de 2024 al 26 de mayo de 2025. Por su parte, los números en la gráfica corresponden a las últimas observaciones del tipo de cambio y del DXY de dicho periodo.

1/ La serie del tipo de cambio corresponde a los datos diarios del tipo de cambio FIX. Un incremento en el índice DXY representa una apreciación del dólar estadounidense.

Fuente: Elaborado por el Banco de México con datos de Bloomberg.

En un entorno de elevada incertidumbre y tensiones comerciales, el dólar estadounidense se ha depreciado de forma generalizada respecto de un

conjunto de monedas avanzadas (según la medición del DXY) a lo largo del periodo reportado. Ello ha favorecido el desempeño de varias monedas de economías emergentes en comparación con el registrado al cierre del 2024 (Gráfica 120). La debilidad del dólar también se ha reflejado en los tipos de cambio reales de ciertas economías, los cuales han presentado apreciaciones. En el caso de México, el tipo de cambio real ha permanecido relativamente estable a lo largo de 2025 (Gráfica 121).

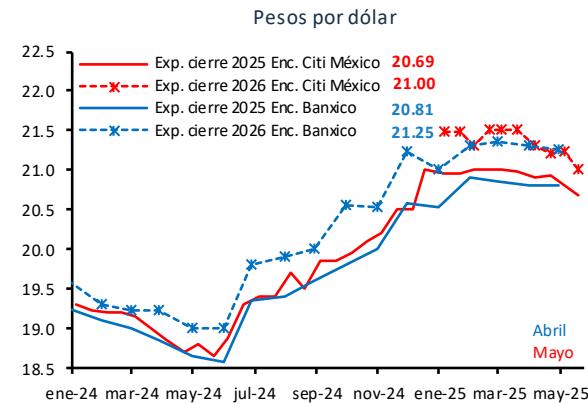
Gráfica 118
Tipo de cambio nominal histórico



Nota: El tipo de cambio es el dato diario del tipo de cambio FIX.

Fuente: Elaborado por el Banco de México.

Gráfica 119
Expectativas del tipo de cambio nominal^{1/}



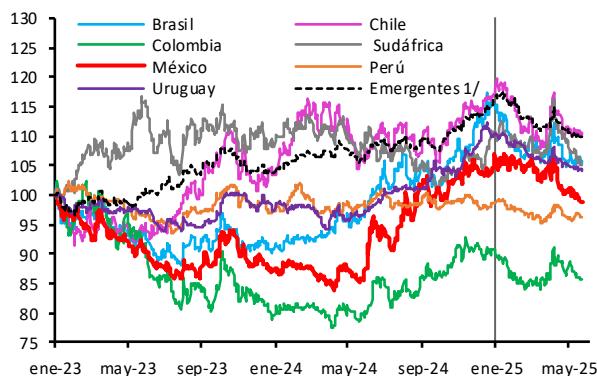
1/ Los números a la derecha de las leyendas representan las medianas de la Encuesta sobre las expectativas de los especialistas en economía del sector privado al mes de abril y publicada el 2 de mayo de 2025, y de la Encuesta Citi México del 20 de mayo de 2025, según corresponda.

Fuente: Encuesta sobre las expectativas de los especialistas en economía del sector privado levantada por Banco de México y Encuesta Citi México.

Gráfica 120

Tipo de cambio respecto del dólar

Índice 02/ene/2023=100



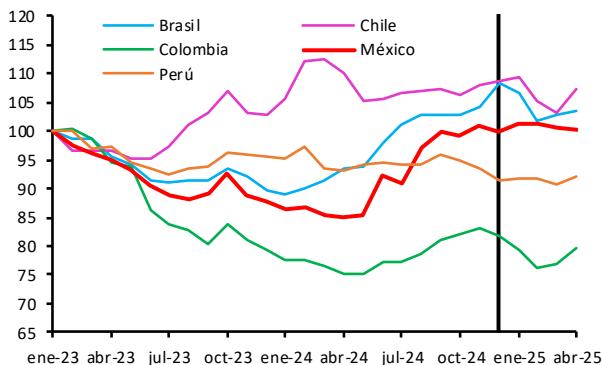
Nota: La línea vertical corresponde al 31 de diciembre de 2024.

1/ Se refiere al JP Morgan Emerging Market Currency Index (EMCI)

Fuente: Elaborado por el Banco de México con datos de Bloomberg.

Gráfica 121
Tipo de cambio real multilateral

Índice enero 2023=100



Nota: La línea vertical corresponde al 31 de diciembre de 2024.

El índice del tipo de cambio real multilateral se calcula como el promedio ponderado de los tipos de cambio reales bilaterales con cada uno de sus principales socios comerciales. La ponderación utilizada corresponde a la proporción del comercio exterior con cada socio comercial respecto del comercio total de la economía. El tipo de cambio real bilateral se calcula como el producto del tipo de cambio nominal entre dos países por la razón de sus índices de precios. Un aumento en el índice indica una depreciación de la moneda local, mientras que un descenso se refiere a una apreciación de la moneda.

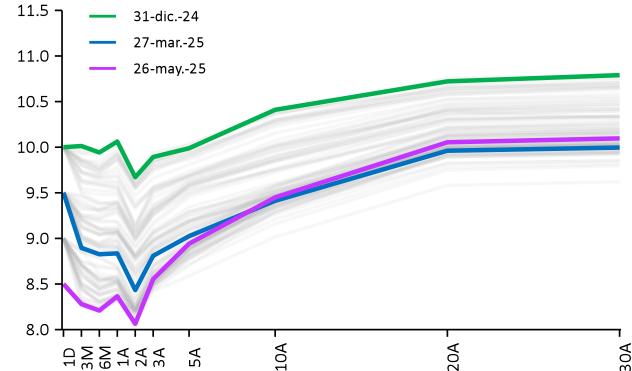
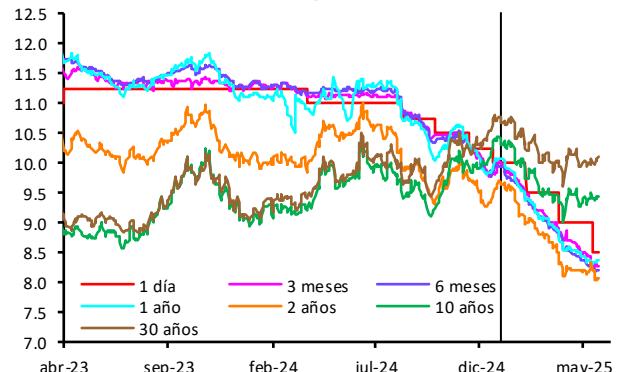
Fuente: Elaborado por el Banco de México con datos del Banco Internacional de Pagos (BIS).

En el mercado de renta fija nacional, las tasas de interés disminuyeron en todos sus plazos durante el periodo que cubre este Informe. En la parte corta de la curva de rendimientos, dicha reducción respondió principalmente a los recortes en la tasa de referencia por parte del Banco de México. En los segmentos medianos y largos, la expectativa de que este

Instituto Central continúe con el ciclo de recortes contribuyó a la reducción de las tasas de interés en estos plazos. Asimismo, las tasas de interés de largo plazo reflejaron la expectativa de un menor dinamismo en la actividad económica global, en línea con el comportamiento de los mercados financieros internacionales (Gráfica 122).

Gráfica 122
Mercado de renta fija en México

Por ciento

a) Curva de rendimientos de México^{1/}b) Tasas de interés de valores gubernamentales en México^{2/}

1/ Las líneas grises representan las curvas de rendimientos diarias desde el 31 de diciembre de 2024.

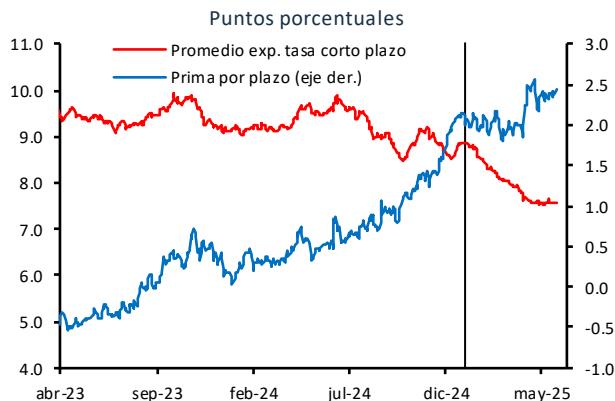
2/ La línea vertical corresponde al 31 de diciembre de 2024.

Fuente: Proveedor Integral de Precios (PiP).

Profundizando en lo anterior, los componentes estimados de la tasa de 10 años mostraron ajustes diferenciados. Por un lado, la prima por plazo se mantuvo en niveles elevados y registró movimientos al alza en abril. Por otro lado, la expectativa del promedio de la tasa de interés de corto plazo en un horizonte de 10 años siguió presentando disminuciones (Gráfica 123). Esto último, de manera congruente con la anticipación de que continúe el ciclo de recortes de la tasa de referencia y de un menor dinamismo de la actividad económica.

Como resultado del comportamiento descrito, la pendiente de la curva de rendimientos (definida como la diferencia entre la tasa de 10 años y la de 3 meses) siguió ubicándose en valores positivos, mostrando niveles por arriba de los observados al cierre de 2024 (Gráfica 124).

Gráfica 123
Expectativa de la tasa de corto plazo
y prima por plazo en México



Nota: La línea vertical corresponde al 31 de diciembre de 2024.

Fuente: Elaborado por el Banco de México con datos de Valmer, Proveedor Integral de Precios y Bloomberg.

Gráfica 124
Pendiente de la curva de rendimientos
Puntos base



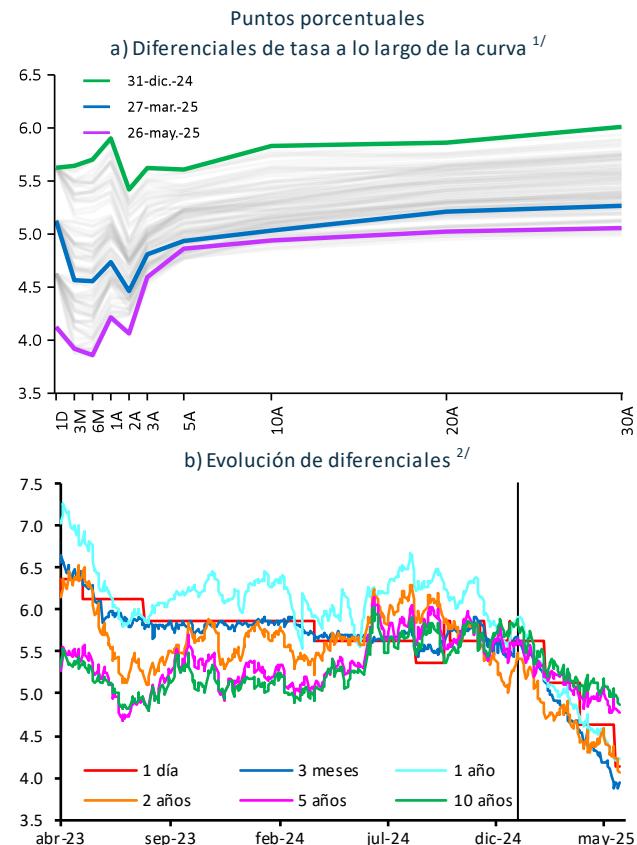
Nota: La línea vertical corresponde al 31 de diciembre de 2024.

Fuente: Elaborado por el Banco de México con datos de Proveedor Integral de Precios (PiP).

La curva de diferenciales entre las tasas de interés de México y Estados Unidos también exhibió disminuciones importantes en todos los plazos durante el periodo que abarca este Informe. Para los

plazos cortos y medianos, la disminución se explica por las reducciones que realizó el Banco de México en su tasa de referencia en febrero y marzo, al tiempo que la Reserva Federal mantuvo sin cambios el rango de la tasa de fondos federales (Gráfica 125). Para los plazos largos, se presentaron descensos de mayor magnitud en las tasas de interés de México que en las de Estados Unidos (Gráfica 126).

Gráfica 125
Diferenciales de tasas de interés entre
México y Estados Unidos

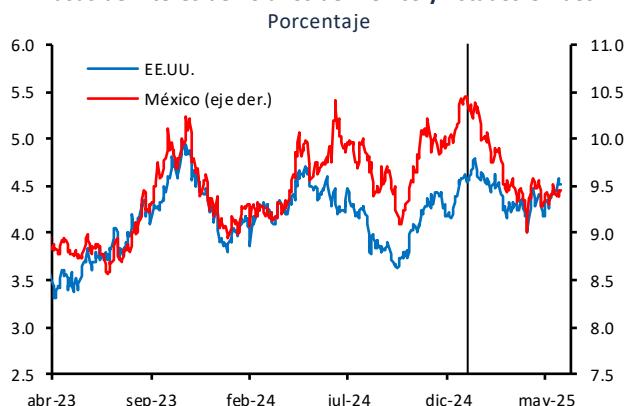


Nota: La línea vertical corresponde al 31 de diciembre de 2024. Para esta gráfica, se supone que las tasas de interés en EE.UU. para el día feriado del 26 de mayo en ese país son iguales a las del cierre del día hábil inmediato anterior, esto es 23 de mayo.

1/ Las líneas grises representan las curvas de rendimientos diarias desde el 31 de diciembre de 2024.

2/ Para el plazo a 1 día, se considera el promedio del rango objetivo establecido por la Reserva Federal.

Fuente: Proveedor Integral de Precios (PiP) y Departamento del Tesoro de Estados Unidos.

Gráfica 126**Tasas de interés de 10 años de México y Estados Unidos**

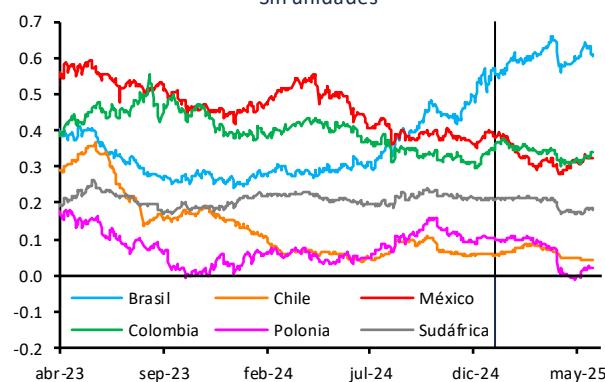
Nota: La línea vertical corresponde al 31 de diciembre de 2024.

Fuente: Proveedor Integral de Precios (PiP) y Departamento del Tesoro de Estados Unidos.

Por su parte, entre diciembre de 2024 y marzo de 2025, el diferencial de tasas de interés a 1 año entre México y Estados Unidos ajustado por volatilidad cambiaria disminuyó. Sin embargo, continúa en niveles relativamente elevados en comparación con los diferenciales de otras economías emergentes (Gráfica 127).

Gráfica 127**Diferencial de tasas de interés de países emergentes y Estados Unidos a 1 año ajustado por volatilidad**

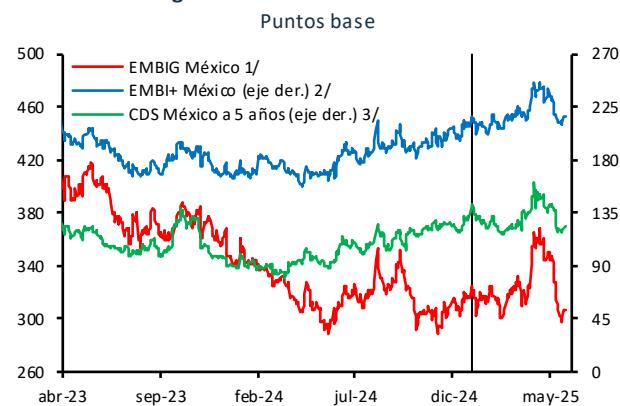
Sin unidades



Nota: La línea vertical corresponde al 31 de diciembre de 2024.

Los diferenciales se calculan con el diferencial implícito en los forwards cambiarios a 1 año, ajustados por la volatilidad implícita al mismo plazo.

Fuente: Elaborado por el Banco de México con datos de Bloomberg.

Gráfica 128**Riesgo de crédito soberano en México**

Nota: La línea vertical corresponde al 31 de diciembre de 2024.

1/ El EMBIG se refiere al Índice de Bonos de Mercados Emergentes Global para México de J.P. Morgan, el cual mide la diferencia entre la tasa de interés que pagan los bonos emitidos por México y la de los Bonos del Tesoro de Estados Unidos. Este indicador considera bonos denominados en dólares emitidos por entidades gubernamentales o entidades donde el gobierno es deudor solidario.

2/ El EMBI+ se refiere al Índice de Bonos de Mercados Emergentes Plus para México de J.P. Morgan, el cual mide la diferencia entre la tasa de interés que pagan los bonos emitidos por México y la de los Bonos del Tesoro de Estados Unidos. Este indicador considera bonos denominados en dólares emitidos únicamente por el gobierno.

3/ Un Credit Default Swap (CDS) es un instrumento financiero que compensa a su tenedor en caso de un incumplimiento de deuda. El tenedor realiza una serie de pagos al vendedor del instrumento y, en caso de incumplimiento, el tenedor recibe la compensación (generalmente el valor nominal del préstamo), la cual queda a cargo del vendedor.

Fuente: Bloomberg.

Por último, los indicadores que miden el riesgo de crédito soberano en México mostraron ajustes al alza ante el incremento en la aversión al riesgo que produjo el anuncio arancelario del 2 de abril en el nivel global. No obstante, su incremento fue menor al registrado en otros períodos de elevada incertidumbre y para el mes de mayo sus efectos se habían revertido (Gráfica 128).

Los fundamentos macroeconómicos sólidos de México, relativo a otras economías emergentes, han permitido a la economía afrontar con resiliencia la mayor volatilidad exhibida por las tensiones comerciales que enfrenta el país. En este sentido, un elemento clave del marco de política macroeconómica de México es precisamente el contar con un régimen de flexibilidad cambiaria. Dicho régimen ha permitido al tipo de cambio funcionar como un mecanismo para amortiguar choques económicos, lo que ha facilitado a este Instituto Central concentrarse en conducir una política monetaria enfocada en la consecución de su mandato prioritario de estabilidad de precios. Para ello, las decisiones del Instituto Central sobre el

objetivo para la tasa de interés interbancaria a un día se toman en función del desenvolvimiento del panorama inflacionario del país. Lo cual implica considerar el comportamiento observado y previsto de la inflación y de sus componentes, así como de todos sus determinantes. Todo esto en favor del bienestar de la población mexicana, sobre todo de los segmentos más vulnerables.

Hacia delante, ante un panorama complejo y de alta incertidumbre, este Instituto Central se mantendrá firmemente enfocado en sus esfuerzos por procurar la convergencia de la inflación a la meta en el plazo previsto.

6. Previsiones y balance de riesgos

6.1. Previsiones para la actividad económica

Crecimiento de la economía nacional: Se prevé que el PIB de México exhiba una tasa de variación de 0.1% en 2025.²⁵ Esta expectativa se compara con la de 0.6% del Informe previo. El intervalo para la variación esperada del PIB en 2025 se actualiza a uno de entre -0.5 y 0.7%. Para 2026, la expectativa puntual de crecimiento del PIB es de 0.9%, lo que representa una revisión a la baja respecto del crecimiento de 1.8% publicado en el Informe anterior. El intervalo para la variación del PIB para ese año se modifica a uno de entre 0.1 y 1.7% (Gráfica 129a y Cuadro 9).

Se prevé que la actividad económica nacional presente atonía en el horizonte de pronóstico. A la debilidad que ha venido mostrando se suman los significativos retos para la economía global del cambio de política comercial en Estados Unidos. Desde el Informe previo, dicho país ha impuesto aranceles de diversa magnitud a la mayoría de sus importaciones y persiste la posibilidad de que entren en vigor medidas adicionales. Existe incertidumbre respecto de los efectos que estas acciones podrían tener sobre la demanda externa de México. Por el momento, se incorpora un efecto acotado, considerando la resiliencia que han mostrado las exportaciones mexicanas según la información disponible más reciente, el trato preferencial que mantienen aquellas realizadas bajo el marco del T-MEC y en espera de mayor información sobre los mecanismos de ajuste de las empresas exportadoras nacionales. Sin embargo, se anticipa que la imposición generalizada de aranceles por parte de Estados Unidos a sus importaciones merme el desempeño de su economía y que ello, a su vez, derive en una menor demanda externa para México.

Las previsiones presentadas consideran este efecto al incorporar el reciente deterioro en las expectativas de variación para el PIB y la producción industrial de Estados Unidos.²⁶

La debilidad del consumo y la inversión en los primeros meses del año sugiere un menor crecimiento de la demanda interna a lo largo del horizonte de pronóstico al previsto anteriormente. La inversión, en especial, continúa afectada por el entorno de alta incertidumbre. Además, se revisa a la baja la expectativa de la plataforma de producción petrolera, considerando su comportamiento reciente. Se sigue esperando que la consolidación fiscal limite la contribución del gasto público a la actividad en 2025, si bien su consecución propiciaría un mayor crecimiento en el mediano plazo.

El complejo contexto internacional ha añadido una elevada incertidumbre a las previsiones presentadas para la actividad productiva nacional. En particular, persiste incertidumbre respecto de las medidas arancelarias que Estados Unidos decida implementar de manera definitiva. Si bien algunas disposiciones se han relajado, otras más estrictas podrían entrar en vigor. Asimismo, no se puede descartar que se presente un relajamiento adicional de dichas medidas. Igualmente, se desconoce el efecto que estos cambios podrían tener sobre los flujos de comercio internacional y la economía global.

En cuanto a la posición cíclica de la economía, se anticipa que la estimación puntual de la brecha del producto se amplíe en terreno negativo a lo largo de 2025 y 2026, en congruencia con la mayor debilidad esperada para la actividad económica (Gráfica 129b). La estimación de este indicador no observable está sujet a una elevada incertidumbre.

²⁵ Utilizando cifras desestacionalizadas, el pronóstico de crecimiento del PIB para 2025 es de 0.3% y para 2026 de 0.9%. Para 2025, la diferencia entre la cifra desestacionalizada y sin ajuste estacional se explica por el efecto de contar con un día menos en relación con el año bisiesto de 2024.

²⁶ Con base en las expectativas de los analistas encuestados por Blue Chip, las previsiones de crecimiento para la producción industrial en Estados Unidos para 2025 y 2026 se revisaron de 0.9 y 1.4% en el Informe anterior, respectivamente, a 0.7 y 0.3% en el Informe actual. Para el PIB de Estados Unidos se anticipan expansiones en 2025 y 2026 de 1.2 y 1.3%. Estas se comparan con las del Informe previo de 2.2 y 2.0% en el mismo orden.

Cuadro 9
Previsiones de crecimiento del PIB
Por ciento

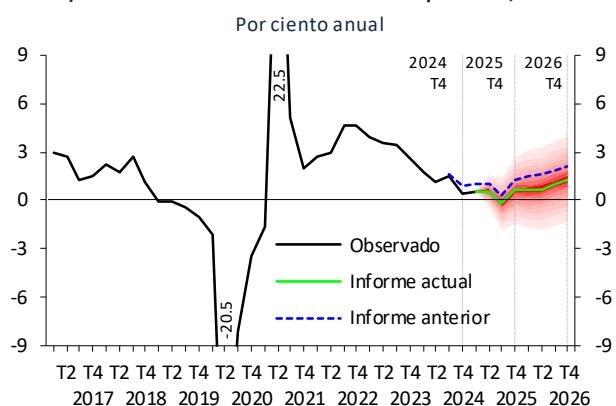
Año	Puntual	Intervalo
2025	0.1	Entre -0.5 y 0.7
2026	0.9	Entre 0.1 y 1.7

Nota: Previsiones con cifras sin ajuste estacional. Los pronósticos puntuales de 2025 y 2026 en el Informe anterior eran de 0.6 y 1.8%, respectivamente. El intervalo reportado en el Informe previo para 2025 fue de entre -0.2 y 1.4% y para 2026 de entre 1.0 y 2.6%. El PIB de México en 2024 registró un crecimiento de 1.4% con cifras sin ajuste estacional.

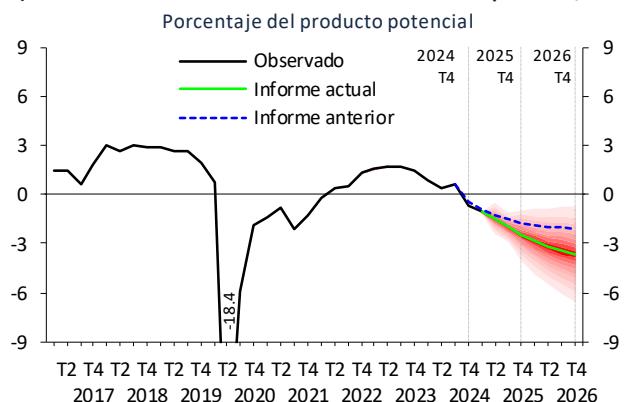
Fuente: Banco de México.

Gráfica 129

a) Gráfica de abanico: crecimiento del producto, a.e.



b) Gráfica de abanico: estimación de la brecha del producto, a.e.



a.e. Cifras desestacionalizadas.

Nota: En el Informe actual el pronóstico inicia en 2025 T2. En el Informe anterior el pronóstico iniciaba en 2025 T1.

Fuente: a) INEGI y Banco de México. b) Banco de México.

Empleo: En el Cuadro 10 se presentan las expectativas para el número de puestos de trabajo afiliados al IMSS.

Cuadro 10
Previsiones de puestos de trabajo afiliados al IMSS ^{1/}
Variación anual en miles

Año	Intervalo Informe actual	Intervalo Informe anterior
2025	Entre 110 y 290	Entre 220 y 420
2026	Entre 270 y 470	Entre 360 y 560

1/Se refiere a los puestos de trabajo permanentes y eventuales urbanos afiliados al IMSS.

Nota: en 2024, los puestos de trabajo afiliados al IMSS aumentaron en 230 mil plazas laborales.

Fuente: Banco de México.

Cuenta Corriente: En el Cuadro 11 se muestran los pronósticos para la balanza comercial y la cuenta corriente con base en la información más reciente.

Cuadro 11
Previsiones de balanza comercial y cuenta corriente

Año	2025	2026
Saldo de la balanza comercial		
Miles de millones de dólares		
% del PIB	-1.0 a -0.6	-1.3 a -0.8
Miles de millones de dólares	-18.4 a -10.4	-23.8 a -14.4
Saldo de la cuenta corriente		
Miles de millones de dólares		
% del PIB	-0.5 a 0.2	-1.2 a -0.3
Miles de millones de dólares	-9.1 a 3.6	-21.1 a -4.6

Nota: Las cifras para 2025 se comparan con las del Informe anterior de un saldo en la balanza comercial de entre -17.4 y -9.4 miles de millones de dólares (-1.0 y -0.6% del PIB) y un saldo en la cuenta corriente de entre -12.0 y 0.7 miles de millones de dólares (-0.7 y 0.0% del PIB). Las cifras para 2026 se comparan con las del Informe anterior de un saldo en la balanza comercial de entre -22.1 y -12.7 miles de millones de dólares (-1.2 y -0.7% del PIB) y un saldo en la cuenta corriente de entre -18.5 y -2.0 miles de millones de dólares (-1.0 y -0.1% del PIB). En 2024 el saldo de la balanza comercial resultó de -8.2 miles de millones de dólares (-0.4% del PIB) y el saldo en la cuenta corriente de -5.9 miles de millones de dólares (-0.3% del PIB).

Fuente: Banco de México.

Riesgos para el crecimiento: Se considera que el balance de riesgos para el crecimiento de la actividad económica a lo largo del horizonte de pronóstico presenta un marcado sesgo a la baja. Entre los riesgos a la baja en el horizonte de pronóstico sobresalen:

- i. Que se intensifique el actual ambiente de incertidumbre relacionada con las políticas que pudieran implementarse en Estados Unidos, particularmente en lo comercial, o con factores idiosincráticos, y que ello incida adversamente sobre la demanda externa y el gasto en consumo e inversión de nuestro país.
- ii. Que el crecimiento de la economía de Estados Unidos sea menor a lo esperado como consecuencia de factores cíclicos o de las propias políticas implementadas en ese país, en detrimento de la demanda externa que enfrenta México.
- iii. Que se materialicen episodios de volatilidad en los mercados financieros nacionales o internacionales.
- iv. Que un escalamiento de diversos conflictos geopolíticos en distintas regiones del mundo repercuta adversamente en la economía global en general o en los flujos de comercio internacional en particular.
- v. Que la reducción del gasto público resultante de la consolidación fiscal anunciada tenga un mayor efecto sobre la actividad económica.
- vi. Que fenómenos meteorológicos tales como temperaturas extremas, ciclones o sequías impacten adversamente la actividad económica nacional.

Entre los riesgos al alza para el crecimiento en el horizonte de pronóstico destacan:

- i. Que la información relativa a la política comercial de Estados Unidos vaya reduciendo la incertidumbre y apuntando a una resolución favorable que beneficie la actividad económica de la región.
- ii. Que el crecimiento de la economía estadounidense sea mayor a lo esperado y que ello favorezca la demanda externa que enfrenta México.

- iii. Que, bajo las condiciones arancelarias vigentes, los exportadores mexicanos transitén hacia un mayor aprovechamiento del T-MEC y que ello les permita incrementar el volumen comerciado bajo trato arancelario preferencial. Asimismo, que el trato arancelario diferenciado para algunos bienes en comparación con otros países impulse su competitividad en el mediano plazo.
- iv. Que, en el marco del T-MEC, la reconfiguración global en los procesos productivos dé un impulso a la inversión mayor a lo esperado.
- v. Que el gasto público resulte en un mayor impulso a la actividad económica que el anticipado.

6.2. Previsiones para la inflación

Los pronósticos para la inflación general y subyacente publicados en el Anuncio de Política Monetaria del 15 de mayo de 2025 se mantienen vigentes en este Informe Trimestral. En comparación con el Informe anterior, el pronóstico actual para la inflación general presenta ajustes al alza en el corto plazo (Gráficas 130 y 131, y Cuadro 12). Estas modificaciones reflejan, principalmente, niveles más elevados a los previstos anteriormente para la inflación subyacente. A partir del cuarto trimestre de 2025, la inflación general esperada a lo largo del horizonte de pronóstico es igual a la publicada en el Informe previo. De esta forma, se mantiene la previsión de que se sitúe en 3% en el tercer trimestre de 2026.

En comparación con el Informe previo, el pronóstico actual para la inflación subyacente la sitúa hasta el primer trimestre de 2026 en niveles superiores a los previstos. Ello refleja que la inflación de las mercancías ha resultado mayor a la que se había anticipado, mientras que la de algunos servicios ha presentado un descenso más gradual al esperado. Así, luego de incrementarse en el segundo trimestre de 2025, retomaría una trayectoria descendente, si bien de manera más gradual que la anticipada en el Informe anterior. A partir del segundo trimestre de 2026 los pronósticos para la inflación subyacente son iguales a los del Informe anterior, por lo que se continúa esperando que se sitúe en 3% en ese trimestre.

En el Cuadro 12 y en la Gráfica 132 se presentan las tasas de variación anual y de variación trimestral desestacionalizada anualizada del índice general y del subyacente. Se puede observar que las variaciones trimestrales ajustadas por estacionalidad se ubicarían en el segundo trimestre de 2025 en niveles mayores a los del cierre de 2024 para el índice general y subyacente. No obstante, se prevé que estos indicadores disminuyan en la segunda mitad del año y que fluctúen alrededor de 3% en el resto del horizonte de pronóstico. Debido a que las tasas anuales se ven influidas durante doce meses por los efectos aritméticos de los choques que afectaron a la inflación al alza, su reducción es más lenta que la de las variaciones trimestrales ajustadas por estacionalidad, las cuales incorporan solamente los cambios de precios que se espera ocurran en un trimestre en particular.

El episodio inflacionario reciente derivado de los choques profundos ocasionados por la pandemia y por el conflicto bélico en Ucrania se está dejando atrás. 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 conforme los choques globales se han ido resolviendo. No obstante, los cambios de política económica por parte de la nueva administración estadounidense han añadido incertidumbre a las previsiones de la inflación. Sus efectos podrían implicar presiones sobre la inflación en ambos lados del balance.

Entre los principales riesgos a los que está sujeta la inflación destacan:

Al alza:

- i. Que la moneda nacional muestre una depreciación.
- ii. Escalamiento de conflictos geopolíticos que pudieran presionar los precios de las materias primas internacionales.
- iii. Persistencia de la inflación subyacente, ante la magnitud, alcance y duración de los choques que se han enfrentado.
- iv. Mayores presiones de costos que pudieran traspasarse a los precios al consumidor.
- v. Afectaciones climáticas que pudieran impactar los precios de diversos productos agropecuarios.

A la baja:

- i. Una actividad económica de Estados Unidos o de México menor a la anticipada que pudiera implicar menores presiones sobre la inflación de nuestro país.
- ii. Que el traspaso de las presiones de costos a los precios esté acotado.
- iii. Que la depreciación del tipo de cambio que se ha presentado desde junio tenga un efecto menor al anticipado sobre la inflación.

Cuadro 12
Pronósticos de la inflación general y subyacente
Variación anual en por ciento de los índices promedio trimestrales

	2024		2025				2026				2027	
	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III
INPC												
Informe actual = comunicado mayo 2025 ^{1/}	4.5	3.7	3.9	3.5	3.3	3.2	3.1	3.0	3.0	3.0		
Informe anterior = comunicado febrero 2025 ^{2/}	4.5	3.7	3.5	3.4	3.3	3.2	3.1	3.0	3.0	3.0		
Subyacente												
Informe actual = comunicado mayo 2025 ^{1/}	3.7	3.6	3.9	3.6	3.4	3.3	3.0	3.0	3.0	3.0		
Informe anterior = comunicado febrero 2025 ^{2/}	3.7	3.6	3.5	3.4	3.3	3.2	3.0	3.0	3.0	3.0		
Memorándum												
Variación trimestral desestacionalizada anualizada en por ciento ^{3/}												
Informe actual = comunicado mayo 2025 ^{1/}	3.0	2.8	4.6	3.3	2.6	2.6	3.6	3.1	2.5	2.7		
INPC	3.0	2.8	4.6	3.3	2.6	2.6	3.6	3.1	2.5	2.7		
Subyacente	3.5	4.2	4.1	2.7	3.0	3.3	3.3	2.6	3.0	3.1		

1/ Pronóstico a partir de mayo de 2025. Corresponde al pronóstico publicado en el Anuncio de Política Monetaria del

15 de mayo de 2025.

2/ Pronóstico a partir de febrero de 2025. Corresponde al pronóstico publicado en el Anuncio de Política Monetaria del

6 de febrero de 2025.

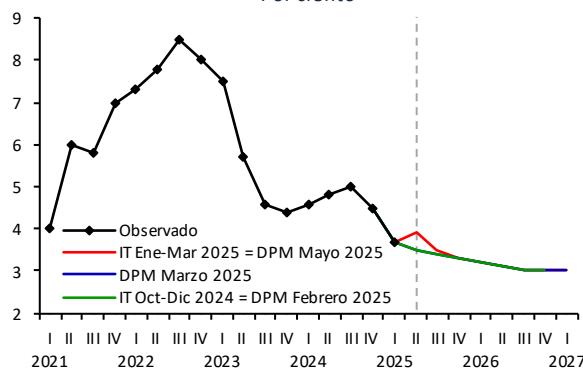
3/ [Ver Nota Metodológica](#) sobre el proceso de ajuste estacional.

Fuente: INEGI para datos observados de la variación anual y Banco de México para cifras desestacionalizadas y pronósticos.

Gráfica 130

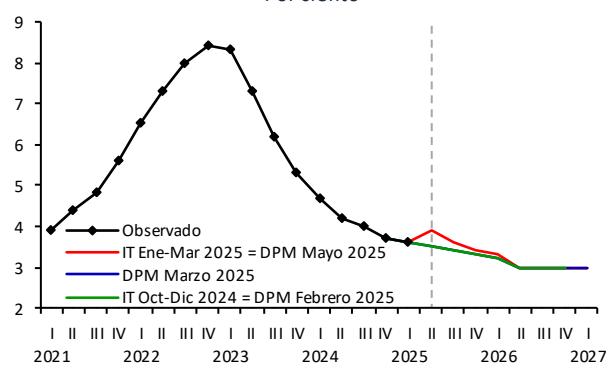
Pronósticos de la inflación general anual^{1/}

Por ciento



Pronósticos de la inflación subyacente anual^{1/}

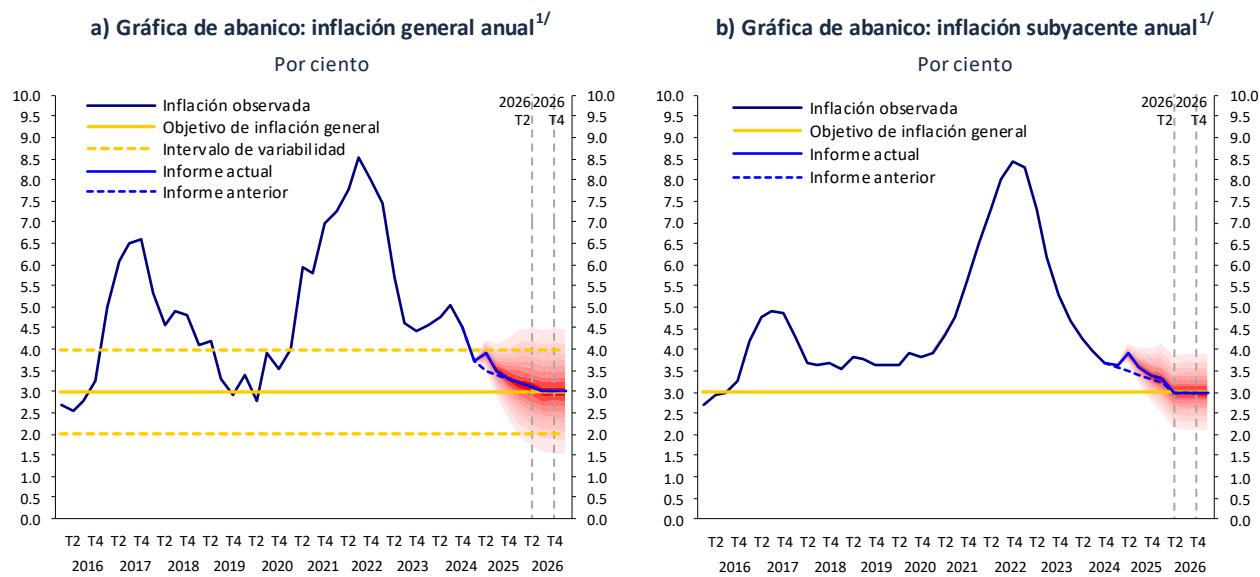
Por ciento



1/ Variación anual en por ciento de los índices promedio trimestrales. Las siglas IT se refieren al Informe Trimestral y las siglas DPM a la Decisión Política Monetaria. La línea vertical corresponde al segundo trimestre de 2025.

Fuente: Banco de México e INEGI.

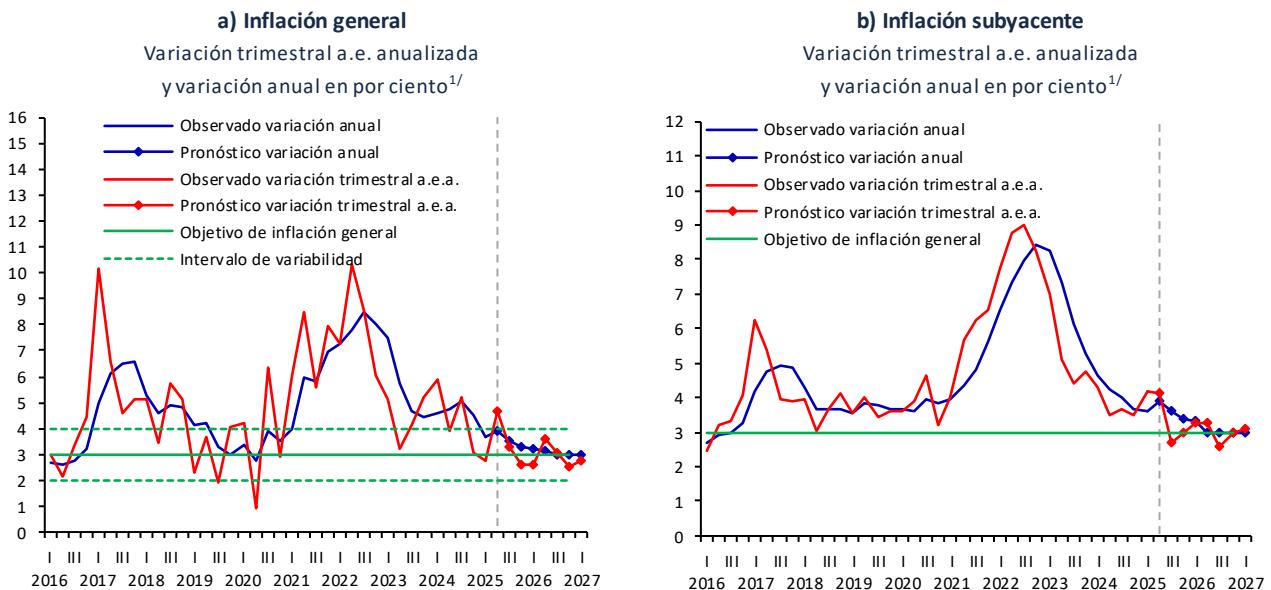
Gráfica 131



1/ Variación anual en por ciento de los índices promedio trimestrales. Se señalan con líneas verticales punteadas los próximos cuatro y seis trimestres a partir del segundo trimestre de 2025, es decir, el segundo trimestre de 2026 y el cuarto trimestre de 2026, respectivamente, para indicar los lapsos en los que los canales de transmisión de la política monetaria operan a cabalidad.

Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 132



a. e./Cifras ajustadas por estacionalidad.

a. e. a./Cifras ajustadas por estacionalidad anualizadas.

1/ Calculadas a partir de los índices promedio trimestrales.

La línea vertical corresponde al segundo trimestre de 2025.

Fuente: Banco de México e INEGI.

La economía nacional atraviesa por un periodo de marcada debilidad y enfrenta desafíos. Entre estos últimos, destaca el creciente nivel de incertidumbre generado por las políticas anunciadas por Estados Unidos, las cuales podrían implicar cambios profundos en el comercio internacional y la economía global. La incertidumbre por sí sola dificulta las decisiones de inversión y tiene efectos adversos sobre el clima para hacer negocios. A ello se suman medidas específicas ya implementadas —como la imposición de aranceles— que introducen distorsiones relevantes y que se podrían traducir en mayores costos para las empresas, así como en una menor actividad productiva tanto a nivel global como nacional. En efecto, como resultado de la aplicación de aranceles, México podría enfrentar una menor demanda externa directamente e indirectamente por la desaceleración de la economía de Estados Unidos que se esperaría como resultado de estas políticas. Al mismo tiempo, el comercio bajo el amparo del T-MEC mantiene un trato preferencial que abre una oportunidad para el fortalecimiento de las cadenas de valor de Norteamérica y una mayor participación de México en ellas. Así, es indispensable que México robustezca sus condiciones económicas internas con el fin de aprovechar las oportunidades que surjan y para adaptarse con flexibilidad a los desafíos que enfrente en un entorno internacional rápidamente cambiante. Para ello, es fundamental impulsar una mayor inversión y mejoras en la productividad de la economía. Esto implica fortalecer el estado de derecho, fomentar una competencia efectiva en los

mercados, acelerar la adopción de nuevas tecnologías, establecer incentivos adecuados para la creación de valor y desarrollar infraestructura que favorezca la integración en las cadenas regionales y globales de suministro. Estas acciones contribuirían a fomentar una asignación más eficiente de los recursos y dinamizarían la actividad económica.

Al mismo tiempo, resulta prioritario preservar fundamentos macroeconómicos sólidos que respalden la estabilidad y la capacidad de respuesta de la economía nacional ante posibles choques. En este sentido, es necesario mantener la disciplina fiscal, procurar un sistema financiero robusto, bien capitalizado y supervisado, así como contar con cuentas externas sostenibles. La flexibilidad cambiaria continúa siendo una herramienta valiosa para absorber impactos externos y facilitar el ajuste ordenado de la economía. A lo anterior se suma una política monetaria enfocada en preservar el poder adquisitivo de la moneda nacional. Así, la Junta de Gobierno del Banco de México continuará evaluando cuidadosamente la evolución del entorno económico y financiero, con el objetivo de promover un ajuste ordenado de los precios relativos y mantener el anclaje de las expectativas de inflación, a fin de conducir la inflación hacia la meta del 3%. Lo anterior contribuirá a fortalecer la resiliencia del país frente a riesgos externos, permitir una adaptación flexible a un entorno cambiante y, en última instancia, incrementar el bienestar de la población.

Anexo 1. Publicaciones del Banco de México en el trimestre Enero-Marzo 2025

En la versión electrónica de este Informe, se puede acceder a la publicación listada dando clic en el título del documento.

1. Publicaciones

1.1. Informes trimestrales

19/02/2025	Informe Trimestral, Octubre-Diciembre 2024
19/02/2025	Recuadro 1. Un modelo econométrico para explicar el comportamiento reciente de los mercados financieros estadounidenses
19/02/2025	Recuadro 2. Fluctuaciones cíclicas de las horas trabajadas en México
19/02/2025	Recuadro 3. Factores que han incidido sobre el reciente incremento en las aportaciones a los fondos de ahorro para el retiro en México
19/02/2025	Recuadro 4. Evolución de la media truncada y de las variaciones extremas de la inflación subyacente

1.2. Reportes

13/03/2025	Reporte sobre las Economías Regionales, Octubre-Diciembre 2024
13/03/2025	Recuadro 1. Contribución de factores comunes y regionales al debilitamiento económico
13/03/2025	Recuadro 2. Temperaturas extremas y su efecto en las horas trabajadas por los individuos
13/03/2025	Recuadro 3. Tiempo que permanecen sin cambiar los precios de algunos servicios en el INPC
13/03/2025	Recuadro 4. La contaminación del aire en las ciudades de México y los precios de algunos bienes y servicios relacionados con la salud

1.2.1. Programas de trabajo

07/02/2025	Programa de Trabajo 2023-2024
------------	-------------------------------

2. Documentos de investigación del Banco de México

10/02/2025	2025-01 Integration of Food Markets in Mexico (Disponible por el momento solo en inglés)
14/02/2025	2025-02 Temperature and quarterly economic activity: panel data evidence from Mexico (Disponible por el momento solo en inglés)
31/03/2025	2025-03 Expenditure Responses to Adverse Health Shocks: Evidence from a Panel of Colombian Households (Disponible por el momento solo en inglés)

3. Comunicados

3.1. Política monetaria

3.1.1. Anuncios de las decisiones de política monetaria

06/02/2025	El objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a 1 día (tasa objetivo) disminuye en 50 puntos base
27/03/2025	El objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a 1 día (tasa objetivo) disminuye en 50 puntos base

3.1.2. Minutas de las decisiones de política monetaria

09/01/2025	Minuta de la reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la decisión de política monetaria anunciada el 19 de diciembre de 2024
20/02/2025	Minuta de la reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la decisión de política monetaria anunciada el 6 de febrero de 2025

3.1.3. Transcripción de las decisiones de política monetaria

10/02/2025	Transcripción de los posicionamientos de los miembros de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la decisión de política monetaria anunciada el 10 de febrero de 2022
24/03/2025	Transcripción de los posicionamientos de los miembros de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la decisión de política monetaria anunciada el 24 de marzo 2022

3.1.4. Programas de política monetaria

24/01/2025	Programa de política monetaria para 2025
------------	--

3.2. Banco de México

3.2.1. Estado de cuenta semanal

07/01/2025	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 3 de enero de 2025 y del mes de diciembre de 2024
14/01/2025	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 10 de enero de 2025
05/02/2025	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 31 de enero y del mes de enero de 2025
11/02/2025	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 7 de febrero de 2025
18/02/2025	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 14 de febrero de 2025
25/02/2025	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 21 de febrero de 2025
04/03/2025	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 28 de febrero y del mes de febrero de 2025
11/03/2025	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 7 de marzo de 2025
19/03/2025	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 14 de marzo de 2025
25/03/2025	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 21 de marzo de 2025
21/01/2025	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 17 de enero de 2025
28/01/2025	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 24 de enero de 2025

3.2.2. Información semanal del Estado de Cuenta Consolidado

07/01/2025	Información semanal al 3 de enero de 2025
14/01/2025	Información semanal al 10 de enero de 2025
28/01/2025	Información semanal al 24 de enero de 2025
05/02/2025	Información semanal al 31 de enero de 2025
11/02/2025	Información semanal al 7 de febrero de 2025
18/02/2025	Información semanal al 14 de febrero de 2025
25/02/2025	Información semanal al 21 de febrero de 2025
04/03/2025	Información semanal al 28 de febrero de 2025
11/03/2025	Información semanal al 7 de marzo de 2025
19/03/2025	Información semanal al 14 de marzo de 2025
25/03/2025	Información semanal al 21 de marzo de 2025
21/01/2025	Información semanal al 17 de enero de 2025

3.3. Sector financiero

3.3.1. Agregados monetarios y actividad financiera

31/01/2025	Agregados monetarios y actividad financiera en diciembre 2024
28/02/2025	Agregados monetarios y actividad financiera en enero 2025
31/03/2025	Agregados monetarios y actividad financiera en febrero 2025

3.4. Sector externo

3.4.1. Balanza de pagos

25/02/2025	La balanza de pagos anual 2024
------------	--------------------------------

3.4.2. Información oportuna de comercio exterior

27/01/2025	Diciembre 2024
27/02/2025	Enero 2025
27/03/2025	Febrero 2025

3.4.3. Información revisada de comercio exterior

10/01/2025	Noviembre de 2024
10/02/2025	Diciembre de 2024
10/03/2025	Enero de 2025

3.4.4. Remesas con el exterior

02/01/2025	Remesas con el exterior, noviembre 2024
04/02/2025	Remesas con el exterior, diciembre de 2024
03/03/2025	Remesas con el exterior, enero 2025

3.4.5. Posición de Inversión Internacional

24/03/2025 | La Posición de Inversión Internacional y Posición de Deuda Externa Bruta anual 2024

4. Resultados de encuestas

4.1. Evolución trimestral del financiamiento a las empresas

20/02/2025 | Evolución trimestral del financiamiento a las empresas durante el trimestre octubre-diciembre de 2024

4.2. Encuestas nacionales sobre la confianza del consumidor

06/01/2025 | Indicador de confianza del consumidor: diciembre 2024

06/02/2025 | Indicador de confianza del consumidor: enero 2025

10/03/2025 | Indicador de confianza del consumidor: febrero 2025

4.3. Encuestas sobre las expectativas de los especialistas en economía del sector privado

04/02/2025 | Encuesta sobre las expectativas de los especialistas en economía del sector privado: enero 2025

03/03/2025 | Encuesta sobre las expectativas de los especialistas en economía del sector privado: febrero 2025

4.4. Encuestas sobre condiciones generales y estándares en el mercado de crédito bancario (EnBan)

07/02/2025 | Encuesta sobre condiciones generales y estándares en el mercado de crédito bancario durante el trimestre octubre-diciembre de 2024

4.5. Indicadores de opinión empresarial

03/01/2025 | Indicador de pedidos manufactureros: diciembre 2024

04/02/2025 | Indicador de pedidos manufactureros enero 2025

03/03/2025 | Indicador de pedidos manufactureros: febrero 2025

5. Misceláneos

5.1. Misceláneos

07/03/2025 | Primera sesión de 2025 del Comité Técnico del Fondo de Pensiones para el Bienestar

28/03/2025 | El Consejo de Estabilidad del Sistema Financiero actualiza su balance de riesgos

6. Circulares emitidas por el Banco de México

02/02/2025 | Circular 1/2025 (Modifica la Circular 13/2017-Sistemas de pagos administrados por el Banco de México)

21/02/2025 | Circular 2/2025 (Modifica la Circular 14/2017-Sistema de Pagos Electrónicos Interbancarios (SPEI))

24/03/2025 | Circular 3/2025 (Disposiciones en materia de operaciones de caja, corresponsalía y manejo de piezas presuntamente falsas o alteradas)

24/03/2025 | Circular 4/2025 (Modifica la Circular 8/2023-Disposiciones de carácter general para determinar los medios para dar a conocer las circulares que el Banco de México emita en relación con la puesta en circulación de billetes y monedas metálicas)



28 de mayo de 2025

www.banxico.org.mx