

Perspectiva Económica Global

Marzo 2025

Algunos apuntes en tiempos inciertos

Global

- Panorama desincronizado y con riesgos a la baja

Estados Unidos

- Importante separar la señal del ruido...

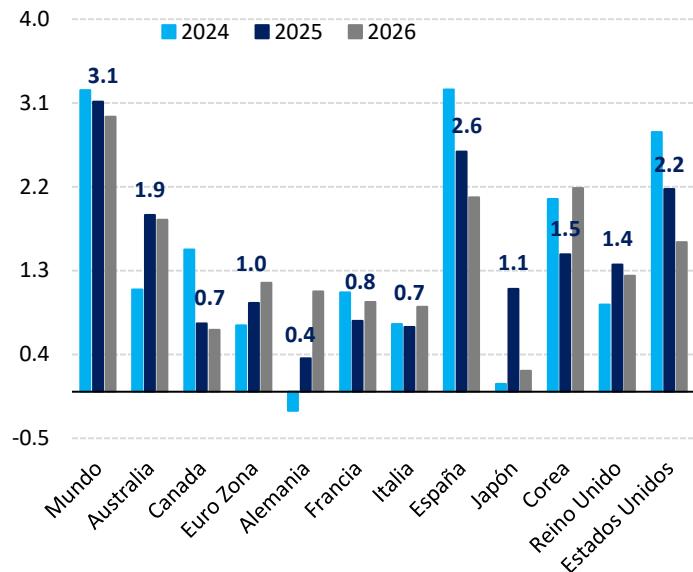
México

- ¿Recesión técnica?

Recuadro de investigación: Estimaciones de Reglas de Política Monetaria en México

Global: Panorama desincronizado y con riesgos a la baja

Figura 1. Expectativas de crecimiento económico global 2024-2026 (% a/a)



Fuente: Profuturo con datos de la OCDE (*Economic Outlook*, marzo 2025)

La Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) publicó su perspectiva económica intersemestral, destacando el rol de la incertidumbre económica sobre el crecimiento potencial de las diferentes economías. Argumentan que algunos indicadores de actividad económica recientemente sugieren una desaceleración del crecimiento global, reflejada en el debilitamiento de la confianza empresarial y del consumidor en algunos países, así como en un aumento significativo de la incertidumbre económica a nivel mundial. Particularmente, las modificaciones en las políticas comerciales —a raíz de la nueva política económica de Estados Unidos (EE. UU.)— podrían frenar el crecimiento y generar mayor presión inflacionaria si se mantienen en el tiempo. No obstante, el panorama no es necesariamente negativo para las economías en el mediano plazo, como se muestra en la Figura 1.

De esta forma, se prevé que el crecimiento del PIB mundial se modere gradualmente, pasando de 3.2% en 2024 a 3.1% en 2025, y a 3.0% en 2026. Esta moderación estaría influida por un aumento en las barreras comerciales entre las economías del G20, así como por una mayor incertidumbre geopolítica y de política económica, factores que afectarían negativamente la inversión y el consumo de los hogares.

Sin embargo, resulta destacable que las proyecciones asumen la permanencia de los aumentos efectivos de aranceles anunciados entre China y Estados Unidos, así como del arancel generalizado del 25% sobre las importaciones estadounidenses de acero y aluminio. Además, la OCDE anticipa un incremento de 25 puntos porcentuales en los aranceles aplicados por Estados Unidos a todas las importaciones de mercancías procedentes de Canadá y México, con excepción de aquellos con tarifas reducidas para productos energéticos. También se asume la imposición de aranceles equivalentes por parte de Canadá y México en represalia a las importaciones provenientes de Estados Unidos.

Por tanto, en Estados Unidos, Canadá y México se anticipa una desaceleración del crecimiento económico a medida que entran en vigor los aranceles. Se estima que el crecimiento del PIB real en EE. UU. se moderará del 2.8% en 2024 al 2.2% en 2025 y al 1.6% en 2026. En Canadá, se desacelerará del 1.5% en 2024 al 0.7% en 2025 y 2026. México, por su parte, enfrentaría una recesión, con caídas del PIB de 1.3% en 2025 y 0.6% en 2026.

Aunque diferimos con la OCDE en cuanto a la magnitud y persistencia de los aranceles, el panorama —respecto a diciembre del año pasado— ha cambiado. Consideramos que EE. UU. impondrá tarifas de magnitud similar a las de un esquema recíproco del 5% al 10% en sectores estratégicos como automóviles, línea blanca, acero, electrónicos y semiconductores. No se anticipan aranceles permanentes sobre México, sino una estrategia de negociación orientada a la revisión del T-MEC, con

reglas de origen más estrictas y un mayor control fronterizo. Es importante destacar que, en un escenario de menores aranceles, la OCDE consideró un caso en el que las tres economías experimentarían un menor impacto negativo sobre el crecimiento. En particular, si las exenciones actuales de EE. UU. a los aranceles sobre importaciones de mercancías provenientes de Canadá y México —que cumplen con el T-MEC— se mantuvieran durante todo el periodo de proyección, y si ambos países redujeran proporcionalmente sus aranceles de represalia, el crecimiento en Canadá se proyecta en 1.3% tanto para 2025 como para 2026. En el caso de México, se estima un crecimiento de 0.1% en 2025 y de 0.8% en 2026. Bajo este mismo supuesto, el crecimiento en Estados Unidos sería ligeramente mayor en 2026, alcanzando 1.7%.

En nuestra perspectiva, consideramos que este escenario es el más probable, ya que permite a EE. UU. mantener su retórica proteccionista sin provocar un choque severo en su economía. Las medidas serían temporales e incluirían excepciones selectivas para proteger cadenas de suministro críticas. Aunque esto impactaría los costos de producción y la competitividad de las empresas mexicanas, el efecto sería manejable para la mayoría de los sectores, con posibilidad de acuerdos que alivien las restricciones en el mediano plazo. Asimismo, consideramos que el ajuste en el tipo de cambio absorbería parcialmente el impacto comercial.

No obstante, el panorama no es necesariamente negativo en todos los frentes. Por ejemplo, si bien las economías europeas y Japón enfrentarían un choque externo derivado de los aranceles y de la incertidumbre asociada, este sería menor en comparación con el de Canadá y México.

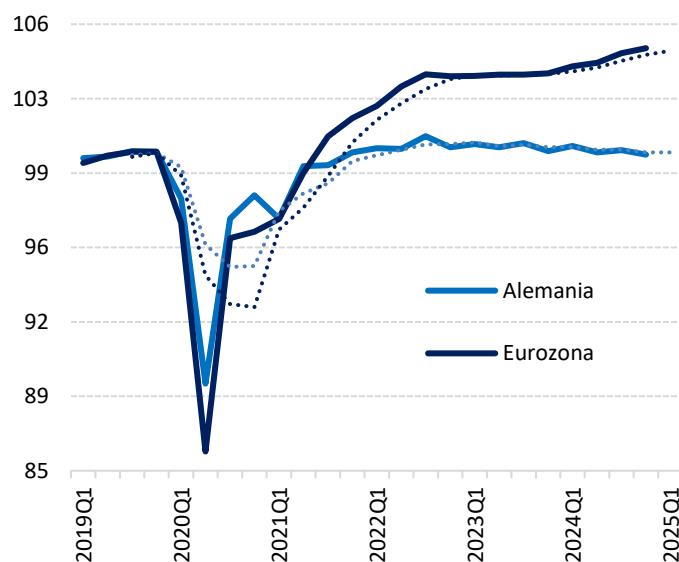
En Europa, el entorno geopolítico es más delicado, específicamente en lo referente al conflicto entre Rusia y Ucrania, donde la nueva administración de EE. UU. se ha mostrado menos dispuesta a respaldar a sus aliados europeos. Sin embargo, la perspectiva de crecimiento a mediano plazo ha mejorado,

debido a la expectativa de mayores esfuerzos fiscales en infraestructura y defensa —comenzando por Alemania—, así como a un incremento en los salarios reales, lo cual se traduciría en un mayor consumo privado.

En cuanto al paquete fiscal alemán, aunque aún no se conocen los detalles ni la asignación específica del gasto —lo cual influye en la magnitud del multiplicador fiscal, tanto a nivel doméstico como en el conjunto de la zona euro—, coincidimos con la mayoría de los analistas en que el impulso al crecimiento comenzaría a observarse a partir de 2026, tanto en Alemania como en el resto de la región. Este efecto sería particularmente relevante en el gasto destinado a infraestructura, que representaría cerca del 10% del PIB alemán.

Esto resulta especialmente significativo, dado el crecimiento anémico que Alemania ha mostrado en los últimos años, como consecuencia de la debilidad del sector manufacturero y de la demanda agregada. En este contexto, la OCDE prevé que la zona euro crecerá de 0.7% en 2024 a 1.0% en 2025 y 1.2% en 2026, lo que marcaría una recuperación tras varios años de estancamiento.

Figura 2. PIB real para Alemania y la Eurozona (2019Q4 = 100)



Fuente: Profuturo con datos de Eurostat

Por último, en Japón se prevé que las sólidas utilidades corporativas y el notable aumento de los salarios funcionen como motores clave para la economía este año. Las negociaciones salariales del *Shuntō* (春闘) —que se traduce como “ofensiva salarial de primavera” y se refiere al proceso anual de revisión salarial en el país— han reforzado la demanda agregada. En particular, el aumento del salario base estuvo acompañado del pago de bonos invernales, llevando el crecimiento anual de las remuneraciones a un 5.3%, el nivel más alto en 33 años.

Ante estos elementos, se estima que el crecimiento económico pasará de 0.1% en 2024 a 1.1% en 2025, antes de moderarse nuevamente a 0.2% en 2026. En un escenario con aranceles más bajos, se proyecta un impulso adicional moderado, elevando ligeramente el crecimiento a 1.2% en 2025 y a 0.3% en 2026. Esto ocurre en un contexto en el que solo el 18% de las exportaciones japonesas se dirige a Estados Unidos, lo que representa apenas alrededor del 3% del PIB japonés.

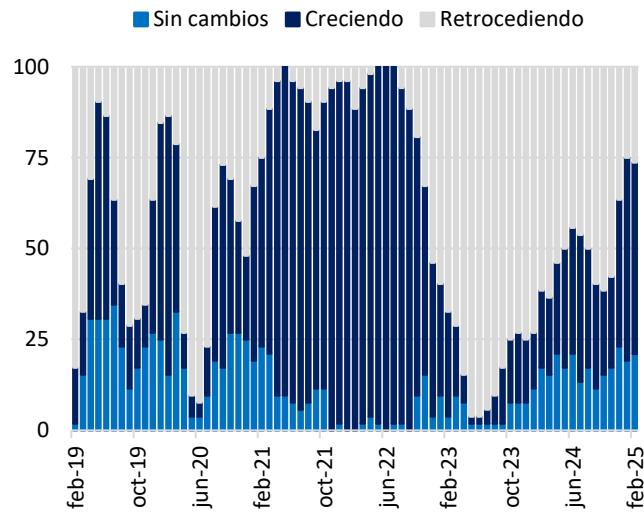
Ahora, en materia de inflación global, esta continúa representando un desafío. Los precios de los servicios se mantienen elevados, impulsados por mercados laborales aún ajustados, mientras que la inflación de bienes ha comenzado a repuntar tras haber registrado, especialmente durante 2024, niveles por debajo del promedio pre-pandemia.

Como se observa en la Figura 3, cerca del 50% de los países miembros de la OCDE han experimentado un repunte sostenido en la inflación anual durante los últimos tres meses, un patrón que comienza a asemejarse al observado durante 2022, cuando la presión inflacionaria era generalizada. El gráfico muestra un incremento reciente en la proporción de economías con inflación en ascenso (“Creciendo”, en azul oscuro), al mismo tiempo que disminuye la proporción de países donde la inflación sigue retrocediendo. Esto sugiere un cambio de tendencia que podría estar anticipando un entorno inflacionario más complejo para 2025.

Adicionalmente, algunos indicadores de encuestas apuntan a nuevas presiones al alza. Tal es el caso de Alemania y el Reino Unido, donde los precios de producción del sector servicios han aumentado desde diciembre de 2024. Asimismo, la inflación de bienes ha comenzado a repuntar en varias economías, aunque partiendo de niveles relativamente bajos (entre 1.0% y 2.5% anual), particularmente en Japón, España y Corea.

Este cambio en la dinámica inflacionaria global, si se consolida, podría tener implicaciones relevantes para la política monetaria en las principales economías, al retrasar la convergencia hacia las metas de inflación y limitar el espacio para recortes de tasas en el corto plazo.

Figura 3. Proporción de economías con cambios positivos en la inflación anual (% de países miembros; últimos 3 meses)



Fuente: Profuturo con datos del *OECD Economic Outlook*, marzo 2025.

EUA: Importante separar la señal del ruido...

Indicadores	2025	2026
PIB	2.00%	2.20%
Inflación (eop, %)	2.80%	2.30%
Tasa de fondos federales (rango, %)	3.75% - 4.00%	3.25% - 3.50%

Fuente: Estimaciones Profuturo

En la edición de enero del documento de [Perspectiva Económica Global](#), argumentamos que la economía de Estados Unidos mostraría una inercia positiva al inicio del año, derivada del sólido desempeño observado en 2024. No obstante, este escenario ha cambiado.

Si bien el panorama económico de EE. UU. se mantiene sólido en términos fundamentales —con una tasa de desempleo estable y un consumo privado resiliente, a pesar del carácter restrictivo de la política monetaria—, la incertidumbre comercial surgida a partir de enero ha modificado las estimaciones de los analistas en materia de crecimiento e inflación, al menos en el corto plazo. Asimismo, se ha reflejado en los indicadores de sentimiento y expectativas, los cuales ahora apuntan hacia un menor dinamismo.

Aunque el mercado ha comenzado a ajustar sus proyecciones de crecimiento (Goldman Sachs revisó de 2.2% a 1.7% este año), consideramos **fundamental distinguir entre la señal y el ruido**. Por ello, mantenemos una postura optimista, aunque con un enfoque más cauteloso, en el que **la economía estaría creciendo a un ritmo de 2.0% este año (vs. 2.4% consenso)**, acelerándose ligeramente a niveles de 2.2% hacia 2026.

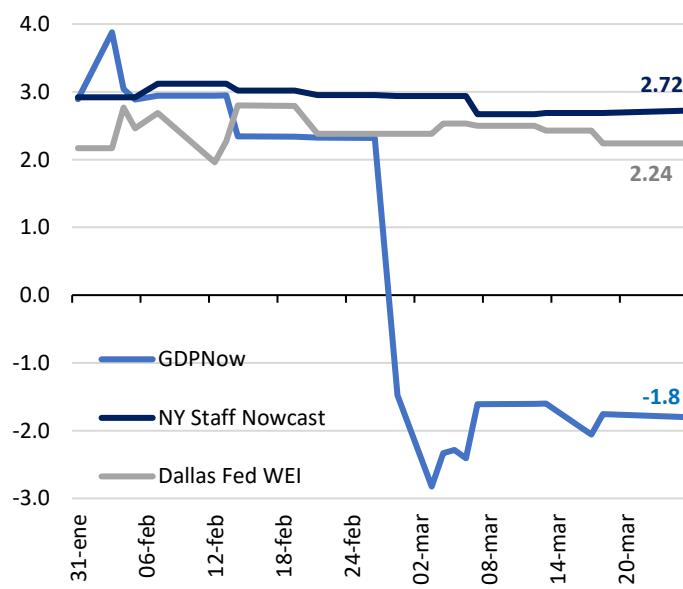
Algunas estimaciones puntuales muestran cambios significativos en las perspectivas de crecimiento. Diversos medios de comunicación han resaltado un resurgimiento del temor a una recesión, e incluso el expresidente Donald Trump ha reconocido que se avecina “un periodo de transición” para la economía estadounidense. Este entorno ha generado confusión en torno a las proyecciones puntuales,

aunque sí existen señales de un inicio de año con menor dinamismo.

Por ejemplo, la propia Reserva Federal ha emitido mensajes mixtos sobre el desempeño del primer trimestre de 2025. Aunque diversos *nowcasts* sugieren continuidad en el crecimiento, el modelo *GDPNow* de la Fed de Atlanta proyecta una contracción en el primer trimestre del año del orden del 1.8%. Si bien esta estimación extrema responde, en gran parte, a una particularidad contable relacionada con el comercio internacional de oro, es cierto que las importaciones de bienes y servicios aumentaron de forma considerable a inicios de 2025. Este comportamiento podría atribuirse a un efecto de *frontloading* por parte de las empresas, ante el temor de la imposición de nuevos aranceles y su posible efecto disruptivo.

De acuerdo con el *Bureau of Economic Analysis* (BEA), el déficit comercial se incrementó de 98.1 mil millones de dólares en diciembre a 131.4 mil millones en enero. En particular, el déficit de bienes creció en 33.5 mil millones, alcanzando los 156.8 mil millones de dólares en enero. Estos datos sugieren que las empresas sí están anticipando un choque arancelario, por lo que este efecto anticipación con mayores compras en el exterior es visible.

Figura 4. Estimaciones *nowcast* del crecimiento (% SAAR; 1T25)

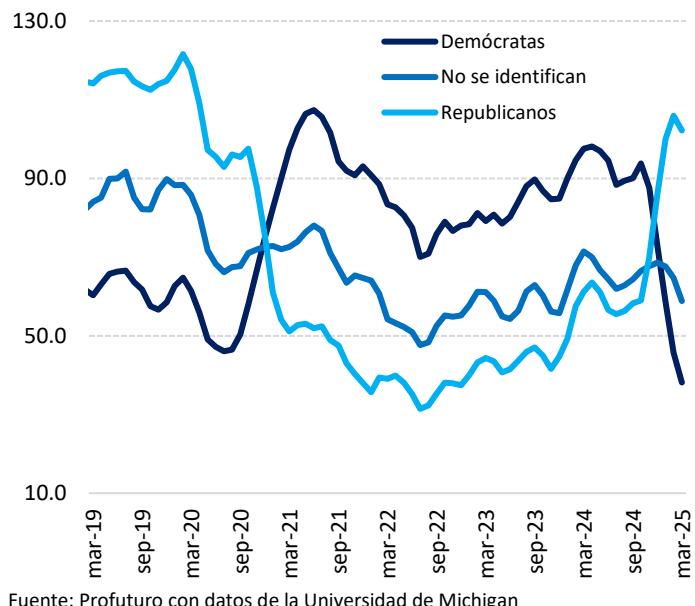


Fuente: Profuturo con datos del Fed de Atlanta, Nueva York y Dallas.

De este modo, tanto los *nowcasts* como la evolución de la balanza comercial sugieren un inicio de año más débil en términos de crecimiento, impulsado por un aumento sustancial en las importaciones. Si bien consideramos que aún es prematuro modificar el estimado de crecimiento para 2025 — particularmente porque persiste la incertidumbre sobre la implementación efectiva de los aranceles —, los indicadores de alta frecuencia apuntan a un ritmo de crecimiento inicial más lento en comparación con 2024.

¿Qué ejemplifica este panorama más negativo? Las expectativas. Más allá del *frontloading*, vale la pena analizar por qué han disminuido las proyecciones de crecimiento para 2025. La encuesta de confianza del consumidor de la Universidad de Michigan refleja una pérdida de confianza por parte del consumidor estadounidense en el contexto económico, aunque de manera heterogénea. Si bien sería razonable suponer que la cobertura mediática en torno a los aranceles ha deteriorado significativamente las expectativas, esto no se ha manifestado de forma generalizada y parece estar influido, en parte, por la identificación política de los encuestados que, al mismo tiempo, refleja una fuerte polarización (ver Figura 5).

Figura 5. Índice de expectativas del consumidor por identificación política (1966 = 100)



Esto en lo que respecta a las expectativas sobre el entorno económico. En contraste, al analizar las expectativas de inflación a corto y largo plazo de la misma encuesta, sí se observa un incremento pronunciado a raíz del tema arancelario, particularmente en las expectativas de largo plazo (a 5 años), como se muestra en la Figura 6.

De esta forma, el panorama comienza a tornarse negativo, al menos en términos de sentimiento entre los consumidores. Por un lado, una parte de la población percibe un entorno económico más complejo; por otro, se anticipa un escenario más inflacionario en los próximos años. La amplia cobertura mediática en torno a la administración Trump 2.0 ha catalizado, sin duda, la formación de expectativas negativas. Por ello, argumentamos que la 'contaminación' del sentimiento y de las expectativas podría trasladarse al consumo privado desde el primer trimestre del año, si bien por ahora los datos coincidentes dan señales contrarias.

Figura 6. Expectativas de inflación del consumidor a corto y largo plazo (% a/a)



El traspaso al consumo no tiene probabilidad de 0.

En contraste con los indicadores de sentimiento, los indicadores económicos coincidentes siguen apuntando a que el consumo de los hogares debería mantenerse estable en lo que resta del año. Si bien

el crecimiento del ingreso disponible real se verá limitado por una menor generación de empleos y por el aumento de precios —ya sea por la aplicación de aranceles o por la incertidumbre en torno a ellos—, esperamos que los ingresos reales continúen creciendo, aunque de forma moderada. Asimismo, se prevé continuidad en la mejora de la productividad laboral y un servicio de deuda de los hogares relativamente estable.

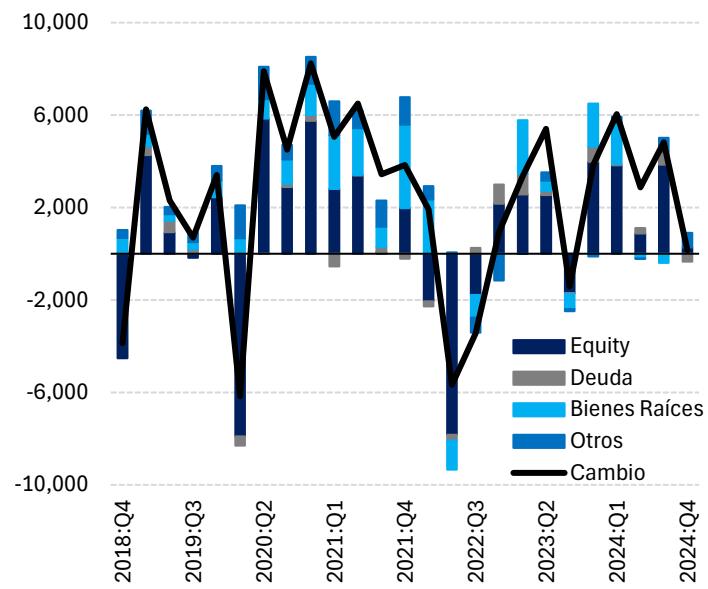
En condiciones normales, cabría esperar que los consumidores reduzcan su tasa de ahorro ante un repunte inflacionario, lo que permitiría sostener el nivel de gasto en consumo. No obstante, un deterioro en la confianza de los hogares y la reciente pérdida de riqueza —derivada de la caída en los mercados bursátiles— podrían provocar una desaceleración del consumo más severa de lo inicialmente anticipado.

Por ejemplo, la Figura 7 muestra que el patrimonio neto de los hogares y organizaciones sin fines de lucro cerró 2024 con un dinamismo menor al previsto, registrando un incremento de apenas 1.4 mil millones de dólares (mmdd) en el cuarto trimestre, por debajo de los trimestres más fuertes de años anteriores. Este resultado contrasta con los picos observados en 2020-2021, cuando los estímulos fiscales y el auge de los mercados financieros llevaron el crecimiento del patrimonio a niveles superiores a los 6 mmdd por trimestre.

El desglose revela que la contribución de los activos financieros (*equity*) fue moderada, mientras que los bienes raíces aportaron positivamente, aunque en menor medida que en trimestres anteriores. Por su parte, la deuda volvió a incrementarse, lo que refleja una mayor carga financiera para los hogares. Este patrón sugiere que, si bien la riqueza neta siguió creciendo, lo hizo a un ritmo más débil y con una composición menos favorable para el consumo. Además, factores exógenos como las disruptiones climáticas registradas a inicios de 2025 y una temporada inusualmente intensa de influenza y gripe afectaron negativamente la actividad comercial. De hecho, tomando como referencia

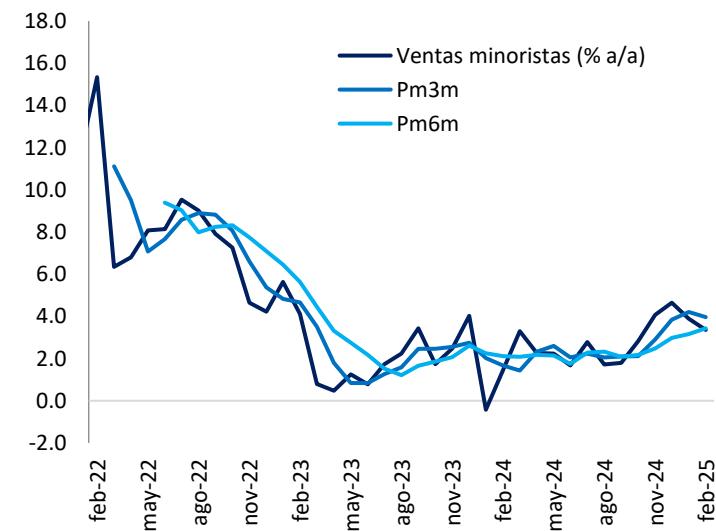
otros indicadores, las ventas minoristas cayeron 1.2 % mensual en enero, con una ligera recuperación de apenas 0.2 % en febrero, si bien todavía en niveles por arriba de 3.0% en términos anuales. A esto se suma el deterioro en el sentimiento de los hogares y el aumento en las expectativas de inflación, lo que en conjunto sugiere que el consumo privado podría perder la inercia positiva que mostró a lo largo de 2024.

Figura 7. Variaciones en el patrimonio neto de los hogares y las organizaciones sin fines de lucro (mmdd)



Fuente: Profuturo con datos de las cuentas financieras de EE.UU., FOMC

Figura 8. Ventas minoristas (% a/a y promedios móviles 3 y 6 meses)



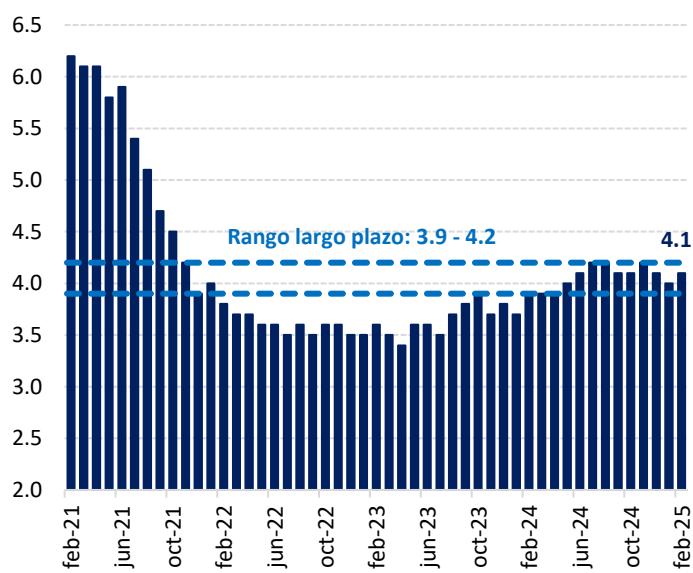
Fuente: Profuturo con datos de FRED

El mercado laboral mantiene su impulso, aunque comienza a mostrar algunas grietas. En febrero, la creación de empleos no agrícolas fue de 151 mil, una cifra ligeramente por debajo de lo esperado por el mercado. Además, se revisó a la baja el dato de enero, de 143 mil a 125 mil, aunque el dato de diciembre fue ajustado al alza, de 307 mil a 323 mil.

Considerando estas revisiones, junto con una tasa de desempleo que se mantiene estable y cercana a su nivel de largo plazo, así como una tasa de participación laboral sin cambios significativos, los datos del mes sugieren que la tasa neutral (r^*) podría ser más elevada de lo que se estimaba previamente, y que el mercado laboral sigue siendo resiliente.

En este contexto, consideramos que los datos laborales recientes no justifican, por sí solos, un ajuste de postura por parte del FOMC. La cifra de febrero fue razonablemente positiva y las revisiones de meses previos no fueron suficientemente significativas como para alterar el panorama general. Así, el mandato de empleo continúa en segundo plano, mientras que el de inflación cobra mayor relevancia en las decisiones de política monetaria actuales.

Figura 9. Tasa de Desempleo en Estados Unidos (%; U-3)



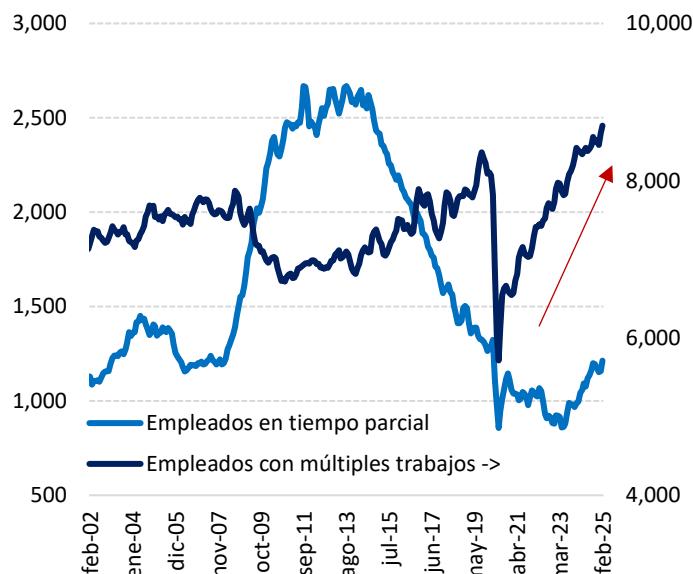
Fuente: Profuturo con datos de *Bureau of Labor Statistics (BLS)*

En el detalle, consideramos que el ligero aumento en la tasa de desempleo —que pasó de 4.0 % en enero a 4.1 % en febrero— no resulta particularmente alarmante, considerando que desde abril de 2024 esta ha oscilado dentro del rango de 3.9 % a 4.2 %. Además, el incremento se explica en parte por una reducción de 385,000 personas en la fuerza laboral, que se ubicó en 170.4 millones en febrero, en donde gran parte provino de los despidos en el sector público como consecuencia de las medidas tomadas por el Departamento de Eficiencia Gubernamental (DOGE) durante el mes en cuestión. En paralelo, el número de personas empleadas cayó en 588,000 a 163.3 millones, mientras que la cifra de desempleados aumentó en 203,000, alcanzando los 7.0 millones.

No obstante, los despidos y la desaceleración en las contrataciones han llevado a un mayor número de trabajadores a considerarse desempleados, incluyendo aquellos desalentados tras largos períodos fuera del mercado laboral o con dificultades para encontrar empleo en su sector. La tasa de participación laboral descendió dos décimas, ubicándose en 62.4 % en febrero. En conferencia de prensa, el presidente de la Reserva Federal, Jerome Powell, describió al mercado laboral como inmerso en un entorno de “bajos despidos y bajas contrataciones”.

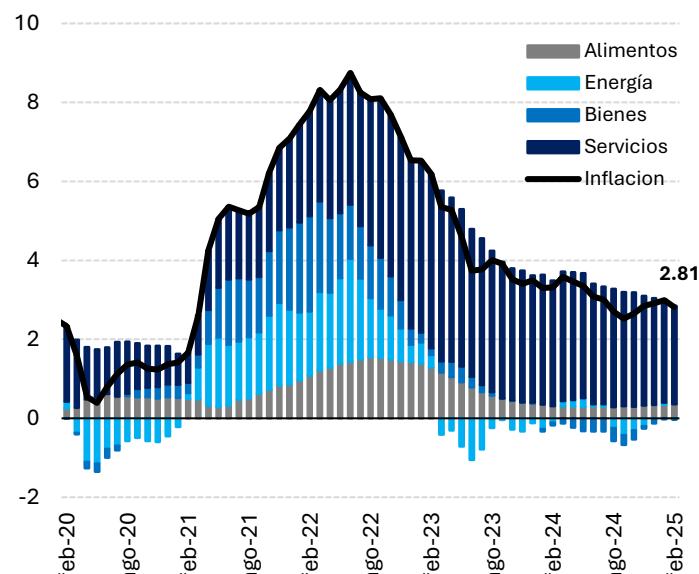
En este contexto, estos datos probablemente otorgan a la Reserva Federal la confianza necesaria para mantener sin cambios su tasa de interés objetivo a corto plazo, mientras enfrenta a presiones inflacionarias que no ceden. Sin embargo, el reporte de febrero también trae consigo señales claras de desaceleración: hay más personas fuera del mercado laboral de forma permanente, y un aumento en el número de trabajadores a tiempo parcial por razones económicas. Además, el número de estadounidenses con múltiples empleos alcanzó un récord de casi 8.9 millones.

Figura 10. Medidas alternativas de empleo (miles de personas)



Fuente: Profuturo con datos de *Bureau of Labor Statistics (BLS)*

Figura 11. Inflación CPI por componentes (% a/a)



Fuente: Profuturo con datos de *BLS*

Inflación: respiro en febrero, aunque elevada todavía. La trayectoria de la inflación general continúa elevada, aunque el dato de febrero revirtió la tendencia al alza observada desde septiembre de 2024. El incremento anual fue de 2.8% y mensual de 0.2%, menor al 3.0% del mes de enero. El descenso era anticipado por el mercado, en parte por la disipación del choque agropecuario que presionó los precios del huevo durante diciembre y enero.

El dato indica que el panorama de flexibilización es todavía complicado, potencialmente durante la primera mitad del año: gran parte de los analistas espera menos cambios en la tasa de interés, si no es que ninguno durante el año. Además, el *Bureau of Labor Statistics (BLS)* señaló que incluso pese a que descendió el índice de gasolina, el subcomponente de energía se presionó por alzas en electricidad y gas natural.

Por su parte, la inflación subyacente se ubicó en 3.1% anual y 0.2% mensual, mostrando una moderación respecto al 3.3% registrado en el mes previo. Al analizar los componentes, la inflación en el rubro de vivienda se desaceleró en febrero, con una variación anual de 4.24%. En tanto, los precios de la energía disminuyeron tras haber registrado incrementos durante los tres meses anteriores. Esta baja en los precios energéticos es favorable para el gasto de los consumidores —especialmente entre los hogares de menores ingresos—, aunque persisten presiones en rubros como gas natural y electricidad.

No obstante, la Reserva Federal deberá actuar con cautela. Si bien los choques de oferta residuales de la pandemia se han disipado en su mayoría, las presiones recientes y la incertidumbre asociada a la política comercial podrían generar una mayor persistencia inflacionaria en el corto plazo, particularmente por el efecto del *frontloading* y la posible implementación de nuevos aranceles.

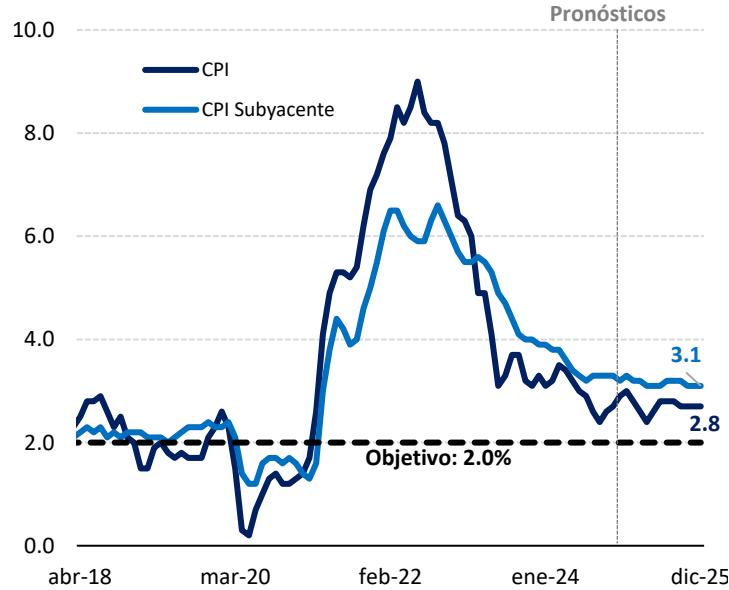
En los próximos meses, la atención sobre el IPC estará centrada en el subcomponente de bienes durables. Los aranceles adicionales del 10% sobre productos chinos no parecen haber tenido, por ahora, un impacto significativo en el índice,

incluyendo precios de ropa, muebles y productos electrónicos. Aunque los precios de la ropa subieron en febrero, esto podría obedecer a una corrección tras la caída observada en enero, más que a un efecto directo de los aranceles.

Cabe destacar que el BLS actualizó recientemente la ponderación de los componentes del IPC, otorgando mayor peso a los vehículos nuevos. Considerando que la administración de Trump ha amenazado con imponer aranceles a los automóviles, este cambio metodológico podría amplificar el impacto en el índice, en caso de concretarse dichas medidas. Esto representa un riesgo inflacionario al alza que no debe subestimarse.

En consecuencia, ajustamos al alza nuestro estimado de inflación de cierre de año, pasando de 2.5% a 2.8 % anual, dado que el balance de riesgos sigue inclinado hacia una mayor inflación, condicionado principalmente a la evolución de la política comercial y económica.

Figura 12. Pronósticos de inflación Profuturo (% a/a)



Fuente: Estimaciones Profuturo con datos de BLS y Fed de San Luis

En este entorno de mayores señales de incertidumbre, los mensajes del FOMC fueron claros: cautela y asimetría en la función de reacción. En el marco de la decisión de política monetaria del 19 de marzo, el Fed decidió por

unanimidad mantener la tasa de fondos federales en un rango de 4.25%–4.50%. Esta decisión reafirmó el enfoque cauteloso de la Reserva Federal en el ajuste de la política monetaria, con una postura dependiente de los datos y en consideración del reciente repunte inflacionario.

Asimismo, en esta reunión se publicaron las proyecciones económicas actualizadas de los miembros del FOMC. Estas reflejan un entorno de mayor inflación y menor crecimiento. En particular, la previsión para el PCE se revisó al alza, pasando de 2.5% (proyección de septiembre) a 2.7% anual. Por otro lado, el estimado de crecimiento del PIB se ajustó a la baja, de 2.1% a 1.7%.

El comunicado destacó avances importantes en el mercado laboral, especialmente en torno a la estabilización de la tasa de desempleo, y señaló que el crecimiento económico continúa a un ritmo moderado. No obstante, incorporó un nuevo lenguaje al advertir que “la incertidumbre en torno a las perspectivas económicas ha aumentado” y eliminó la frase anterior que sugería que los riesgos para alcanzar los objetivos de empleo e inflación “están aproximadamente equilibrados”.

En general, el comunicado fue interpretado con un tono mayormente *hawkish*, sugiriendo un entorno de menor flexibilización monetaria ante el reconocimiento de posibles choques de oferta derivados de los cambios en la política comercial en el país. Sin embargo, esta interpretación difiere del análisis realizado por nuestro modelo de Procesamiento de Lenguaje Natural, el “Hawkómetro”, el cual detectó un tono relativamente más acomodaticio en comparación con comunicados anteriores (ver Figura 13).

Lo interesante es que, pese al tono más suave identificado por nuestro modelo, el análisis de la nube de palabras muestra una alta frecuencia en el uso de los términos “employment” e “inflation”, lo que refleja que ambos mandatos siguen siendo centrales en la narrativa del FOMC. No obstante, esta narrativa incorpora una visión asimétrica en

cuanto a la función de reacción: existe una mayor resistencia a continuar pausando o incluso incrementar la tasa, en comparación con la disposición a recortarla rápidamente en caso de un deterioro significativo del mercado laboral.

Figura 13. Modelo *Text Analytics* – Hawkómetro Profuturo*



Fuente: Estimaciones Profuturo con datos de *FOMC*

Nota: * El valor del hawkómetro es la diferencia entre la probabilidad de que el comunicado tenga un sesgo restrictivo menos la probabilidad de que el comunicado tenga un sesgo acomodaticio. Valores positivos reflejan que el comunicado tiene una mayor probabilidad de tener un sesgo *hawk* y viceversa.

Figura 14. Modelo *Text Analytics* – Nube de palabras comunicado 19 de marzo



Fuente: Estimaciones Profuturo con datos de FOMC

Un ejemplo de esta postura es la expectativa reflejada en el *dot plot*, que sigue apuntando a dos recortes en lo que resta del año (equivalentes a 50 puntos base), la misma proyección que se observó en la revisión de septiembre, y alineada a nuestro escenario central de recortes para 2025, el cual hemos mantenido desde el 3T24.

En cuanto a la conferencia de prensa, el presidente de la Reserva Federal, Jerome Powell, respaldó una postura restrictiva al menos durante el primer semestre del año. Señaló que los cambios en política comercial, migratoria, fiscal y regulatoria podrían tener un impacto relevante sobre la economía en caso de materializarse este año. Aunque no detalló la magnitud ni la dirección de dicho impacto, subrayó que el *FOMC* seguirá monitoreando de cerca estos desarrollos.

Powell reconoció que aún es difícil estimar con precisión el traspaso de los aranceles a la inflación al consumidor. Sin embargo, se mostró optimista en torno a las expectativas de inflación: señaló que las medidas a largo plazo permanecen ancladas, aunque admitió que las expectativas de corto plazo han mostrado cierta volatilidad, reflejo de la actual incertidumbre económica. **En un guiño a su discurso en años anteriores, Powell volvió a utilizar el término “transitoria” al referirse a la naturaleza del reciente repunte inflacionario**, sugiriendo que el FOMC aún ve estas presiones como no permanentes.

Respecto al mercado laboral, afirmó que actualmente se encuentra en un entorno de "baja contratación y bajos despidos", situación que ha permanecido "en equilibrio" durante los últimos seis meses. No obstante, advirtió que, si los despidos aumentaran de forma significativa, podrían traducirse "bastante rápido" en un alza de la tasa de desempleo, debido al bajo ritmo de contratación observado.

Ante estos hechos, consideramos que todavía el mercado laboral le da mayor seguridad al *FOMC* de mantenerse sin cambios, sobre todo en un entorno

en el que no se observan renovadas presiones sobre la inflación, sobre todo en el contexto arancelario. Ante ello, estamos estimando **2 recortes de 25 puntos base en 2025 (junio y septiembre)**, lo que llevará a la tasa de fondos federales a un rango de **3.75% - 4.00%** al cierre de año.

Figura 15. Medianas de estimados de crecimiento económico de los integrantes del FOMC (% a/a)

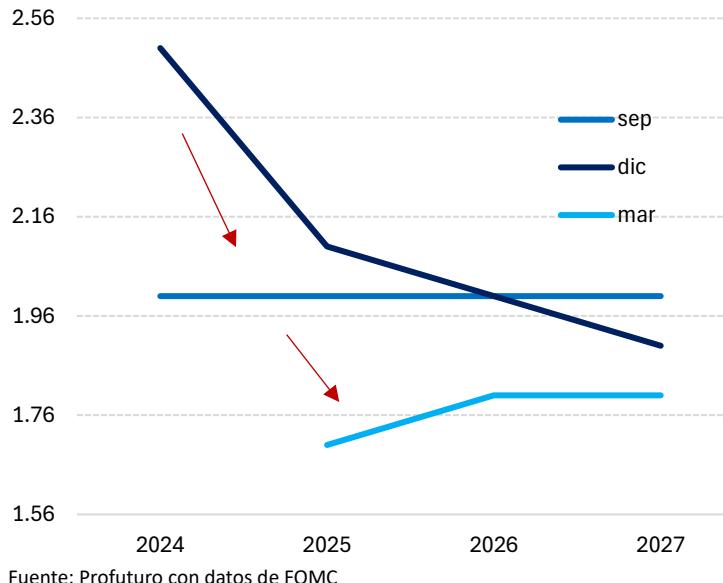
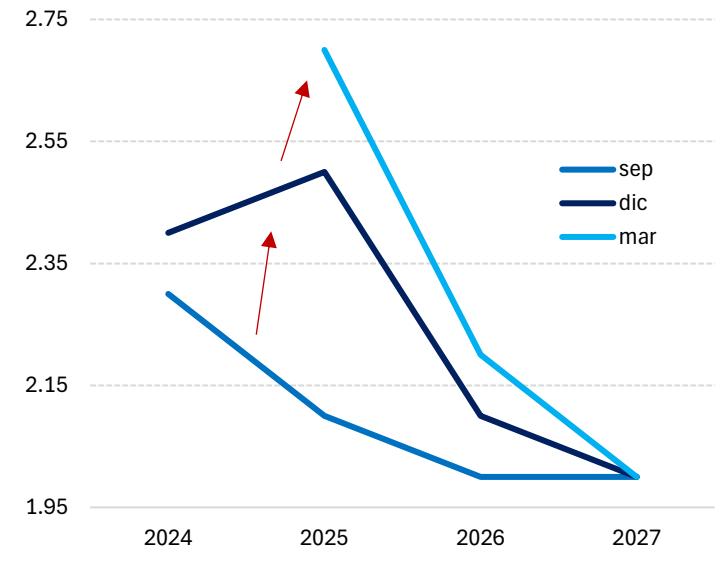


Figura 16. Medianas de estimados de inflación de los integrantes del FOMC (% a/a)



México: ¿Recesión Técnica?

Indicadores	2025	2026
PIB	0.70%	1.80%
Inflación (eop, %)	3.70%	3.90%
Tasa de referencia	8.25%	7.75%

Fuente: Estimaciones Profuturo

La debilidad observada en el último trimestre de 2024 parece extenderse hacia el primer trimestre de 2025, según lo sugiere el Indicador Global de la Actividad Económica (IGAE). Con cifras ajustadas por estacionalidad, el IGAE de enero registró una contracción mensual de 0.2%, acumulando así dos meses consecutivos a la baja. En términos anuales, el crecimiento fue nulo (0.0%), una ligera mejora frente a la caída de 0.7% registrada en diciembre.

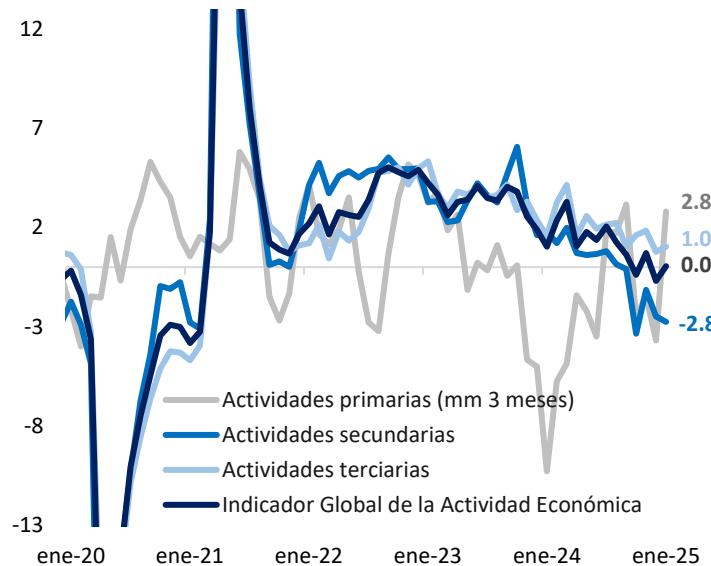
Por grandes sectores, la actividad industrial continúa siendo el principal factor de debilidad. En particular, el componente de construcción se contrajo 6.4% anual, sumando seis meses consecutivos de caídas, reflejo de una menor inversión —tanto pública como privada— en el sector. Este retroceso en la construcción no logró ser compensado por los otros componentes del sector secundario: la minería continuó en terreno negativo, afectada por una menor producción petrolera y metales industriales, mientras que los servicios relacionados con la generación, transmisión y distribución de energía, agua y gas también mostraron debilidad.

En contraste, el sector servicios mostró cierta resiliencia, aunque con señales de desaceleración. La información oportuna sugiere que algunos subsectores como comercio al por menor y transporte mantienen un ritmo moderado, pero otros —como servicios financieros y profesionales— han comenzado a perder dinamismo.

Este conjunto de datos refuerza la percepción de un inicio de año con bajo dinamismo económico y sugiere que el PIB del 1T25 podría mantenerse estancado o incluso registrar una segunda

contracción consecutiva, tras lo observado en el 4T24. De confirmarse, esto daría lugar a una recesión técnica —definida mediáticamente como dos trimestres consecutivos de contracción económica—. Esta posibilidad se alinea con la debilidad que también se ha reflejado en los indicadores de confianza empresarial y del consumidor, ambos en retroceso desde diciembre.

Figura 17. Indicador Global de Actividad Económica (var. anual, %)



Fuente: Profuturo con estimaciones propias y datos de INEGI

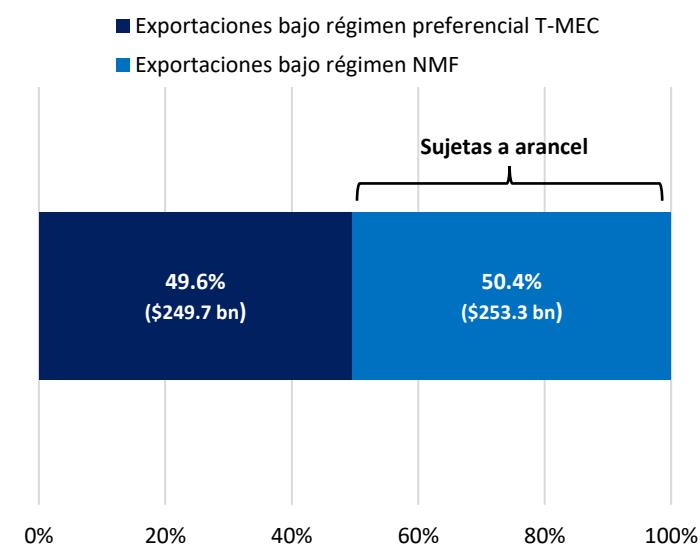
En cuanto al sector servicios —el de mayor peso en la economía y que hasta ahora había mostrado mayor dinamismo—, se registró una variación nula a tasa mensual y un crecimiento anual de apenas 1.0 % (vs. 0.8% a/a del mes previo). Este desempeño estuvo afectado tanto por factores estacionales en los servicios de alojamiento como por una desaceleración en el consumo de los hogares.

Estos datos confirman el ajuste que realizamos a nuestro pronóstico en enero. Desde entonces, estimamos que el crecimiento real del PIB será de 0.7 % anual en 2025 (vs. 1.2 % previamente) y de 1.8 % en 2026 (vs. 1.7 %).

En el mismo orden de ideas, el balance de riesgos para la economía mexicana se mantiene sesgado a la baja, ante la combinación de una menor inversión —tanto pública como privada—, una desaceleración del consumo y la amenaza de nuevos aranceles a

partir del 2 de abril. Adicionalmente, persiste incertidumbre sobre el impacto que tendrá en las exportaciones mexicanas la reciente imposición de un arancel del 25% a productos no cubiertos por el T-MEC. Aunque se anticipaba que la mayoría de los envíos estaría protegida, una proporción relevante de las exportaciones opera bajo el esquema de nación más favorecida (NMF), por lo que el efecto final aún está por definirse (ver Figura 18).

Figura 18. Importaciones de US desde México. (% por T-MEC y NMF)



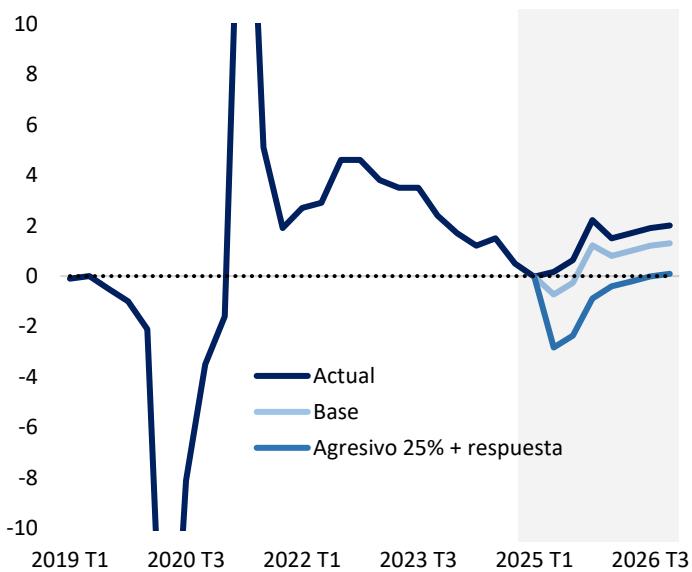
Fuente: Profuturo con estimaciones de Cato Institute (para mayor detalle: cato.org)

Además de nuestro escenario central —que parte de un *statu quo* en los que se mantienen los términos comerciales vigentes— reiteramos que, en caso de imponerse nuevos aranceles, nuestro escenario base contempla que Estados Unidos aplicaría medidas a México y Canadá de manera focalizada en sectores estratégicos, con tasas de entre 5% y 10%. Consideramos que este escenario es el más probable, ya que permitiría a Donald Trump mantener una retórica proteccionista sin provocar un choque severo en la economía. **En este caso, estimamos que el crecimiento de México en 2025 se reduciría a 0.0%.**

En un escenario más agresivo, en el que se impongan aranceles generalizados del 25% y México responda con medidas de represalia, proyectamos

una contracción del PIB de (-)1.5% en 2025. Atribuimos una baja probabilidad a este escenario debido al alto grado de integración económica entre México, Canadá y Estados Unidos, así como a los efectos adversos que tendría sobre el empleo y la inflación en la economía estadounidense. Sin embargo, independientemente del escenario, consideramos que es probable que se adopten medidas comerciales en un contexto en el que se buscaría ajustar las reglas de origen de contenido nacional, en el marco de la revisión del T-MEC prevista para 2026.

Figura 18. Crecimiento del PIB real en México (var. anual, %).



Notas: Las líneas sombreadas indican pronósticos

Fuente: Profuturo con estimaciones propias y datos de INEGI

Dicho lo anterior, estaremos atentos a los anuncios de aranceles recíprocos el 2 de abril, así como a la respuesta del gobierno mexicano, para evaluar la necesidad de ajustar nuestra proyección de crecimiento para la economía mexicana.

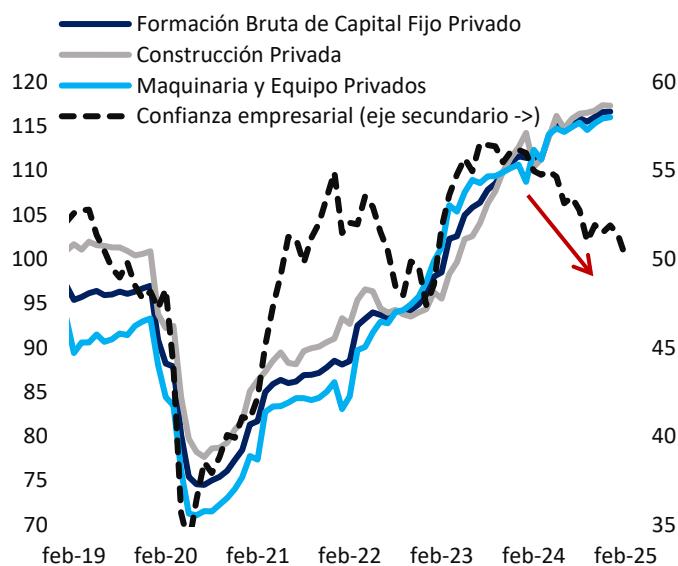
Independientemente del desenlace, el impacto sobre el sentimiento empresarial ya apunta a un mayor deterioro en la inversión. En febrero, con cifras desestacionalizadas, el índice de confianza empresarial retrocedió 1.4 puntos, acumulando dos meses consecutivos a la baja y ubicándose en su nivel más bajo en 25 meses.

Por otro lado, la inversión fija bruta privada muestra señales claras de desaceleración hacia el cierre de 2024. Aunque se mantiene en terreno positivo —con un crecimiento anual de 4.5% en diciembre, frente al 16.4% observado en el mismo mes de 2023—, resulta evidente que la tendencia de expansión registrada entre 2022 y 2023, con un promedio cercano al 10% anual, se ha interrumpido desde inicios de 2024.

Además, observamos un cambio en la naturaleza de la incertidumbre que domina el panorama. En 2024, el deterioro de la confianza respondió principalmente a factores internos —como la reforma judicial y el proceso electoral— que generaron inquietud, sobre todo entre empresarios locales. No obstante, en 2025, con Donald Trump y su retórica arancelaria nuevamente en el discurso público, la incertidumbre se ha desplazado hacia el frente externo.

Este nuevo entorno afecta también las decisiones de inversión extranjera directa y, en un contexto de menor dinamismo en los proyectos de inversión pública, prevemos que se traduzca en una menor inversión durante los próximos trimestres.

Figura 19. Confianza Empresarial e Inversión Fija Bruta Privada (2018=100;pts)



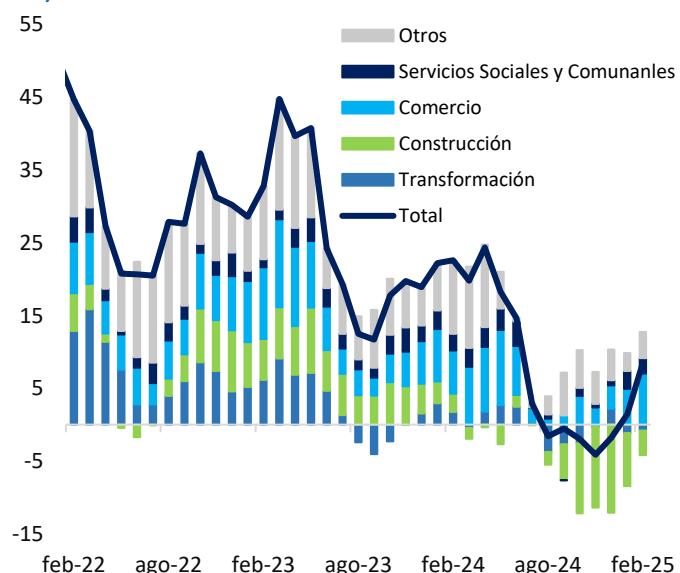
Fuente: Profuturo con datos de INEGI

A pesar de lo anterior, la inversión fija bruta privada conserva cierta inercia (ver Figura 19). Al igual que en 2019, no responde de forma inmediata a episodios de incertidumbre, ya que los proyectos en curso tienden a continuar, siendo el inicio de nuevas inversiones lo que usualmente se pospone.

Empleo formal resiente desaceleración de sectores clave. En febrero se registraron 119 mil nuevos empleos formales de acuerdo con el IMSS, por debajo de los 156 mil generados en el mismo mes de 2023, lo que refleja una pérdida de dinamismo en sectores industriales, en particular en el sector de construcción (ver figura 20).

Con cifras desestacionalizadas, la variación mensual del empleo fue de 8.5%, impulsada principalmente por el dinamismo en el comercio y en los servicios sociales y comunales. No obstante, pese a esta recuperación puntual, la creación de empleo formal continúa por debajo de los niveles observados en años anteriores. Nuestra expectativa es que dicha dinámica permanecerá estancada en los próximos meses, en línea con el entorno de menor inversión descrito en la sección anterior.

Figura 20. Puestos afiliados al IMSS (contribución a la var. mensual; a.e.)*



Nota: *Corresponde al promedio móvil de tres meses

Fuente: Estimaciones de Profuturo con datos del IMSS

Panorama menos optimista para el consumo de los hogares. En febrero, las ventas nominales de tiendas comparables reportadas por la ANTAD registraron una caída anual de (-)1.7 %, la primera contracción desde febrero de 2021 —en el contexto de los efectos de la pandemia—. Si bien esperamos que el consumo se mantenga apoyado por la baja tasa de desocupación, los programas sociales y las remesas, la menor creación de empleo formal y el enfriamiento generalizado de la economía podrían comenzar a reflejarse de forma más clara en la demanda interna.

En cuanto a inflación, esta mantiene ruta descendente, pero con riesgos latentes. En la primera quincena de marzo, la inflación general continuó moderándose. La variación quincenal fue de 0.14 %, por debajo del consenso del mercado y también de nuestra estimación (0.20%). Con ello, la inflación general anual se ubicó en 3.67%, desde el 3.81 de la quincena previa, situándose en su nivel más bajo desde 2020.

Este resultado obedece al desvanecimiento de choques previos, así como el impacto inicial del acuerdo entre el Gobierno Federal y el sector privado para fijar un tope de 24 pesos por litro en el precio de la gasolina regular, vigente por seis meses. Aunque algunas estaciones han sido señaladas por no respetar el tope, el efecto inmediato fue una caída de 1.32% quincenal en el precio de la gasolina magna. Lo anterior, apoyó a que la inflación no subyacente continuara descendiendo, aunque su volatilidad intrínseca representa un riesgo latente.

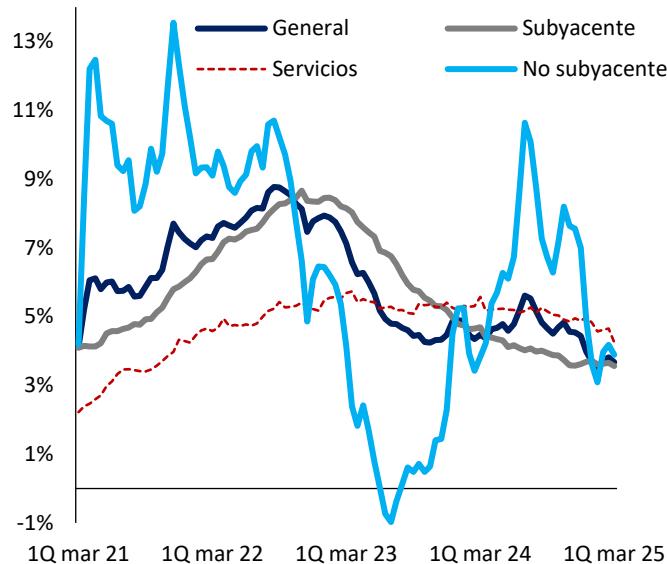
Por otro lado, al interior de la inflación subyacente, los servicios presentaron una moderación a 4.25% anual (desde 4.65 % en la quincena previa), su nivel más bajo desde enero de 2022, acercándose más rápidamente a su promedio histórico. Esta desaceleración ocurrió a pesar del repunte estacional en genéricos relacionados con el turismo (transporte aéreo, loncherías y restaurantes).

En contraste, las mercancías hilieron su tercera quincena consecutiva de aceleración, ubicándose en

2.92 % anual (vs. 2.76 % en la segunda quincena de febrero), impulsadas por un repunte en las no alimenticias, parcialmente compensado por una moderación en las alimenticias.

Hacia adelante, anticipamos que la depreciación cambiaria podría acelerar el retorno de las mercancías a su media prepandemia (3.8% anual). Sin embargo, creemos que el efecto será acotado ante un entorno de menor demanda.

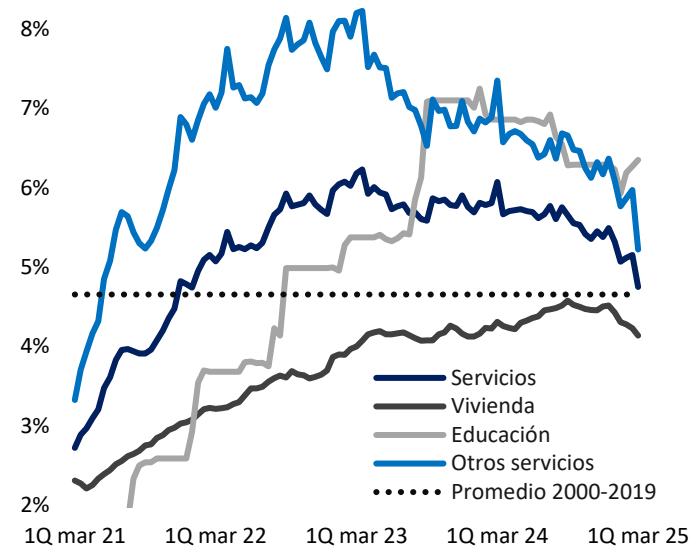
Figura 21. Inflación general y sus componentes (var anual, %)



Fuente: Profuturo con datos de INEGI

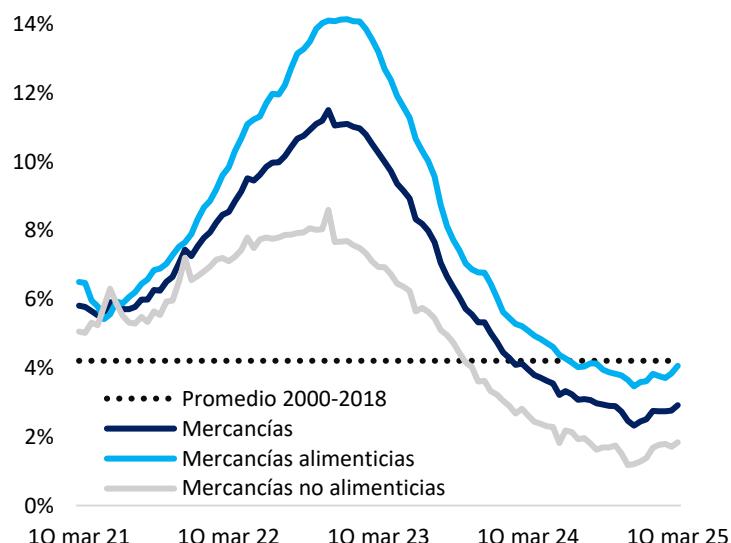
Mantenemos nuestra previsión de inflación en 3.70% al cierre de 2025, apoyada por la disipación de choques vistos el año pasado por el efecto de las sequías, y menores presiones inflacionarias por el lado de la demanda. Sin embargo, el balance de riesgos sigue sesgado al alza, ante renovadas disruptciones en la oferta por condiciones climáticas, vulnerabilidades en el sector energético y un posible escalamiento arancelario con Estados Unidos.

Figura 22. Inflación de servicios y sus subcomponentes (var. anual, %)



Fuente: Profuturo con datos de INEGI y estimaciones propias

Figura 23. Inflación de mercancías y sus subcomponentes (var. anual, %)

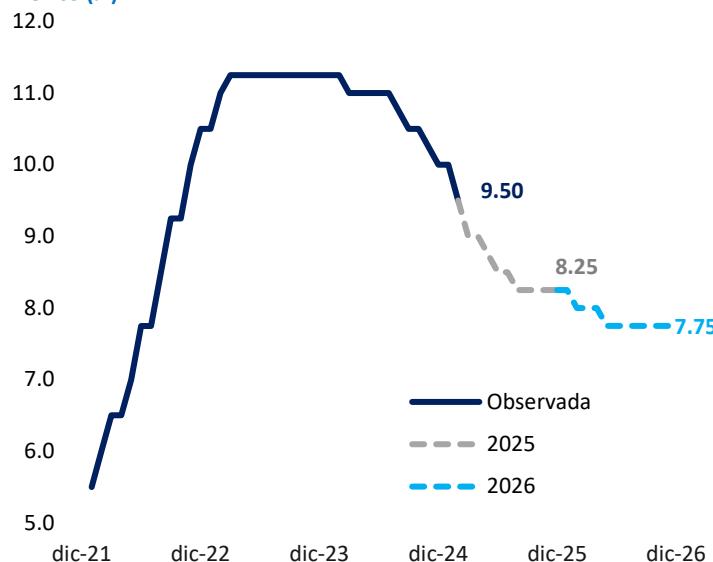


Fuente: Profuturo con datos de INEGI y estimaciones propias

Banxico con espacio para continuar flexibilización.

En línea con lo anticipado, Banxico recortó una vez más la tasa de interés objetivo en 50 puntos base el pasado 27 de marzo, llevándola a 9.00%.

Figura 24. Trayectoria de estimada de la tasa objetivo de Banco de México (%)



Fuente: Profuturo con estimaciones propias

Al respecto, nuestra convicción previo a este recorte se fundamentaba en los siguientes elementos:

- **Inflación convergiendo:** nuestro análisis sugiere que la inflación general podría ubicarse por debajo del 3.0% en julio. No obstante, el segundo semestre podría enfrentar presiones por aranceles, aumento en costos de bienes importados y la normalización de precios de mercancías hacia su media histórica (3.8% desde el 2.7% actual).
- **Riesgos de recesión técnica:** la actividad muestra señales claras de desaceleración. De confirmarse una contracción del PIB en el 1T25, se configurarían dos trimestres consecutivos a la baja, cumpliendo la definición técnica de recesión.
- **Política monetaria aún restrictiva:** la Regla de Taylor Profuturo, bajo distintas especificaciones, confirma que la postura monetaria sigue siendo contractiva incluso tras el recorte. La tasa real *ex-ante* se mantiene ligeramente por encima del 6 %, por lo que los recortes no implican una

relajación total de las condiciones financieras. (Ver Recuadro 1: **Estimaciones de reglas de Política Monetaria en México**).

- **Narrativa mayormente dovish:** pese a la incorporación de Gabriel Cuadra a la Junta, consideramos que el tono general sigue siendo ampliamente acomodaticio (ver Figura 22). Esto se refleja en los comunicados recientes, donde al menos tres miembros han manifestado su inclinación a favor de recortes más agresivos.

En línea con lo anterior, nuestro modelo de *Text Analytics* confirmó que los comunicados recientes presentan un sesgo *dovish*, reflejando mayor preocupación por el crecimiento que por la inflación, en un contexto donde la postura monetaria sigue siendo restrictiva.

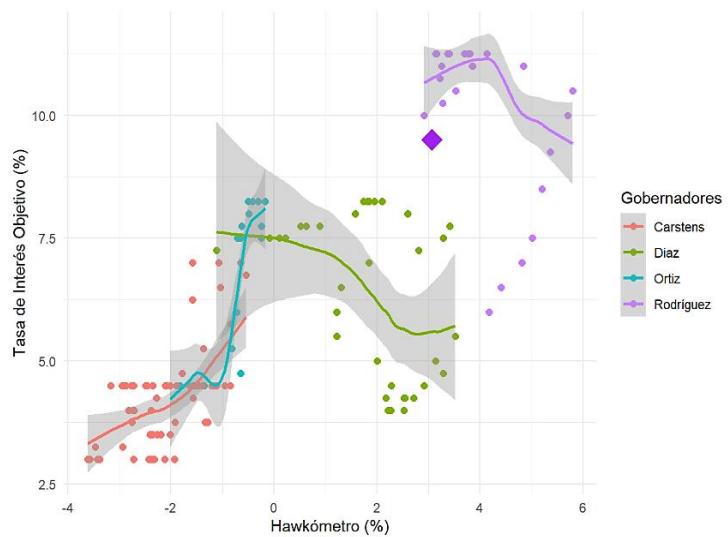
Figura 25. Hawkómetro Profuturo – Banxico*



Fuente: Estimaciones Profuturo

Notas: * El valor del hawkómetro es la diferencia entre la probabilidad de que el comunicado tenga un sesgo restrictivo menos la probabilidad de que el comunicado tenga un sesgo acomodaticio. Valores positivos reflejan que el comunicado tiene una mayor probabilidad de tener un sesgo *hawk* y viceversa.

Figura 26. Modelo de tasa de interés basado en el Hawkómetro por Gobernador



Fuente: Estimaciones Profuturo

Recuadro 1. Estimaciones de Reglas de Política Monetaria en México

Coyuntura:

Con el objetivo de evaluar la consistencia de la postura monetaria actual del Banco de México frente al entorno macroeconómico, estimamos distintas variantes de la Regla de Taylor, incorporando elementos que permiten capturar el carácter inercial de la política monetaria y la sensibilidad a condiciones externas como la política de la Reserva Federal y el comportamiento del tipo de cambio real.

1. Formulación básica y modelo extendido

Partimos de la formulación tradicional de la Regla de Taylor:

$$i_t = r^* + \pi_t + \phi_{\pi}(\pi_t - \pi^*) + \phi_y(y_t - y_t^*)$$

donde:

- i_t : tasa de interés nominal objetivo,
- r^* : tasa neutral,
- π_t : inflación observada,
- π^* : meta de inflación (3.0%),
- $(y_t - y_t^*)$: brecha del producto (*output gap*),
- ϕ_{π}, ϕ_y : coeficientes de respuesta a inflación y brecha del producto, respectivamente.

Dado el carácter inercial de la política monetaria, estimamos una versión extendida con rezagos y una constante que captura de forma implícita la tasa neutral:

$$i_t = \alpha + \phi \cdot i_{t-1} + (1 - \phi)[\beta_{\pi}(\pi_t - \pi^*) + \beta_y(y_t - y_t^*)]$$

2. Modelos Alternativos

(i) Regla con *Fed Funds Rate*:

$$i_t = \alpha + \phi i_{t-1} + (1 - \phi)[0.4 \cdot (\pi_t - \pi^*) + 0.4 \cdot (y_t - y_t^*) + 0.2 \cdot i_t^{Fed}]$$

(ii) Regla con tipo de cambio real:

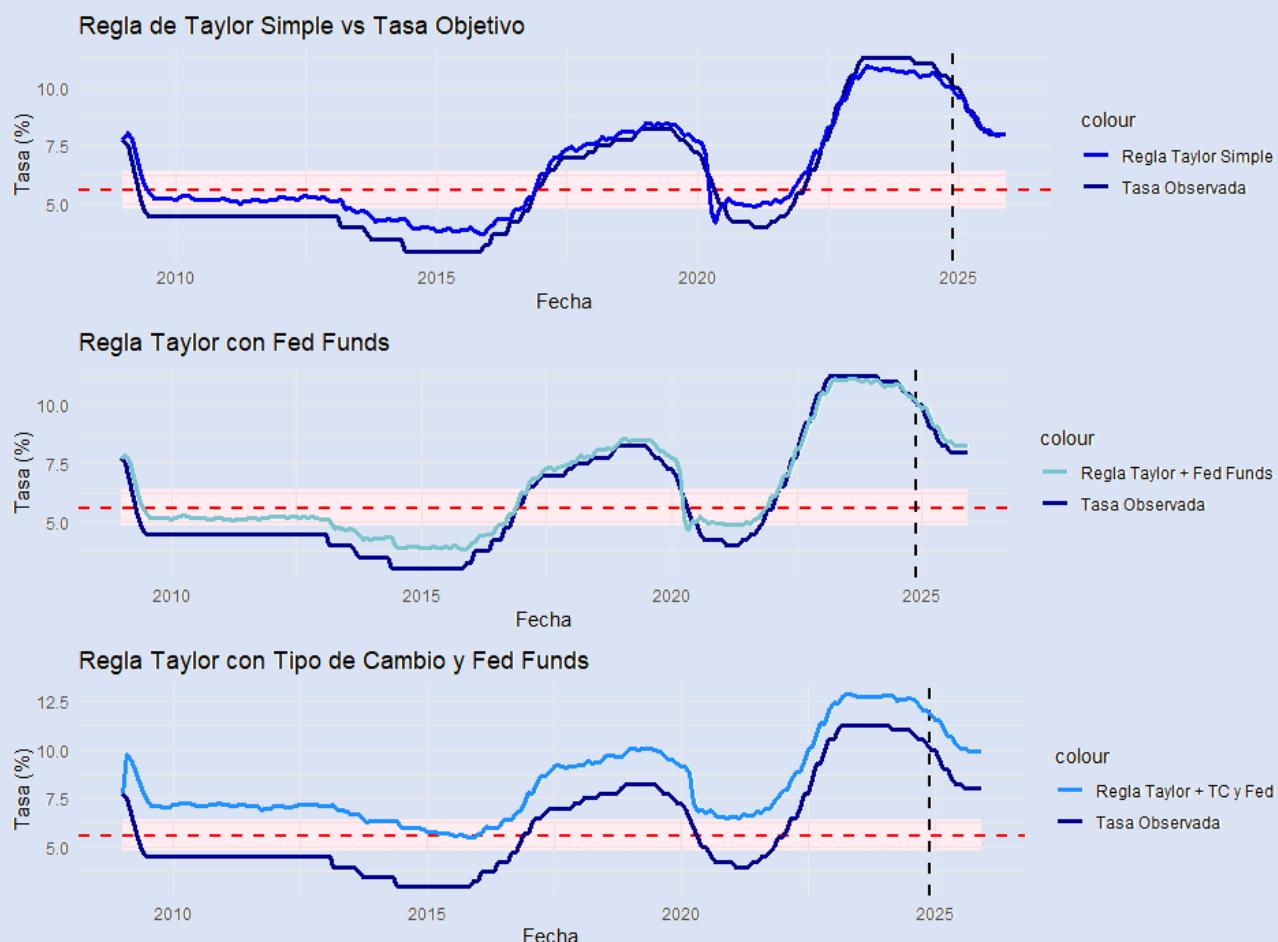
$$i_t = \alpha + \phi i_{t-1} + (1 - \phi)[0.5 \cdot (\pi_t - \pi^*) + 0.3 \cdot (y_t - y_t^*) + 0.2 \cdot i_t^{Fed} + 0.1 \cdot REER_t^f]$$

donde i_t^{Fed} representa la tasa de fondos federales y $REER_t^f$ el tipo de cambio real bilateral ajustado por inflación. Resulta relevante que las ponderaciones capturen la prioridad relativa de los elementos considerados por el Banco de México en su función de reacción, en el marco de su mandato exclusivo de preservar el poder adquisitivo de la moneda.

3. Resultados Principales

- Bajo todos los esquemas, la tasa observada se mantiene por encima de lo sugerido por las reglas, lo que implica una postura aún restrictiva.
- La inclusión del *Fed Funds* y del tipo de cambio genera trayectorias de tasa ligeramente más elevadas, particularmente en el caso del segundo; sin embargo, la señal de gradualismo permanece. Es importante destacar que, al utilizar el tipo de cambio real efectivo (REER), el mensaje es que la postura monetaria debería mantenerse mayormente restrictiva, lo que podría sugerir un entorno en el que la mayor volatilidad cambiaria resulte preocupante para los miembros de la Junta de Gobierno.
- Los resultados son consistentes con un entorno de inflación convergiendo al objetivo, si bien aún a un ritmo gradual, y un ciclo económico en desaceleración.

Gráfica 1. Estimación de diferentes reglas monetarias (%)



Nota: A diferencia del cálculo de una Regla de Taylor tradicional, se agregaron al modelo econométrico dos variables adicionales: una constante (*Alpha*) que representa la tasa de interés neutral, además de un rezago en la tasa de interés nominal (*phi*) que incorpora un coeficiente de inercia. Esto refleja la tendencia de política monetaria a hacer ajustes graduales en un contexto de incertidumbre interna y global.

4. Especificaciones técnicas

- Horizonte de análisis: enero 2009 – febrero 2025, frecuencia mensual.
- Estimaciones realizadas con modelos VAR para validar interacciones macroeconómicas.
- Rango de tasa neutral utilizado: [4.8%, 6.4%], resaltado visualmente en las gráficas como banda de referencia, y calculado por el Banco de México (*Extracto del Informe Trimestral Abril – Junio 2024, Recuadro 7, pp. 101-104, documento publicado el 28 de agosto de 2024; para mayor detalle: [Recuadro de Análisis](#)*).

5. Conclusiones

Los resultados brindan evidencia cuantitativa que respalda la viabilidad de nuestro escenario de trayectoria de tasas para 2025, hasta ahora estimado en 8.25% al cierre de año (consenso Citi: 8.00%). Este escenario sugiere que el Banco de México continuará con el proceso de normalización monetaria a lo largo del año, manteniendo una postura consistente con la convergencia de la inflación y condiciones externas menos restrictivas.

Es importante señalar, además, que a pesar de las reducciones en la tasa de interés estimadas para los próximos 12 meses, la postura monetaria sigue siendo restrictiva en términos absolutos. En particular, se mantiene al menos un margen de 185 puntos base entre la tasa nominal y la parte alta del intervalo estimado para la tasa neutral nominal.

Esto podría sugerir que, dadas las condiciones en las que continúe el proceso desinflacionario y se mantenga la holgura en la actividad económica, los recortes podrían extenderse durante 2026. Hasta ahora, se estiman reducciones adicionales por 50 puntos base hacia un nivel de 7.75% en dicho año, aunque persisten riesgos a la baja.

Dirección Ejecutiva de Estrategias de Inversión

Estrategias y Análisis Macroeconómico

Responsables

Antonio Sibaja
CIO

David Tapia
Economista en jefe
luis.tapia1@profuturo.com.mx

Érica Bautista
Estratega Senior
erica.bautista@profuturo.com.mx

Andro Asatashvili
Economista Global
andro.asatashvili@profuturo.com.mx

Adiel González
Economista México
adiel.gonzalez@profuturo.com.mx

Juan Carlos Gutiérrez
Estratega
juan.gutierrez@profuturo.com.mx

Jesús Ojeda
Economista junior
jesus.ojeda@profuturo.com.mx



Para acceder a nuestros
reportes

El Departamento de Estrategias y Análisis Macroeconómico proporciona información sobre las condiciones macroeconómicas de México, así como de Estados Unidos y la economía global. A pesar del esfuerzo involucrado en lograr la mayor precisión en el análisis realizado, y dada la naturaleza aleatoria de las variables económicas, ni el Departamento de Estrategias y Análisis Macroeconómico ni Profuturo AFORÉ S.A. de C.V. se hacen responsables de cualquier tipo de daño o perjuicio que pudiera ocurrir como consecuencia del mal uso de la información por parte del cliente. El presente documento debe considerarse como un ejercicio de comunicación entre contrapartes y las opiniones vertidas no representan de ninguna manera a las instituciones. Las opiniones expresadas en el mismo podrían considerarse subjetivas y/o diferir con el tiempo.