

Perspectiva Económica Global

Agosto 2025

Incertidumbre asegurada

Global

- Entre la rivalidad y la resiliencia

Estados Unidos

- *Make the Fed Great Again?*

México

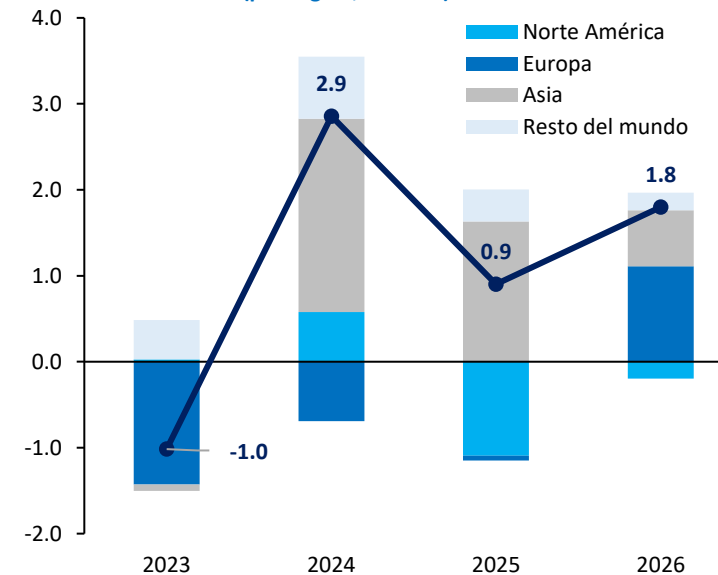
- Del impulso temporal a la realidad

Recuadro de Investigación. *Sensibilidad del oro ante riesgos geopolíticos: un enfoque TVP-VAR con volatilidad estocástica*

Entre la rivalidad y la resiliencia

La economía global mantiene altos niveles de incertidumbre con una administración estadounidense enfocada en el proteccionismo selectivo. El escenario presenta una persistente volatilidad geoeconómica que ha provocado una reducción del comercio, incentivando la inversión doméstica en detrimento del comercio mundial. Sin embargo, dicho efecto ha sido menor a lo esperado en abril, redefiniendo las relaciones bilaterales en un contexto de rivalidad económica. En este contexto, seguimos pensando en un impacto moderado sobre la actividad global, en donde nuestra estimación de crecimiento para la economía global de 2.9% al cierre de 2025 recobra sentido.

Figura 1. Contribuciones al crecimiento del volumen del comercio mundial de mercancías (por región; % anual)



Fuente: Profuturo con información de la OMC

Tras los acuerdos comerciales, el comercio global ha entrado en una nueva fase caracterizada por el proteccionismo selectivo y un creciente enfoque en sectores estratégicos. La anticipación de importaciones y un entorno macroeconómico más favorable han impulsado modestamente las previsiones para 2025, aunque la incertidumbre arancelaria sigue pesando sobre la confianza empresarial, la inversión y las cadenas de suministro. Hasta ahora, se ha

evitado una espiral de represalias generalizadas, pero el riesgo permanece.

Para Norteamérica, la seguridad fronteriza es el epicentro de la actual política trilateral. México y Estados Unidos acordaron una prórroga de 90 días de los términos comerciales actuales, pero aplicando tarifas del 25% a bienes fuera del acuerdo y del 50% a acero, aluminio y cobre. Este período busca permitir avances hacia un acuerdo a largo plazo, enfocado en temas de seguridad fronteriza en donde el gobierno mexicano ha adelantado la posible firma de un acuerdo relacionado a capacitación policial. Por su parte, Canadá adoptó una postura más firme, solicitando una “renegociación amplia” del acuerdo, lo que podría alterar la dinámica trilateral.

A pesar de estos avances, la región tendrá un papel negativo en el crecimiento del comercio global tanto, aunque en el primer año el impacto será menor al esperado, con las importaciones norteamericanas cayendo 8.3% en 2025 (-9.6% en abril), mientras que sus exportaciones se reducirían -4.2%.

La contribución de Europa al comercio mundial en 2025 ha pasado de ser moderadamente positiva a ligeramente negativa. Sus exportaciones caerían -0.9%, mientras que las importaciones crecerían solo 0.4%, ambas cifras por debajo de lo previsto en abril. La región se ve afectada directamente por los aranceles en sectores estratégicos como el automotriz y la aeronáutica, aunque ciertas exenciones, como la aplicada a los aviones en agosto de 2025, han moderado parcialmente el impacto.

No obstante, el conflicto en Ucrania ha presentado una oportunidad para la región. La reunión entre Vladimir Putin y Donald Trump en Alaska tuvo al mandatario ruso desplazando el debate desde un alto al fuego inmediato hacia la búsqueda de un acuerdo de paz más amplio. En paralelo, el encuentro entre Trump y Volodímir Zelensky sugiere que Ucrania estaría dispuesta a ceder en dos puntos clave para Moscú: su integración a la OTAN y el

estatus de Crimea, anexada por Rusia en 2014. A corto plazo no se espera una resolución del conflicto, con la Unión Europea (UE) asumiendo un papel central en el sostenimiento militar de Kiev. Aunque los nuevos términos podrían abrir la puerta a una negociación directa, la inversión militar del bloque podría dar alivio al crecimiento de la región en combinación con un estímulo al consumo interno.

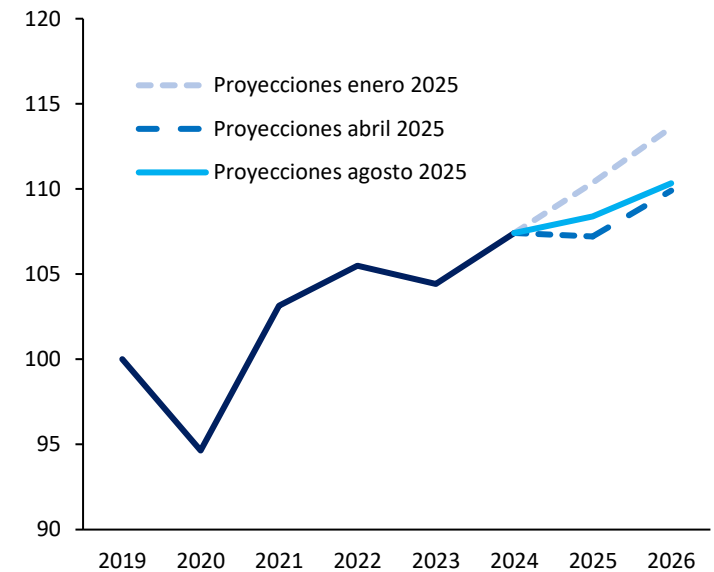
Asia seguirá siendo el principal motor positivo del comercio mundial en 2025, aunque su contribución en 2026 será menor a la prevista en abril. En particular, se espera un aumento del 4.9% en las exportaciones, muy por encima del 1.6% proyectado en abril, lo que refuerza el papel de la región como sostén del comercio internacional frente al enfriamiento de otras economías.

Sin embargo, esta fortaleza también enfrentará desafíos con la caída de los precios del petróleo (ingreso importante en países productores de energía) y la relación bilateral entre China y EE. UU. que evoluciona hacia una interdependencia, aunque estratégica, marcada por la resiliencia de las cadenas de suministro y el equilibrio entre eficiencia y seguridad. De esta manera, se espera que la tregua continúe, con negociaciones enfocadas en el sector tecnológico, mientras EE.UU. intensifica su intervención estatal. Aun así, Asia seguirá aportando el mayor impulso relativo al crecimiento del volumen de comercio en 2025.

Con ello, el comercio de mercancías crecería 0.9% en 2025, una mejora respecto a la contracción de -0.2% prevista en abril, aunque menor al 2.7% estimado antes de los aumentos de aranceles. De acuerdo con la OMC, este repunte se debe principalmente a la anticipación de importaciones en EE.UU. Sin embargo, a medida que los aranceles surtan pleno efecto, se prevé que el crecimiento del comercio mundial se reduzca a 1.8% en 2026, desde el 2.5% previsto originalmente. En consecuencia, los recientes cambios arancelarios tendrán un impacto

negativo ya que, además de los efectos comerciales, mantendrá la cautela en la inversión privada.

Figura 2. Volumen del comercio mundial de mercancías (Índice 2019 = 100)



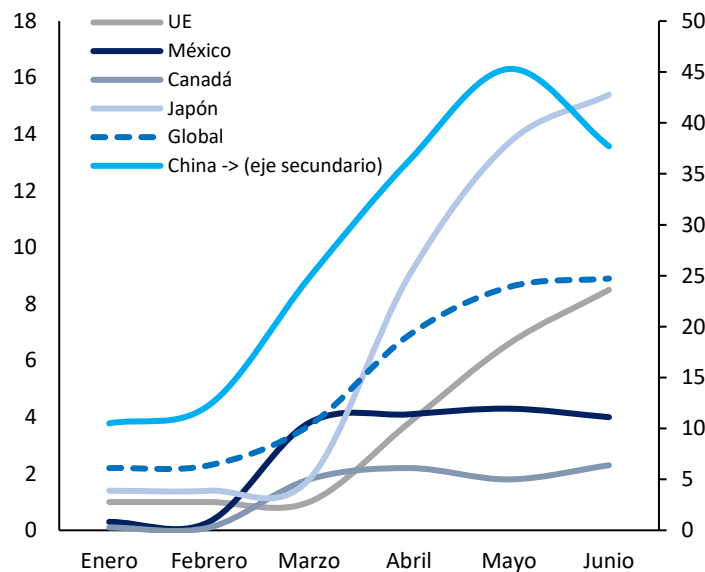
Fuente: Profuturo con información de la OMC

El escenario reitera que la relación EE.UU.-China será el principal foco de incertidumbre con disparidad de tarifas aplicadas entre países que anticipa un reacomodo de las cadenas de suministro. Las importaciones desde México apenas han cambiado, lo que sugiere un impacto limitado. En contraste, las compras desde la UE, que se adelantaron en 1T25 (sobre todo en farmacéuticos), han caído desde abril y están ya por debajo de los niveles de 2024. Los casos más severos son Canadá, con una caída del 25% respecto a enero, y China, con una contracción del 50%, reduciendo su participación en las importaciones de EE. UU. a solo 7%.

De esta manera, la decisión de Donald Trump de extender la pausa arancelaria por 90 días con China dio un respiro a los mercados globales. Sin embargo, la administración también avanza en medidas inéditas como el acuerdo con Nvidia y AMD para recibir el 15% de sus ingresos por ventas de chips en China y la posible autorización de exportar semiconductores de IA avanzados.

Este contexto genera tanto alivio al sector exportador, como preocupaciones de seguridad nacional respecto a la competitividad estadounidense. En este sentido, la relación bilateral evoluciona hacia una interdependencia, aunque estratégica, con negociaciones enfocadas en el sector tecnológico.

Figura 3. Ingresos mensuales de EE.UU. por aranceles (% del valor total mensual de importaciones)



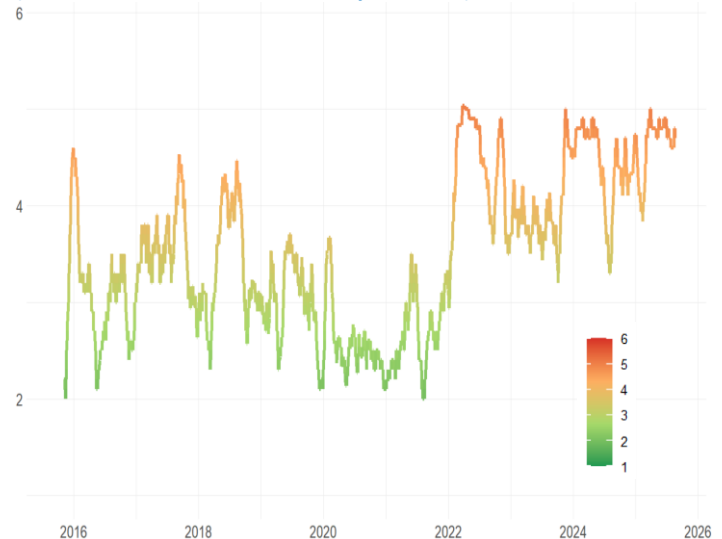
Fuente: Profuturo con información de PIIIE

En este escenario, los mercados han adoptado estrategias de cobertura, destacando una mayor diversificación hacia activos refugio. Frente a la elevada incertidumbre geoeconómica, instrumentos como el oro han permitido a los inversores mitigar y diluir riesgos. Este activo ha registrado un rendimiento cercano al 30% en lo que va del año (YTD), consolidándose como un elemento clave en la nueva dinámica de los mercados de capitales.

Presentamos un ejercicio econométrico que estima la sensibilidad de los precios del oro frente a riesgos geopolíticos. El modelo TVP-VAR con volatilidad estocástica permite capturar la dinámica temporal de la relación entre el riesgo geopolítico y el precio del oro. Este enfoque es especialmente relevante; permite interpretar la evolución del apetito por activos refugio y anticipar periodos de mayor vulnerabilidad ante disrupciones exógenas (léase el recuadro de investigación).

Los resultados muestran que el oro mantiene actualmente una alta sensibilidad, en niveles comparables a los observados en 2022 durante el inicio de la guerra en Ucrania. Así, a pesar de su reciente estabilidad en precios, el metal continúa reaccionando a los choques geopolíticos, lo que refleja que los mercados aún perciben un elevado grado de incertidumbre.

Figura 4. Nivel de sensibilidad del oro a riesgos geopolíticos, índice (Promedio móvil de 30 días; 1 = Baja, 6 = Alta)



Fuente: Profuturo con información de Yahoo Finance & Caldara-Iacobello

En conjunto, el escenario internacional refleja un reacomodo de fuerzas marcado por la convergencia entre seguridad y comercio. La economía global transita un periodo de creciente fragmentación, perjudicando el comercio global y la inversión privada. Con ello, las decisiones estadounidenses no solo buscan estimular la inversión y la producción doméstica, sino también redefinir las relaciones bilaterales en un contexto de rivalidad geoeconómica.

Con ello, el balance de riesgos permanece sesgado a la baja, influenciado por tres factores:

- El impacto acumulado de la política comercial estadounidense sobre flujos de comercio e inversión.
- La persistencia de tensiones políticas que erosionan la percepción de solidez institucional en mercados desarrollados.

- El avance acelerado de la fragmentación geoeconómica, con implicaciones en costos de producción y cadenas de suministro.

EE. UU.: *Make the Fed Great Again?*

Indicadores	2025	2026
PIB (% a/a)	1.70%	1.50%
Inflación (eop, %)	3.20%	2.30%
Tasa de fondos federales (rango, %)	3.75% - 4.00%	2.75% - 3.00%

Fuente: Estimaciones Profuturo

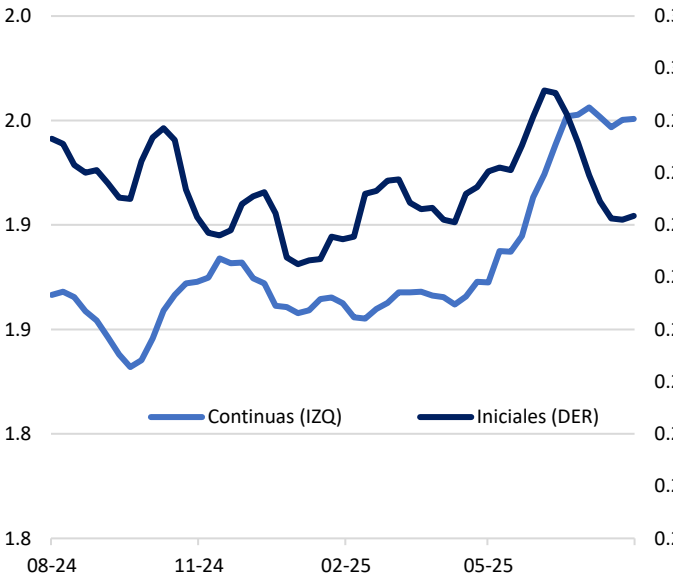
Nuestra expectativa se mantiene en un aterrizaje suave con un crecimiento estimado de 1.7% en 2025. El balance de riesgos se mantiene a la baja, derivado de la política comercial estadounidense, sus posibles repercusiones en la inflación, el deterioro de la confianza institucional, la intervención política en organismos económicos clave y la cautela empresarial. Con respecto al cierre del segundo trimestre del año, no modificamos las expectativas de inflación; el traspaso arancelario empieza a manifestarse, pero parcialmente. El tema que seguir será la desaceleración del mercado laboral.

El escenario indica que empresarios están optando por una posición conocida como “no hire, no fire”. Las nuevas solicitudes de desempleo han disminuido desde su pico en junio, sin evidenciar una aceleración significativa; sin embargo, se atribuye a efectos estacionales, ya que se observan patrones similares en años anteriores. Adicionalmente, se anticipa que las solicitudes aumenten respecto a 2024 debido a que los despidos en el sector público aún no se han materializado por completo. Las solicitudes continuas (véase figura 5) indican una tendencia al alza, lo que sugiere que las personas desempleadas tardan más en reinsertarse al mercado.

Con ello, la duración promedio del desempleo se ubica en su nivel más alto desde 2022, denotando un apretamiento en el mercado. Esta combinación de factores podría flexibilizar la cautela del Fed en

su próxima reunión. Los datos indican que las empresas, aunque muestran reticencia a despedir empleados, no están creciendo en términos de mano de obra.

Figura 5. Media móvil a cuatro semanas de las solicitudes de desempleo (millones de solicitudes)



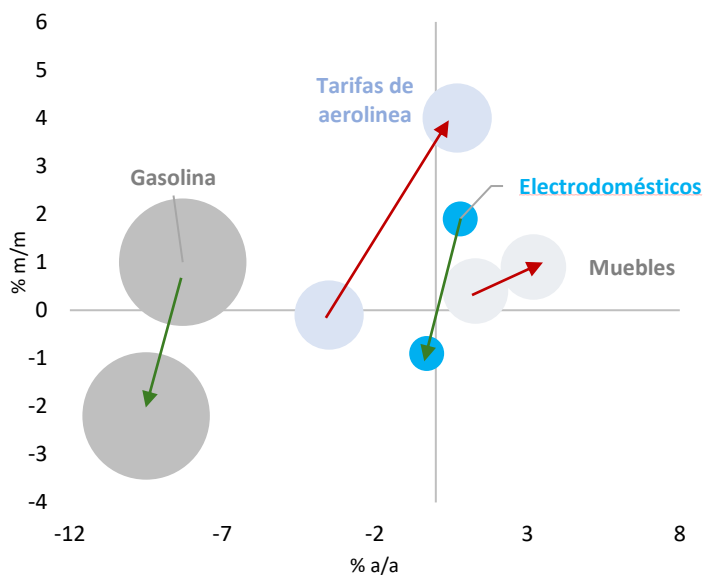
Fuente: Profuturo con datos de FRED St. Louis.

En cuanto a la inflación, se observan presiones en los precios de los bienes, aunque menores a lo anticipado. Por ello, mantenemos la proyección de inflación para el cierre de 2025 en 3.20% a/a. El índice de precios al consumidor (CPI) general de junio registró un aumento mensual de 0.2%, desacelerándose ligeramente respecto al 0.3% de mayo, y mantuvo la tasa anual en 2.7%. Este comportamiento se explica en gran medida por la desinflación en el sector energético, que mostró una caída anual de 1.6%, compensando el leve incremento en los precios de los alimentos, que crecieron 2.9% anual.

La inflación subyacente continúa en ascenso, situándose en 3.1% anual, aunque con señales mixtas. Algunos bienes que reflejaron anticipadamente el impacto de los aranceles, tales como juguetes y muebles, mantienen aumentos de precio; otros productos, como electrodomésticos, experimentaron una contracción del -0.9% con respecto al mes pasado. Vale la pena mencionar que esta desinflación

corresponde a un mes en el cual la demanda por electrodomésticos se disparó gracias a las compras anticipadas. Con ello, el incremento en la inflación subyacente de julio responde principalmente al componente de los servicios, que alcanzó un 3.6% anual. Esto significa que el traspaso de los aranceles es menor a lo anticipado, por lo que el aumento persistente en servicios mantendrá la balanza de riesgos al alza pese a la desaceleración en la parte no subyacente.

Figura 6. Inflación por segmento; (%m/m al mes de julio)



Fuente: Profuturo con datos de BLS

A pesar del débil traspaso arancelario, los precios al productor empiezan a denotar presiones. El índice de precios al productor (PPI) sorprendió al alza con un aumento de 0.9% mensual y 3.3% anual, marcando su mayor alza en tres años. Los precios de los servicios subieron 1.1% mensual, mientras que los bienes, excluyendo alimentos y energía, aumentaron 0.4%.

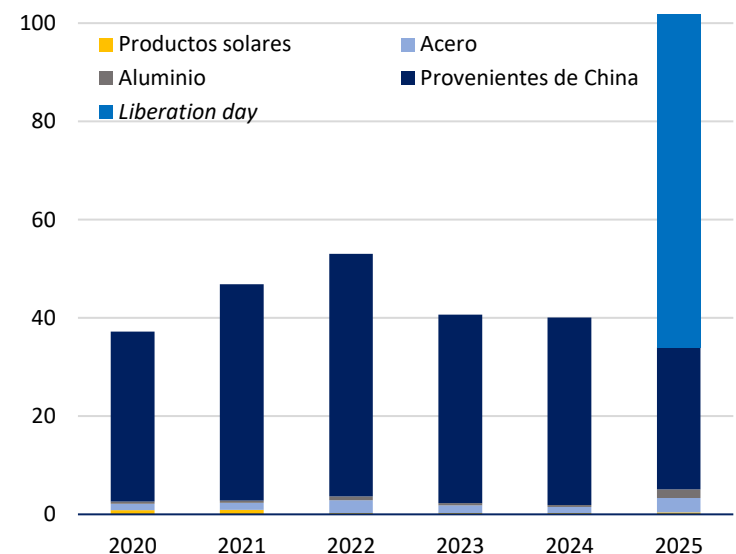
El componente subyacente refleja que las empresas están cada vez menos dispuestas a absorber el costo arancelario, lo que anticipa un posible repunte en el CPI a mediano plazo. El 30% del incremento en los precios de los servicios de consumo final en julio provino de márgenes en maquinaria y ventas al por mayor de equipamiento, mientras los

bienes de consumo final registraron un incremento de 0.7% (su mayor alza desde enero).

Los aranceles presentan un aumento considerable en los ingresos fiscales, pero no cumplen el objetivo de la administración presidencial. Hasta julio de este año, el Departamento del Tesoro ha registrado ingresos netos por aranceles que alcanzan los 135.68 mil millones de dólares, lo que representa un aumento de 35.81% respecto a la recaudación total de 2022, el máximo histórico anterior. Analizando la composición de los aranceles por pagar detectados por el Departamento de Seguridad Nacional (DHS), notamos que el alza en la recaudación proviene directamente de la política implementada en abril.

El llamado “*Liberation Day*” ya representa un minúsculo alivio fiscal para EE. UU. La figura 7 ilustra que únicamente los nuevos aranceles originados en la administración de Trump superan los aranceles por pagar totales en su punto máximo: 67.77 mil millones de dólares contra 53.06 mil millones en 2022. Ante el aumento del déficit público y las nuevas presiones generadas por la llamada *One Big Beautiful Bill*, cualquier aumento en la recaudación de ingresos fiscales es una buena noticia para EE. UU.

Figura 7. Aranceles de remedios comerciales por pagar por fuente, a julio de 2025 (miles de millones de dólares)

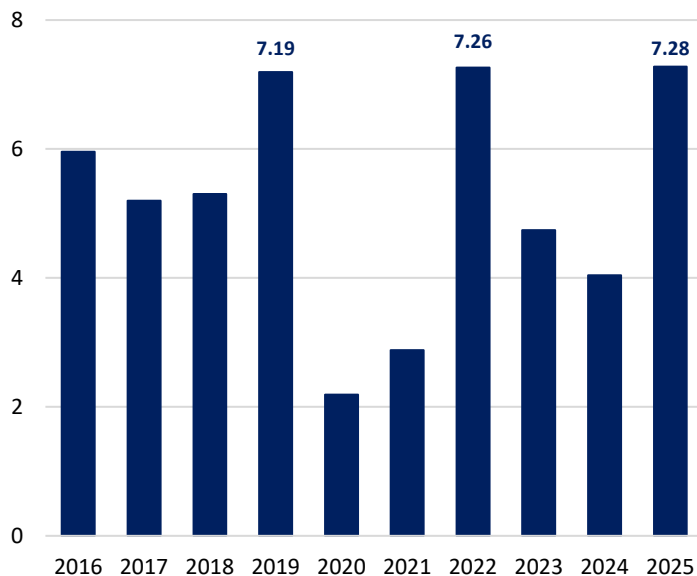


Fuente: Profuturo con datos del DHS

Históricamente, los aranceles nunca han representado una contribución significativa al pago de la deuda pública. La estimación más reciente del déficit fiscal para 2025 se sitúa en 1.865 billones de dólares. Por lo tanto, incluso bajo el supuesto de que se mantenga el ritmo de recaudación arancelaria registrado en julio para los meses de agosto y septiembre, últimos dos del año fiscal, los ingresos netos por aranceles representarían únicamente el 10.05% del déficit estimado por el *Congressional Budget Office* (CBO) para este periodo.

Es importante señalar que este cálculo asume que las tasas arancelarias permanecerán constantes respecto a julio, que la estimación del CBO es precisa y que el consumo de bienes importados no sufrirá contracciones adicionales. Actualmente, los ingresos fiscales netos por aranceles representan el 7.28% del déficit proyectado para 2025; muy lejos de la promesa de la administración y de ser un contrapeso real frente al esquema fiscal de la *One Big Beautiful Bill*.

Figura 8. Recaudación arancelaria neta como porcentaje del déficit fiscal (% a/a)

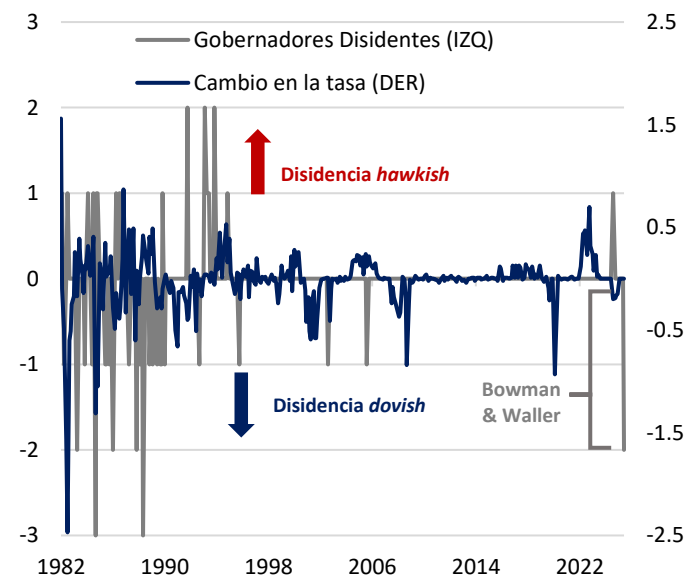


Fuente: Profuturo con datos del CBO y el Departamento del Tesoro.

El escenario plantea contraposiciones en el mandato dual del Fed. En las minutas del *FOMC*

correspondiente al 30 de julio, se observa una notable división interna; los miembros Michelle Bowman y Christopher Waller apoyaron un recorte de 25 puntos base, fundamentando su postura en los riesgos significativos para el empleo y en la consideración de que los aranceles no generarían un impacto tan pronunciado ni estructural sobre la inflación. Como ilustra la figura 8, esta es la primera ocasión desde diciembre de 1993 que se registra un nivel tan alto de disidencia—esta vez, con un sesgo *dovish*.

Figura 9. Disidencia de los gobernadores del Fed y cambios en la tasa efectiva de los fondos federales (% m/m)



Fuente: Profuturo con datos de la Reserva Federal de St. Louis

Dicho esto, mantenemos nuestro escenario base de dos recortes de 25 pb cada uno en 2025; uno en septiembre y otro en diciembre, para cerrar el año en un rango de 3.75-4.00%. El debate principal girará en torno a los efectos de los aranceles: algunos miembros los consideran un riesgo estructural, mientras que otros los perciben como temporales. En el momento de la decisión, la mayoría de los participantes mostró mayor preocupación por las presiones inflacionarias que por el mercado laboral, el cual fue calificado como “robusto”. No obstante, las minutas reflejan un giro hacia inquietudes por señales de enfriamiento en el mercado laboral.

En su discurso durante la conferencia de *Jackson Hole*, el presidente de la Junta de Gobernadores Jerome Powell manifestó apertura a ajustar la política monetaria, manteniendo una postura cautelosa debido al componente subyacente de la inflación, pero reconoció la existencia de riesgos considerables a la baja para el empleo.

Por su parte, las críticas sin precedentes de Trump hacia los miembros del *FOMC*, particularmente hacia Powell, incluyen insultos directos y amenazas de demandas por fraude; junto con las acusaciones de corrupción e intento de despido dirigidos a la gobernadora Lisa Cook y la reciente sustitución de Adriana Kugler por Stephen Miran, principal asesor económico de Trump, se destaca una creciente preocupación respecto a la independencia del organismo y la posible subordinación de su política a los intereses *dovish* del Ejecutivo.

En el agregado, nuestra perspectiva mantiene que la economía estadounidense muestra un crecimiento tenue. Las expectativas de los consumidores pintan un escenario desalentador producto de un traspaso arancelario que empieza a notarse; el indicador de la Universidad de Michigan cayó por primera vez desde abril, de 61.7% a 58.6%, superando las expectativas del mercado. Por su parte, mantenemos que la cautela empresarial podría seguir enfriando al mercado laboral.

El ajuste en la política monetaria del Fed estará aún marcado por la volatilidad de la política comercial y un mercado laboral frío. A menos que el reporte correspondiente a septiembre sorprenda, el primer recorte llegará ese mismo mes, seguido por uno adicional en diciembre. El mercado, tras los comentarios de Powell en *Jackson Hole*, anticipa con un 93% de probabilidad (vs. 85%) un recorte de 25pb en septiembre, reforzando nuestra expectativa. No obstante, la expectativa cayó entre la segunda y tercera semana de agosto, descendiendo desde un máximo de 100%. Seguimos reconociendo riesgos a la baja; perduran los riesgos no estructurales de los

aranceles y las señales de enfriamiento del mercado laboral.

En este contexto, la volatilidad de los activos de riesgo persiste al alza. De momento, no se descartan presiones adicionales derivadas de los aranceles. Nos encontramos a la espera de datos que confirmen o refuten que su efecto es estructural.

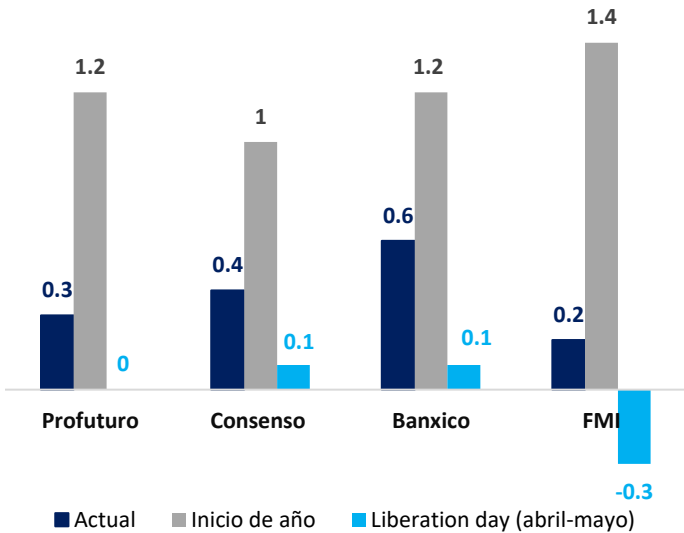
México: del impulso temporal a la realidad

Indicadores	2025	2026
PIB (% a/a)	0.3%	1.5%
Inflación (eop, %)	3.80%	3.90%
Tasa Objetivo (%)	7.25% (7.75%)	6.75% (7.25%)

Fuente: Estimaciones Profuturo

Durante la primera mitad del año, la economía mexicana mostró una resiliencia mayor a la anticipada, registrando un crecimiento promedio de 0.9%. Si bien este resultado refleja un menor dinamismo frente al 1.5% observado en el mismo periodo de 2024, superó las expectativas del consenso de analistas.

Figura 9. Pronósticos de crecimiento 2025 (% a/a)



Fuente: Profuturo con estimaciones propias, Banxico y la encuesta Citi

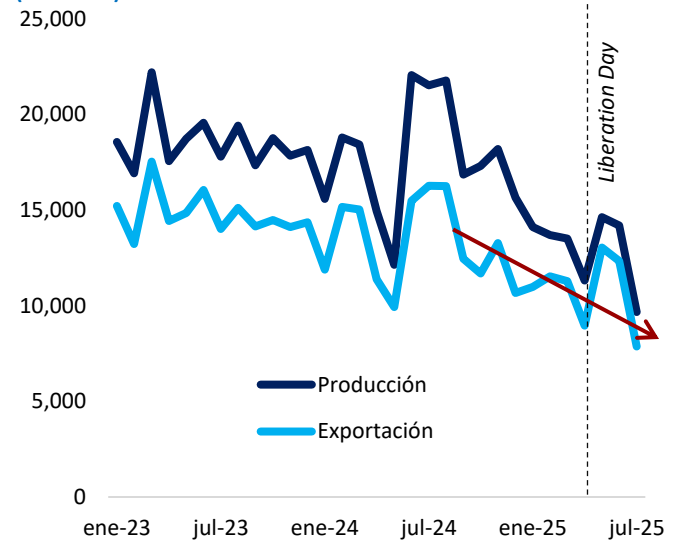
Este desempeño se explicó en gran medida por la firmeza de la demanda externa, destacando el acelerado crecimiento de las exportaciones manufactureras (excepto automotriz). En consecuencia, las proyecciones de crecimiento para 2025 se ajustaron al alza: de estimaciones negativas a un nivel promedio de 0.4% para el cierre del año.

Sin embargo, los datos recientes confirman una moderación en el dinamismo: las ventas de la ANTAD crecieron apenas 2.4% anual en julio, frente al 4.7% de junio, mientras que el IMEF Manufacturero se ubicó en 46.6 puntos, enlazando diecisiete meses en zona de contracción. Estas señales refuerzan nuestra convicción de que la actividad mantendrá un tono moderado en la segunda mitad del año. **En este marco, sostenemos nuestra previsión de un crecimiento de 0.3% en 2025, con recuperación hacia 1.5% en 2026 apoyada en efectos base, mayor certidumbre para la inversión y un impulso adicional en turismo y consumo de servicios por efectos del Mundial de Fútbol.**

Es importante destacar que, durante el segundo trimestre del año, el sector industrial se benefició de un repunte temporal en la demanda externa, resultado del *frontloading* en las exportaciones asociado a la amenaza de nuevos aranceles en Estados Unidos. De hecho, este elemento condujo a que la balanza comercial registrara un superávit de 887 millones de dólares durante el 2T25 (1T25: 909 millones, primeros saldos positivos desde la pandemia).

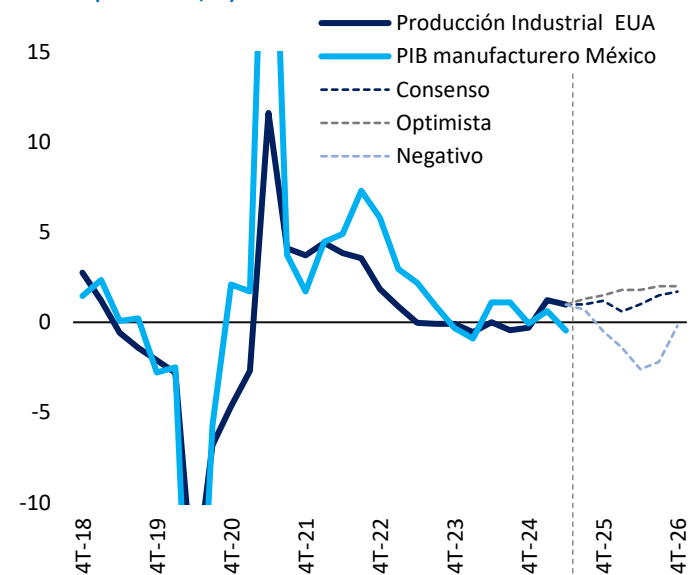
Aunque algunos analistas interpretaron este movimiento como una señal de reactivación del sector, los datos posteriores sugieren lo contrario: las exportaciones de vehículos ligeros, que crecieron 45% mensual en mayo, se contrajeron en los meses siguientes y acumulan una caída de -16.9% anual entre enero-julio, reforzando la retórica de que el impulso inicial fue temporal.

Figura 10. Exportación y Producción automotriz de vehículos ligeros (unidades).



Fuente: Profuturo con datos del Registro Administrativo de la Industria Automotriz (RAIAVL)

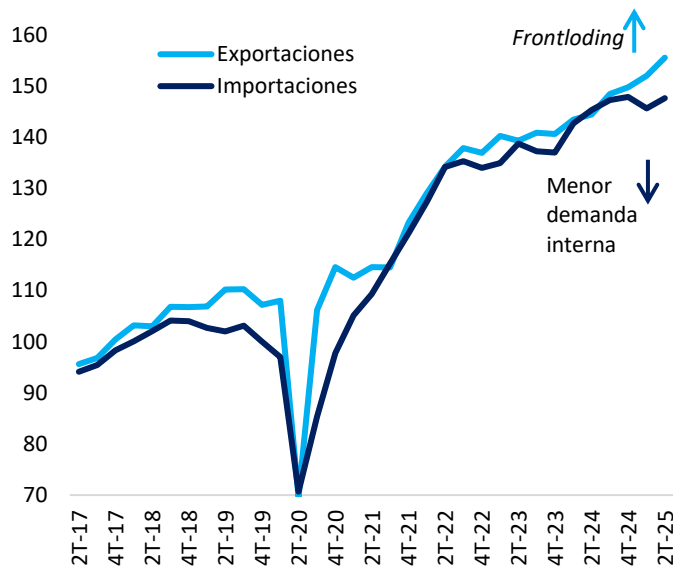
Figura 11. Producción Industrial EE.UU. y PIB manufacturero de México (var. anual; %)



Fuente: INEGI, FRED y Pronósticos de la encuesta Bloomberg

En este contexto, la perspectiva para la demanda externa luce incierta: mientras algunos anticipan un efecto “*boomerang*” —con contracciones posteriores al adelanto del consumo—, otros plantean cierta continuidad en la reactivación observada en el segundo trimestre.

Figura 12. Exportación e importación de mercancías no petroleras (miles de millones de dólares, a.e.)



Fuente: Profuturo con información de INEGI

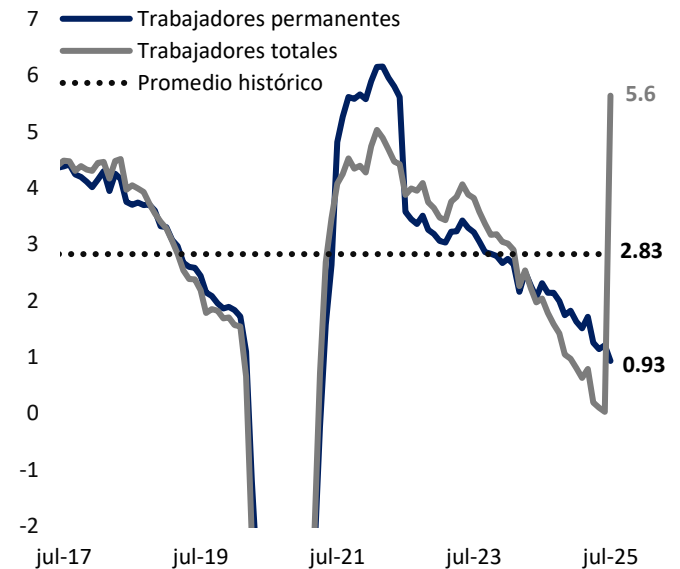
En cuanto a la demanda interna, el mercado laboral sin mejoras fundamentales, aunque con impulsos temporales. La pérdida de dinamismo industrial y la cautela inversionista por la incertidumbre —interna y externa— han venido afectando las condiciones de contratación a lo largo del año, reflejándose en un mercado laboral con bajo crecimiento del empleo formal.

En este contexto, la implementación de la nueva regulación para trabajadores de plataformas digitales (*Uber*, *Didi* y *Rappi*) que derivó en la incorporación de 1 millón 266 mil nuevos afiliados al IMSS en julio, lo que implicó un crecimiento anual de 5.6%, la mayor tasa desde abril del año 2000 (Figura 13). Este resultado fue recibido positivamente, al reflejar avances en la formalización y en el acceso a la seguridad social.

Sin embargo, estos empleos ya existían en la economía, y su registro formal implica únicamente un cambio estadístico, sin alterar la tendencia estructural del mercado laboral. De hecho, al excluir a los trabajadores temporales, el crecimiento del empleo

formal se mantiene débil: apenas 0.9% en trabajadores permanentes.

Figura 13. Número de trabajadores asegurados ante el IMSS (var. anual; %)



Fuente: Profuturo con datos del IMSS

La anterior muestra con claridad que, antes de la medida, el empleo formal registraba el menor dinamismo desde la pandemia, con 87,287 plazas creadas, que contrasta con los 295,058 empleos del mismo periodo, pero del año anterior.

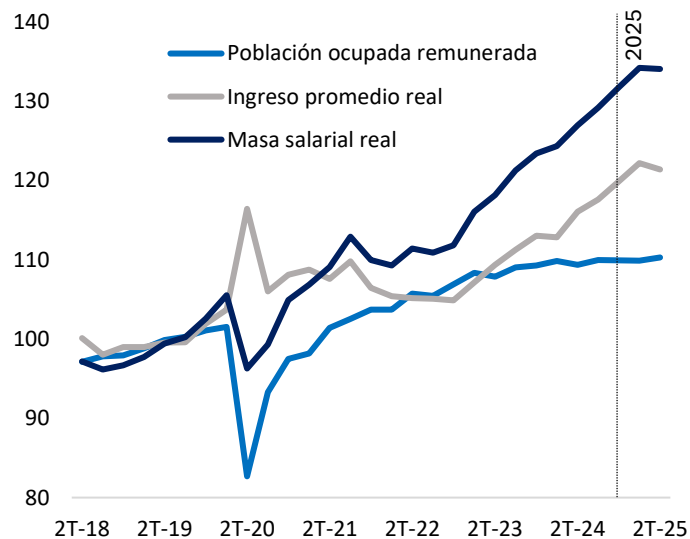
En cuanto al consumo: familias enfrentan un entorno menos favorable. Dado el deterioro de los ingresos laborales y la debilidad en la generación de empleos permanentes, las condiciones de consumo de los hogares se han vuelto menos favorables. De ello dan cuenta algunos indicadores adelantados de julio:

- Las ventas nominales a Tiendas Iguales de la ANTAD crecieron apenas 2.4% anual, por debajo del 4.7% en junio y del promedio acumulado en el año (3.1% enero-julio).
- El IMEF No Manufacturero (Servicios) se ubicó en 49.1 puntos, en zona de contracción y acumulando ocho meses consecutivos de descensos.

- El Índice de Confianza del Consumidor avanzó ligeramente a 45.9 puntos (+0.4 mensual), aunque permanece en niveles bajos y con una caída de -1.2 puntos en comparación anual, reflejando que las expectativas de los hogares se mantienen cautelosas.

Tomando en cuenta estos elementos, se confirma cierto deterioro a los fundamentales del consumo al segundo trimestre del año, destacando el retroceso en la masa salarial real y el ingreso promedio real, así como el estancamiento de la población ocupada remunerada. A esto se suma que las remesas enfrentan una perspectiva incierta, con tasas negativas en los últimos tres meses, condicionada tanto por la política migratoria como por la evolución del mercado laboral en Estados Unidos.

Figura 14. Determinantes del consumo privado (2019=100, a.e.)



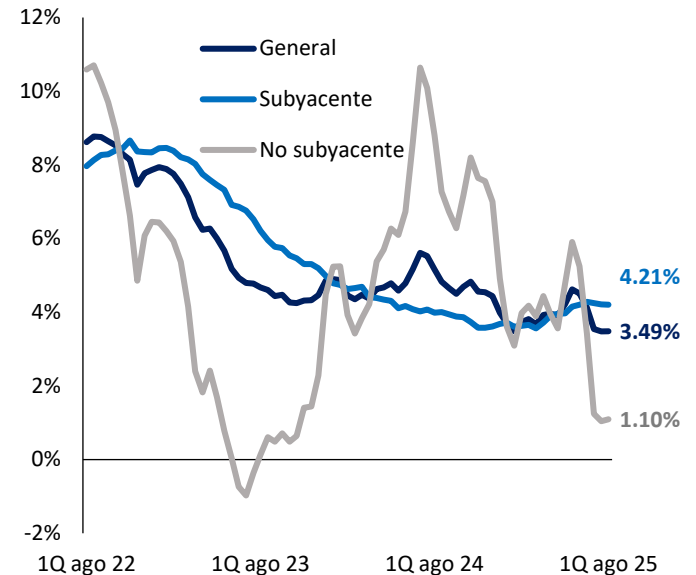
Fuente: Profuturo con Información de Banxico

En este sentido, una desaceleración mayor del consumo constituye un riesgo relevante a la baja para el dinamismo económico para lo que resta en 2025 y para el 2026.

Inflación: la ruta desinflacionaria se mantiene, aunque con retos importantes hacia adelante. En la primera quincena de agosto, la inflación general fue

menor a lo anticipado, registrando una caída quincenal de -0.02%, ubicándose en 3.49% anual (vs. 3.55% en la 2Q de julio).

15. Inflación general y sus componentes (var. anual; %)



Fuente: Profuturo con datos del INEGI

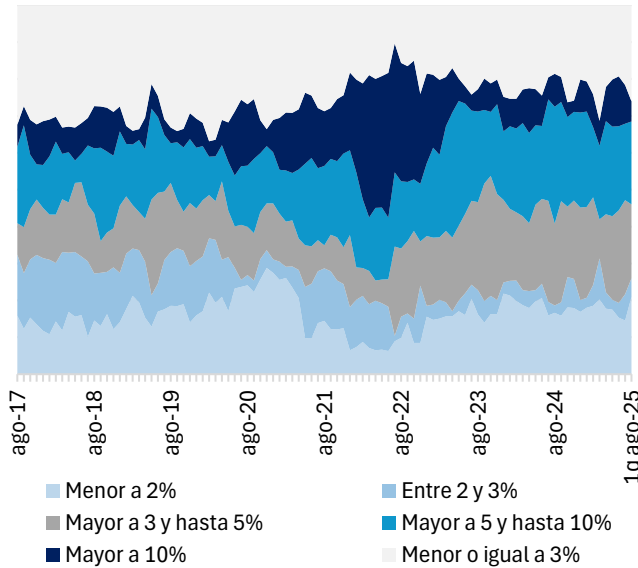
El resultado en la primera quincena de agosto provino principalmente de una desaceleración en los precios de los bienes agropecuarios, que junto con la energía han contenido a la inflación general, aunque este soporte podría revertirse con rapidez dado su carácter volátil.

En contraste, la inflación subyacente avanzó 0.09% quincenal (en línea con nuestra expectativa y por debajo del consenso), con una variación anual de 4.21%, prácticamente estancada respecto al 4.20% previo. Al interior, las mercancías crecieron 0.09% (3.97% a/a) y los servicios 0.10% (4.43% a/a), confirmando que la persistencia inflacionaria por encima de los niveles del 4.0% anual sigue concentrándose en el componente de servicios.

Evidencia de lo anterior se observa en la Figura 16, que muestra que una fracción importante de genéricos aún presenta incrementos por encima de 3% mensual, esto a pesar de la moderación en la

demanda interna. Lo anterior, es evidencia de la persistencia en la formación de algunos precios.

Figura 16. Porcentaje de genéricos según rangos de incremento mensual (a.e.; %)



Fuente: Profuturo con información de INEGI

Tomando estos factores en consideración, mantenemos nuestro estimado en 3.8% anual para la inflación general y en 4.2% anual para la subyacente.

Si bien es cierto que la inflación ha tenido beneficios favorables por efectos base (tras los picos observados en julio 2024) y la estabilidad temporal en productos agropecuarios, el anclaje definitivo dependerá de la convergencia gradual en servicios, que continúa mostrando resistencias.

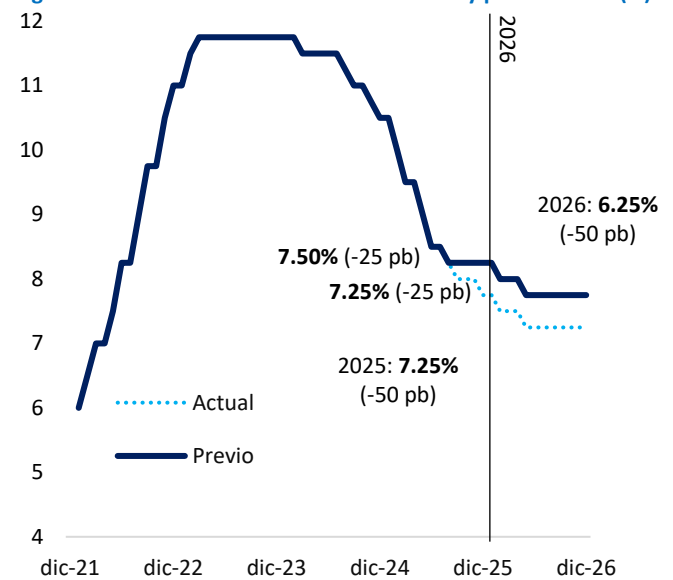
Política Monetaria: Un espacio más estrecho y factores que se alinean. En línea con nuestra previsión, la Junta de Gobierno de Banxico decidió en agosto continuar con el proceso de flexibilización monetaria, aunque en menor magnitud, reduciendo la tasa de referencia en 25pb para ubicarla en 7.75%. La votación fue de 4–1, con el subgobernador Heath en disenso.

En este contexto, las minutas confirmaron que el espacio para seguir recortando tasas se está estrechando, conforme la postura absoluta se acerca a

niveles neutrales y aumenta la sensibilidad frente al diferencial con el Fed. La discusión reflejó un balance entre la confianza en la convergencia inflacionaria y la cautela ante riesgos externos, especialmente la volatilidad cambiaria y los potenciales efectos de los aranceles de Estados Unidos.

Este entorno sugiere que podría materializarse un escenario de votación 3–2, reforzando la narrativa de un Banxico más cauto hacia adelante, si bien con la intención de continuar con los ajustes.

Figura 17. Tasa de interés Banxico observada y pronosticada (%)



Fuente: Profuturo con estimaciones propias

En el corto plazo, consideramos que existen varios elementos que pudieran dar continuidad al proceso de calibración este año:

- **Efectos base favorables:** La inflación general se ubicó por debajo de 4% en la primera quincena de agosto, y se espera que se mantenga cercana al límite superior del rango de variabilidad, apoyada en efectos estadísticos y la ausencia de nuevos choques por el lado de la oferta.
- **Posición relativa:** La Fed se prepara para iniciar un ciclo de recortes en septiembre, lo que podría conducir a que el estrechamiento del diferencial, actualmente de 325 pb,

podría ya no ser un problema, sobre todo pensando en la estabilidad del tipo de cambio.

- **FX:** El dólar se mantiene depreciado frente a sus principales pares, lo que ha conducido a que el tipo de cambio se mantenga en niveles por debajo de los 19 pesos por dólar en los últimos meses, esto a pesar del estrechamiento del diferencial de tasas entre el Fed y Banco de México. Este elemento minimiza los riesgos de traspaso al nivel de precios, al menos en el corto plazo.

Ante el análisis del comunicado de Banxico en agosto y considerando los factores que están creando una ventana de oportunidad, estimamos que el ciclo de flexibilización aún tiene margen para avanzar. **En este sentido, ajustamos nuestra proyección e incorporamos dos recortes adicionales de 25pb (septiembre y noviembre). Con ello, prevemos que la tasa de referencia cierre el año en 7.25%, por debajo del 7.75% que anticipábamos previamente.** Para 2026 seguimos esperando dos recortes adicionales de 25pb por lo que esperamos una tasa terminal en niveles cercanos al 6.75% al cierre de 2026.

Recuadro de Investigación. Sensibilidad del oro ante riesgos geopolíticos bajo un enfoque TVP-VAR con volatilidad estocástica

Coyuntura:

Este análisis utiliza un modelo VAR con parámetros variables en el tiempo y volatilidades estocástica (TVP-VAR-SV) para evaluar la resiliencia del oro frente a choques de riesgos geopolíticos. A diferencia de un VAR convencional, el TVP-VAR permite capturar cambios en las relaciones dinámicas entre variables a lo largo del tiempo, lo que resulta fundamental en un contexto marcado por episodios recurrentes de tensión geopolítica y shocks en los mercados energéticos. El objetivo es medir la respuesta dinámica del oro a cambios en tensiones geopolíticas para derivar en un índice que clasifique la sensibilidad del metal a lo largo del tiempo.

1. Metodología y especificación del modelo

Siguiendo a [Primiceri \(2015\)](#) y [Nakajima \(2011\)](#), la especificación estructural del modelo se representa como:

$$A_t y_t = F_{1,t} y_{t-1} + \dots + F_{p,t} y_{t-p} + u_t, \text{ con } u_t \sim N(0, \Sigma_t) \quad (1)$$

Donde y_t es un vector de variables endógenas; A_t es una matriz triangular inferior que recoge los efectos contemporáneos (*Cholesky-type*) con β_t y la varianza Σ_t siendo dinámicos; $F_{p,t}$ son matrices de coeficientes autorregresivos que evolucionan en el tiempo; y u_t se interpreta como choques estructurales. Los parámetros del sistema A_t (β_t y las log-varianzas $h_t = \log \sigma_t^2$) se modelan como procesos de caminata aleatoria con innovaciones gaussianas $\eta_t^i \sim N(0, Q_i)$:

$$\beta_{t+1} = \beta_t + \eta_t^\beta, \quad \eta_t^\beta \sim N(0, Q_\beta) \quad (2),$$

$$a_{t+1} = a_t + \eta_t^a, \quad \eta_t^a \sim N(0, Q_a) \quad (3),$$

$$h_{t+1} = h_t + \eta_t^h, \quad \eta_t^h \sim N(0, Q_h) \quad (4),$$

Esta formulación permite no solo que los coeficientes autorregresivos y las relaciones contemporáneas evolucionen suavemente en el tiempo, sino que también integra volatilidad estocástica al emplear un *multi-move sampler* evitando que los coeficientes absorban choques que en realidad son varianzas. La estimación se lleva a cabo en un marco bayesiano mediante Cadenas de Markov Monte Carlo (MCMC), utilizando técnicas de *simulation smoother* y muestreo en bloques para mejorar la eficiencia computacional ([Nakajima, 2011](#)).

El conjunto de variables cuenta con frecuencia diaria desde 27 de agosto del 2015 al 25 de agosto del 2025, esto incluye: el índice de riesgo geopolítico (GPR) diario de [Caldara y Iacoviello \(2022\)](#), el precio internacional del oro, el índice de volatilidad CBOE (VIX), los bonos del Tesoro a diez años, el índice del dólar (DXY) y el volumen operado intradía de una canasta de ETFs de oro (SPDR, IAU y EGLN) para simular la demanda vía este mercado. Todas las series se transforman a rendimientos logarítmicos para asegurar estacionariedad.

A partir de las funciones de impulso-respuesta dependientes del tiempo (IRFs) se construye el **índice de resiliencia geopolítica (GRR)** propuesto por [Jie Yang \(2025\)](#). Para un horizonte N , la resiliencia en el tiempo t se define como:

$$GRR_t = \Sigma_{(n=1)}^N \frac{(n|\varphi_n(t)|)^2}{(\Sigma_{(n=1)}^N |\varphi_n(t)|) * (\Sigma_{(n=1)}^N n)} \quad (5)$$

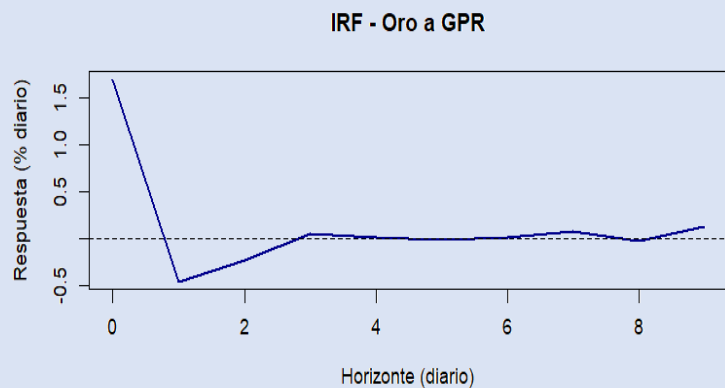
Donde $\varphi_n(t)$ corresponde a la respuesta acumulada en el paso n ante un choque de riesgo geopolítico en el instante t . Este índice pondera simultáneamente la magnitud y la persistencia de las respuestas, de modo que valores elevados reflejan una menor resiliencia de los activos financieros frente a la incertidumbre geopolítica.

2. Resultados principales del modelo

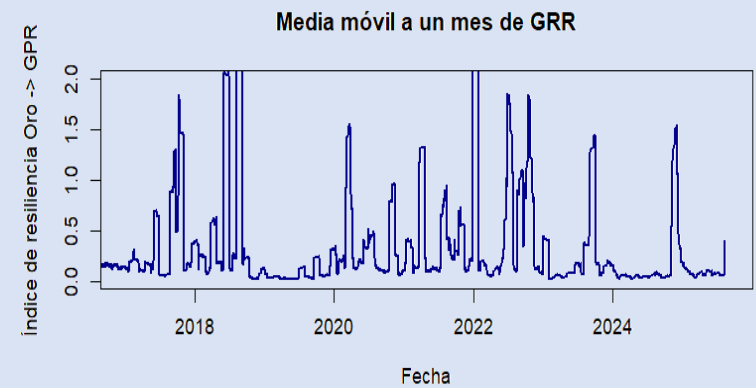
Las IRFs muestran dinámicas consistentes con el marco teórico:

- Cuando se sufre un impacto por riesgo geopolítico, el oro muestra un tiempo corto para recuperar el equilibrio siendo cercano a los 10 días y una baja desviación máxima del equilibrio con un pico de 1.5%. Esto describe un proceso de respuesta donde el sistema muestra un proceso rápido de absorción a impactos por incertidumbre geopolítica, en línea con la propuesta conceptual de [Jie Yang \(2025\)](#).
- Además, podemos observar un fenómeno preocupante: la sensibilidad frente a los riesgos geopolíticos parece más frecuente en la era posterior a la COVID-19. Sobre todo, en 2022 al inicio de la guerra en Ucrania y en 2024 durante el escalamiento de conflicto en Medio Oriente y 2025 con un pico durante el Liberation Day.
- Los resultados indican que el GRR no es invariante, sino que también presenta características dinámicas y variables en el tiempo a medida que el entorno político mundial evoluciona y cambia.

Gráfica 1. Impulso – respuesta Oro a GPR*



Gráfica 2. Índice GRR (Oro a GPR)



Fuente: Estimaciones Profuturo.

Nota: * El panel muestra la respuesta promedio en puntos porcentuales del precio de cierre del oro ante choques provenientes de incertidumbre geopolítica. La línea sólida representa la media (o función de respuesta).

3. Comparación con ejercicios anteriores

En comparación con estimaciones realizadas por [Jie Yang \(2025\)](#), los resultados actuales reflejan un periodo sostenido de alta sensibilidad por parte del oro a riesgos geopolíticos. A su vez, el modelo captura momentos de baja sensibilidad tras ciclos de alta volatilidad lo que sustenta la capacidad para capturar el dinamismo de la relación entre los rendimientos del commodity e incertidumbre geopolítica. Sin embargo, la magnitud de las respuestas varía debido a las variables utilizadas ya que en este ejercicio se consideran solo aquellas que tengan una relación significativa con el rendimiento del metal lo que permite un mejor ajuste.

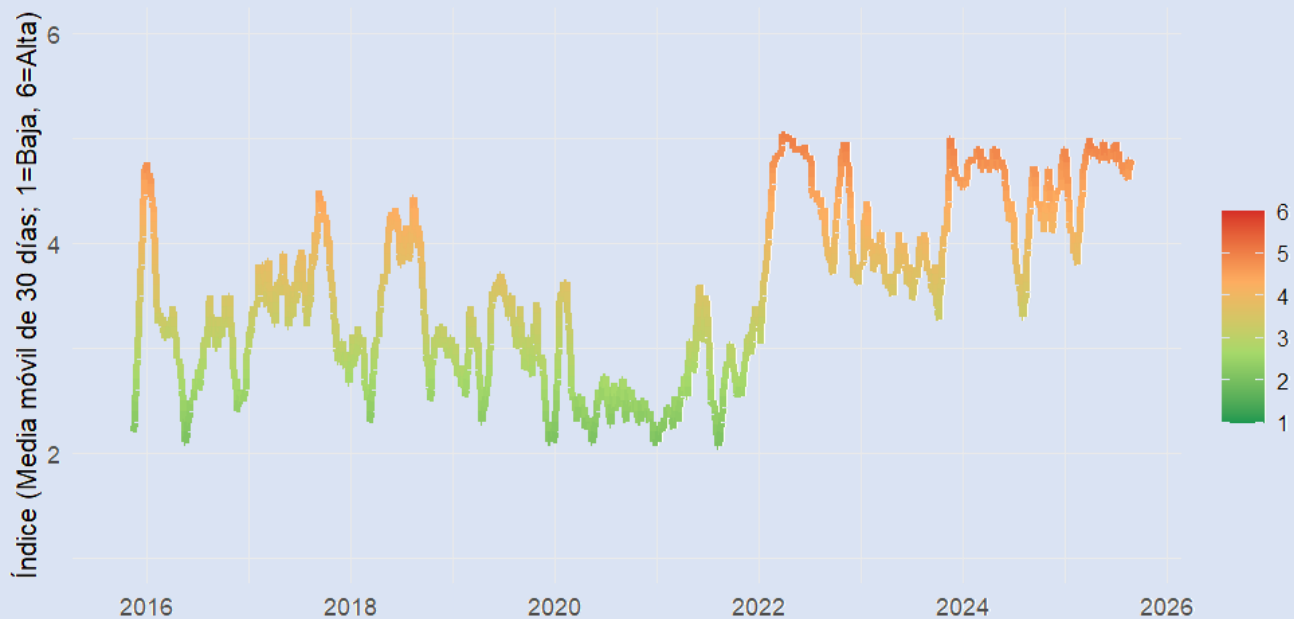
4. Especificaciones técnicas

- Horizonte de análisis: agosto 2015 – agosto 2025, frecuencia diaria.
- Para el modelo VAR se consideró un orden de rezagos $p=2$, un tamaño de muestra inicial $\tau=20$ observaciones para la calibración de priors, y un esquema de simulación bayesiana con **1,000 iteraciones posteriores a un burn-in de 200**, reteniendo 1 de cada 10 draws (*thinning*) con el fin de reducir autocorrelación en la cadena.
- La identificación estructural se llevó a cabo mediante la descomposición de Cholesky, imponiendo una estructura triangular inferior sobre la matriz contemporánea A_t .

Aproximación estadística: *Clasificación rule-based*

Finalmente, se construye un *Security Level* que combina la información del GRR y el nivel del GPR. El GRR se clasifica en tres categorías —fuerte, mediocre y pobre— en función de cortes estadísticos ($\text{media} \pm 0.5$ desviaciones estándar), mientras que el GPR se segmenta en bajo y alto de acuerdo con su mediana muestral. La combinación de ambos criterios produce seis niveles de seguridad, que van desde 1 (baja sensibilidad) hasta 6 (alta sensibilidad), lo que permite interpretar la vulnerabilidad relativa del oro ante distintos regímenes de riesgo geopolítico (Yang et al., 2025).

Gráfica 2. Nivel de sensibilidad del oro a riesgos geopolíticos



Fuente: Estimaciones Profuturo.

5. Conclusiones

Los resultados muestran que el oro mantiene actualmente una alta sensibilidad, en niveles comparables a los observados en 2022 durante la guerra en Ucrania. Así, a pesar de su reciente estabilidad en precios, el metal continúa reaccionando a los choques geopolíticos, lo que refleja que los mercados aún perciben un elevado grado de incertidumbre.

De cara a 2026, los mercados seguirán optando por estrategias de cobertura, destacando una mayor diversificación hacia activos refugio. Frente a la elevada incertidumbre geoeconómica, instrumentos como el oro y su reacción a riesgos geopolíticos permiten a los inversores mitigar y diluir riesgos. Este activo ha registrado un rendimiento cercano al 30% en lo que va del año (YTD), consolidándose como un elemento clave en la nueva dinámica de los mercados de capitales. De este modo, la medición de resiliencia geopolítica provee un insumo útil para estrategias de gestión de riesgo e inversión.

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.bautista1@profuturo.com.mx

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

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

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

Carlos Hernández
Economista Estados Unidos
carlos.hernandez2@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 AFORE 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.