

Perspectiva Económica Global

Julio 2025

Reordenamiento económico y fragilidad persistente

Global

- Orden comercial en transición

Estados Unidos

- Entre aranceles, resiliencia y cautela

México

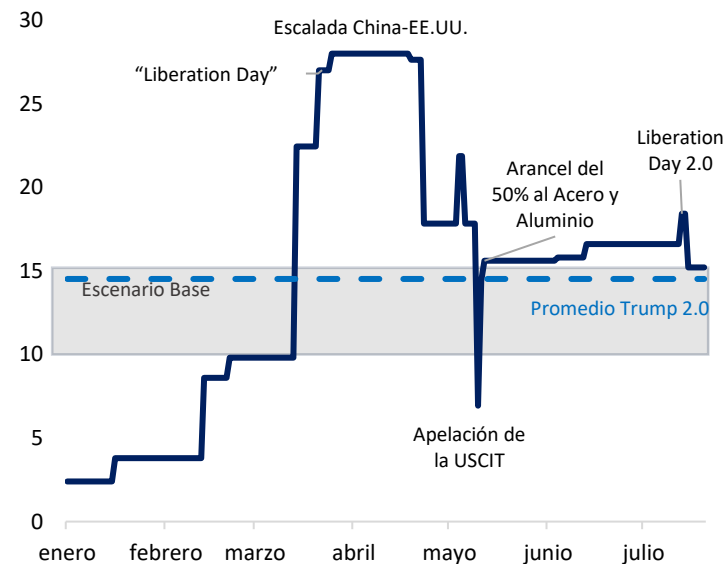
- 1er Semestre débil, aunque mejor a lo esperado

Recuadro de Investigación. Dinámica estructural de la inflación en Estados Unidos bajo un enfoque NKPC

Orden comercial en transición

La economía global se enfrenta nuevamente a tensiones comerciales con el reciente giro en la política comercial de Estados Unidos. El escenario presenta una creciente fragmentación, persistente volatilidad política e incertidumbre geoeconómica. En este contexto, seguimos pensando en un impacto moderado sobre la actividad económica y baja probabilidad de recesión, en donde nuestra estimación de crecimiento para la economía global de 2.9% al cierre de 2025 recobra sentido.

Figura 1. Tarifa efectiva promedio (enero 2025 a la fecha; %)



Fuente: Profuturo con información de The Budget Lab

Mantenemos nuestro escenario base de aranceles efectivos selectivos entre 10 % y 15 %. EE. UU. implementó un nuevo régimen arancelario con una tarifa base del 10% para países con superávit comercial, aunque con excepciones negociadas bilateralmente. Aunque la amenaza de medidas unilaterales se intensifica, un tono menos agresivo resalta la cooperación bilateral con socios comerciales y lleva la tarifa efectiva a niveles cercanos al 15%. Aunque el impacto directo sobre inflación e inversión dependerá de las elasticidades sectoriales y de la velocidad de las negociaciones bilaterales, sí representa un factor adicional de

incertidumbre para la asignación de capital en manufactura, autos y bienes intermedios.

A pesar de las salvaguardas que ofrece el T-MEC, EE.UU. amenazó con imponer aranceles de 30% a las exportaciones mexicanas y de 35% a las canadienses. Si bien ambos países cuentan con exenciones parciales, en el caso de México las justificaciones se han centrado en argumentos de seguridad nacional, mientras Canadá enfrenta tensiones tras imponer tarifas recíprocas en el sector energético, reduciendo significativamente sus exportaciones.

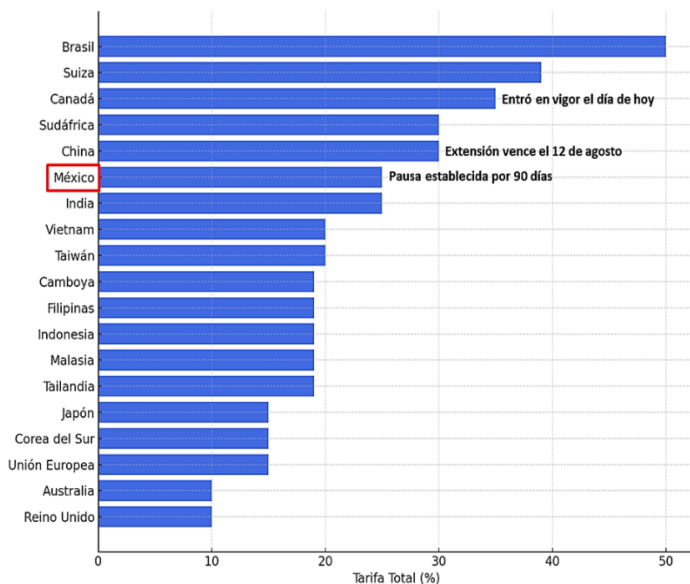
En este contexto, México logró un acuerdo para pausar durante 90 días la imposición de aranceles. Ante ello, se mantiene vigente un 25% de tarifa sobre contenido no cubierto por el T-MEC (IEEPA invocado por tráfico de fentanilo, 25% a vehículos que no cumplan reglas de origen y 50% sobre metales industriales. Canadá en tanto, avanza con su agenda interna, enfocada en diversificar sus vínculos comerciales. Aunque el T-MEC permanece vigente, el riesgo de una “renegociación” hacia 2026 gana terreno. En este contexto, México debe aprovechar este plazo para consolidar su alineamiento estratégico y blindarse ante posibles cambios en las reglas del juego comercial.

En Europa, el reciente acuerdo incluye un arancel base del 15% para la mayoría de los bienes, a cambio de que el bloque europeo abra sus mercados a exportaciones estadounidenses (sin aranceles) y compre productos energéticos/militares por valor de más de 1.5 billones de dólares. Con ello, la ausencia de represalias por parte de la UE y menor incertidumbre compensan parcialmente el efecto negativo. Sin embargo, se espera que la inversión empresarial siga débil ya que las condiciones de este acuerdo debilitan la competitividad industrial europea frente a la estadounidense.

En este sentido, se espera que Bruselas refuerce sus esfuerzos por diversificar acuerdos comerciales,

aunque la desventaja estructural frente a otras regiones podría tener consecuencias importantes, especialmente en sectores sensibles como el alimentario. Por ello, no esperamos un cambio sustancial en el crecimiento económico de la región, aunque una mejora en la confianza de los hogares y estímulos fiscales en Alemania persisten como riesgos al alza para el crecimiento y la inflación.

Figura 2. Nuevas tarifas arancelarias impuestas por EE.UU. (al 1ero de agosto)



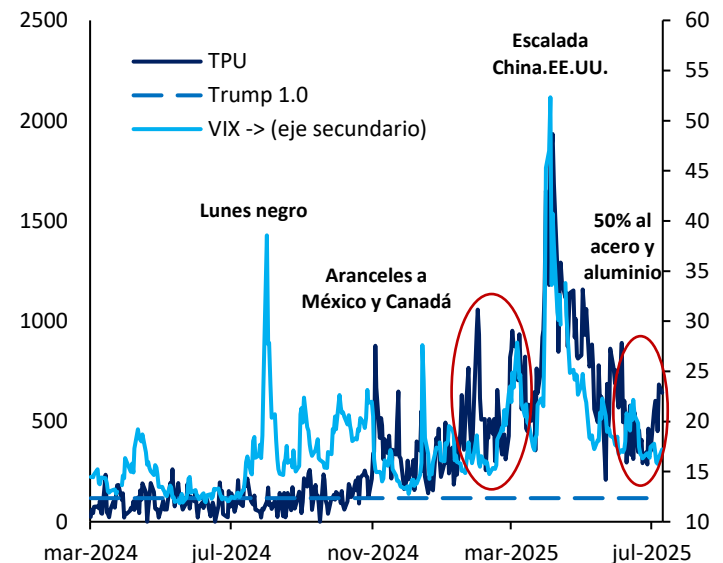
Fuente: Profuturo con información de la Casa Blanca

Estados Unidos implementó una estrategia comercial en Asia-Pacífico que busca levantar una “muralla arancelaria” para contener indirectamente las exportaciones chinas. Esta incluye aranceles que oscilan entre 15 % y 49 % para once países, como Camboya, Indonesia, Malasia y Tailandia. China logró una tregua arancelaria temporal, mientras que Vietnam aceptó un arancel del 20 % (y 40 % para productos transbordados), Indonesia del 19 %, y Japón del 15 %, acompañado de inversiones por hasta 550 mil millones de dólares en sectores como semiconductores y energía.

Corea del Sur acordó un arancel del 15 % y una inversión de 350 mil millones de dólares en Estados Unidos, con 150 mil millones dirigidos al sector naval, incluyendo astilleros, capacitación y

modernización de cadenas de suministro. La política comercial estadounidense se concentra en centros manufactureros del sudeste asiático para impedir desvíos de productos chinos.

Figura 3. Ruptura de Correlaciones entre Índice VIX y TPU (%; índice)

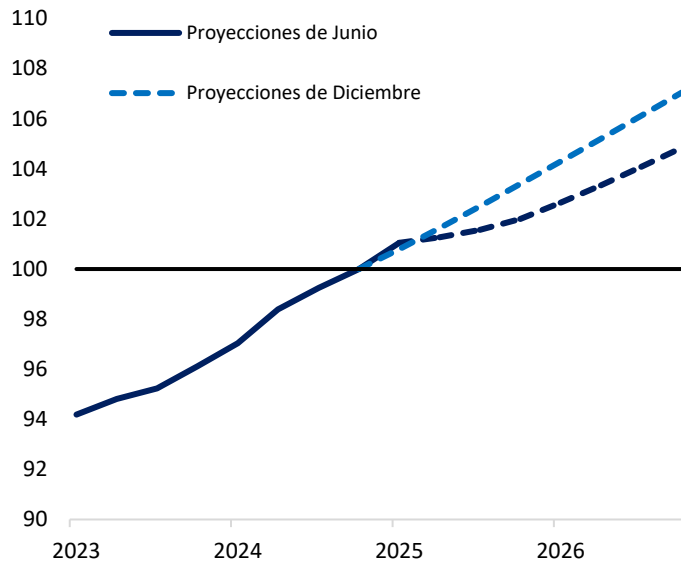


Fuente: Profuturo con información de Caldara-Iacobello & CBOE

Aunque el entorno se ha visto favorecido por la extensión de pausas arancelarias, el equilibrio sigue siendo frágil. Los niveles de incertidumbre comercial superan aún los registrados durante el primer mandato de Trump, evidenciando la vulnerabilidad estructural del contexto actual. Sin embargo, los mercados han mostrado menor aversión al riesgo frente a estos eventos, reflejando su adaptación al estilo confrontativo —aunque negociador— de la administración estadounidense.

Esta dinámica ha llevado a un desanclaje de los mercados: los episodios de alta incertidumbre comercial ya no provocan reacciones abruptas en los mercados de capitales, lo que sugiere una normalización parcial del riesgo desde la perspectiva de los inversionistas. Como respuesta, estos han reforzado estrategias de cobertura, diversificando hacia activos refugio como el oro, que, pese a su escasa variación reciente con un rendimiento mensual de +0.57%, mantiene su sensibilidad ante choques geopolíticos.

Figura 4. Reducción considerable del comercio; Comercio global (Índice; 4T24 = 100)

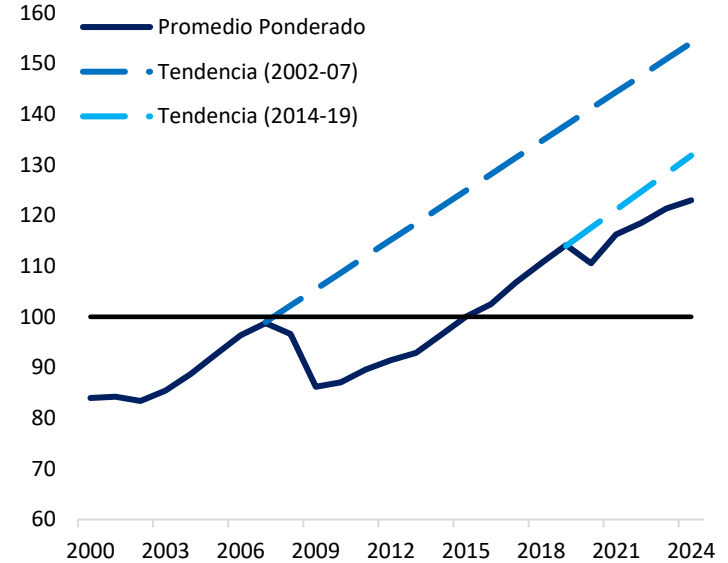


Fuente: Profuturo con información de OCDE

Para el comercio global, los cambios en las políticas estadounidense representarán un lastre considerable. A pesar del impulso temporal por el adelanto de exportaciones a EE.UU. y el crecimiento del comercio de servicios, los volúmenes globales en el cuarto trimestre de 2026 serían 2.1% menores a lo anticipado. Actualmente, la OCDE proyecta que el comercio global crecerá 2.8 % en 2025 y 2.2 % en 2026, lo que implica una revisión a la baja de 0.8 y 1.3 puntos porcentuales, respectivamente, en comparación con las estimaciones publicadas en diciembre de 2024.

A su vez, la persistente incertidumbre de política económica ha debilitado aún más las expectativas de inversión. Aunque las empresas han intensificado la inversión en activos digitales, la inversión real total en economías avanzadas se mantuvo aproximadamente un 22% por debajo de su tendencia anterior a la crisis financiera y un 7% por debajo de la tendencia anterior al COVID-19 a finales de 2024.

Figura 5. Cautela empresarial; economías avanzadas (Inversión real total; índice 2015 = 100)



Fuente: Profuturo con información de OCDE

En el agregado, la economía global transita un periodo de creciente fragmentación geoeconómica, perjudicando el comercio global y la inversión privada. Sin embargo, los mercados han mostrado resiliencia con diversificación, mientras las economías locales buscarán impulsar el consumo interno y la producción intrarregional.

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.: entre aranceles, resiliencia y cautela

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%

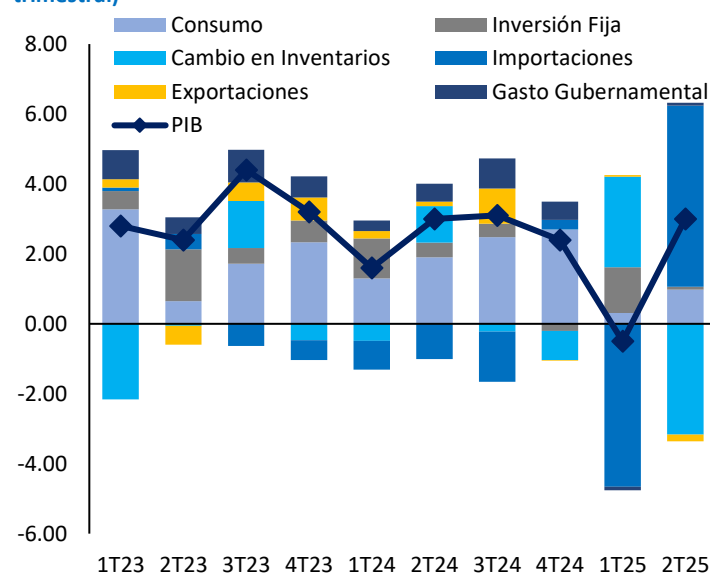
Fuente: Estimaciones Profuturo

Nuestra expectativa se mantiene sin cambios sustanciales: el escenario base sigue siendo de aterrizaje suave, con un crecimiento estimado de 1.7% en 2025. Los principales riesgos a la baja derivan de tensiones comerciales, presiones arancelarias en la inflación y enfriamiento gradual en el mercado laboral.

En el segundo trimestre del año, el PIB de Estados Unidos creció 3.0% trimestral anualizado, superando expectativas y revirtiendo la contracción de -0.5% en el 1T25; sin embargo, este repunte refleja más una recuperación estadística que un fortalecimiento real de la economía. El resultado se explicó en gran medida por un desplome de las importaciones (-30.3%), que aportó -5 puntos porcentuales al PIB, compensando la caída en inventarios (-3.17pp). El consumo creció 1.4%, impulsado por compras anticipadas de autos, mientras la inversión privada cayó, especialmente en inventarios y estructuras no residenciales, dada la incertidumbre política.

Con ello, la perspectiva hacia adelante se mantiene sujeta a la duración del periodo de tensiones comerciales. Si bien los estímulos fiscales, menor incertidumbre política e inversiones en IA podrían impulsar la economía, los riesgos de los aranceles persisten. La consolidación arancelaria y su traspaso final a precios al consumidor determinarán el margen entre el crecimiento real y su potencial.

Figura 6. Contribuciones al crecimiento trimestral anualizado; (% trimestral)



Fuente: Profuturo con datos de Bureau of Economic Analysis

Por otro lado, el mercado laboral muestra una clara desaceleración. En julio, solo 73 mil empleos fueron creados, muy por debajo del promedio reciente y con revisiones a la baja que eliminaron 258 mil puestos en los meses previos. Con esto, el promedio móvil de tres meses cayó a 35 mil empleos mensuales, reflejando una debilidad generalizada y no vista al menos desde la pandemia: el sector manufacturero y el gobierno federal perdieron empleos, mientras que solo el sector salud mostró dinamismo (+55 mil).

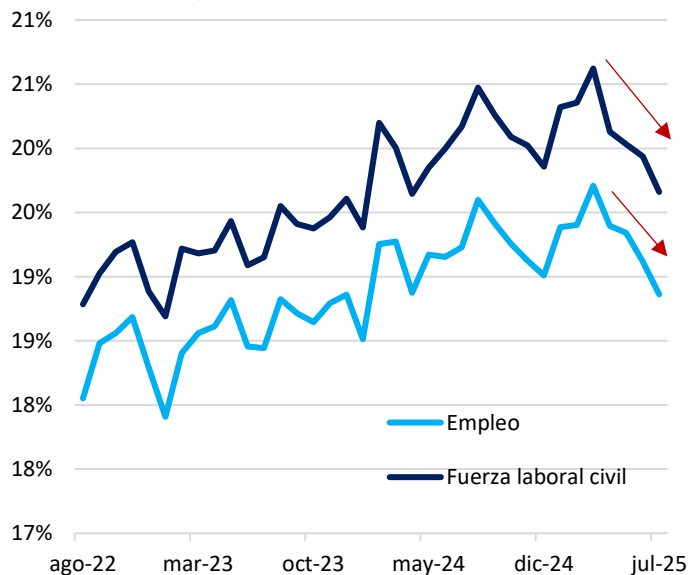
La tasa de desempleo aumentó ligeramente a 4.2%, desde el 4.1% de junio, revirtiendo el descenso del mes anterior. El incremento se debió a una combinación de caída en el número de empleados (-260 mil) y un modesto aumento en desempleados (+221 mil). Aunque estos datos son volátiles, el aumento en el número de desempleados de largo plazo (1.8 millones) y el incremento en trabajadores a tiempo parcial sugieren un menor dinamismo.

Entre los trabajadores migrantes, su participación ha caído más de un punto porcentual (de 19.8% a 18.7%) en los últimos seis meses, reduciendo la oferta laboral y modificando el umbral necesario para estabilizar la tasa de desempleo. Esta

tendencia está ligada a las políticas migratorias restrictivas de la administración Trump, que han limitado el flujo de trabajadores extranjeros. A su vez, el aumento en el número de desempleados de largo plazo (+27 semanas), alcanzaron 1.8 millones. Con ello, la contracción en la oferta laboral ha reducido el umbral de crecimiento de empleo necesario para mantener estable la tasa de desempleo, lo que podría hacer que aumentos futuros sean más graduales.

El contexto sugiere mayor dificultad para conseguir empleo con la incertidumbre política mostrando mayor persistencia de lo esperado. Si bien una mejora en claridad política podría reactivar el mercado más adelante, esto podría adelantar un enfriamiento del mercado en el año.

Figura 7. Trabajadores extranjeros en el mercado laboral; (% vs, fuerza laboral total)



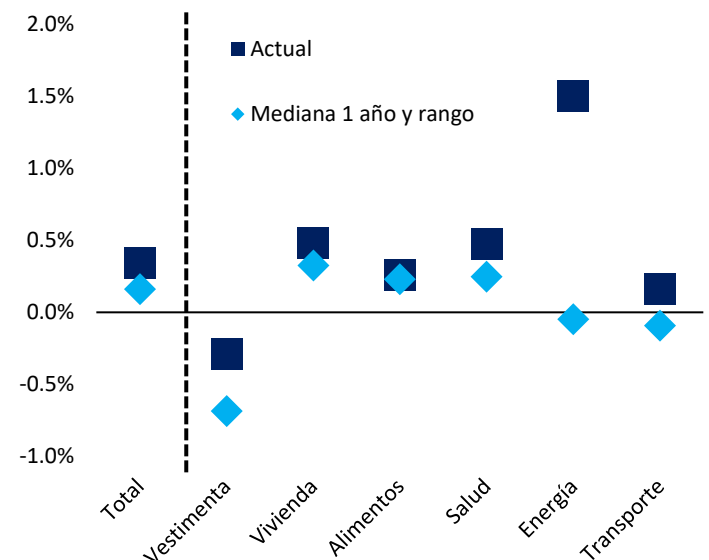
Fuente: Profuturo con datos de Fred

En cuanto a la inflación, anticipamos mayores presiones en bienes, especialmente durante julio, por lo que mantenemos la proyección de inflación de cierre de 2025 en 3.20% a/a. El CPI general de junio aumentó 0.3% mensual, acelerándose frente al 0.1% de mayo y llevando el dato anual a 2.7%, su nivel más alto desde febrero. Los mayores impulsos provinieron de alimentos (+0.3%) y energía (+0.9%), lo que muestra presiones por el lado de los precios

volátiles y comienza a revelar riesgos para los componentes subyacentes.

La inflación subyacente por su parte, también se aceleró levemente, con un avance de 0.2% mensual y 2.9% anual. Se observaron alzas notables en bienes afectados por aranceles, como electrodomésticos (+1.0%) y artículos deportivos (+1.4%), mientras que los servicios mostraron una dinámica mixta. Aunque aún incipiente, el traspaso de aranceles comienza a observarse, mientras que los servicios mantienen una trayectoria inflacionaria más clara. Esto, reitera que los efectos arancelarios no son estructurales a diferencia de otros choques como el energético de 2022.

Figura 8. Inflación por segmento; (%m/m al mes de junio)

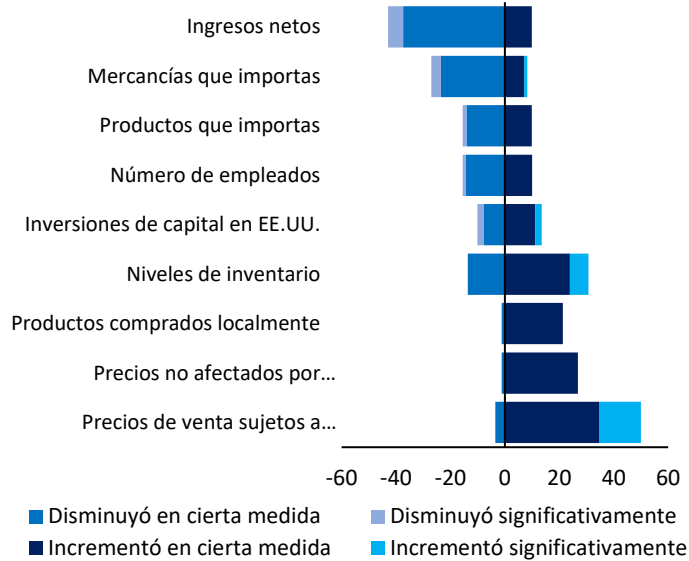


Fuente: Profuturo con datos de BLS

Empresas siguen liquidando inventarios previos a los aranceles, por lo que el impacto total en precios se materializará en los próximos meses, especialmente entre julio y agosto. De acuerdo con la Fed de Nueva York, el 75% de las empresas trasladaron parcial o totalmente los costos arancelarios al consumidor mediante precios, mientras que el 25% los absorbieron. Más del 50% ajustó precios en menos de un mes, y varias optaron por comprar más insumos nacionales o acumular inventarios. Con ello, el impacto de los aranceles se

manifestará con rezago, mostrando mayor presión inflacionaria en bienes durante el verano y otoño.

Figura 9. Empresas se han adaptado a los aranceles de diferentes maneras; encuesta regional mayo 25 (% de encuestados)



Fuente: Profuturo con datos de la Reserva Federal de Nueva York.

Nota: Empresas que declararon utilizar bienes importados como insumos.

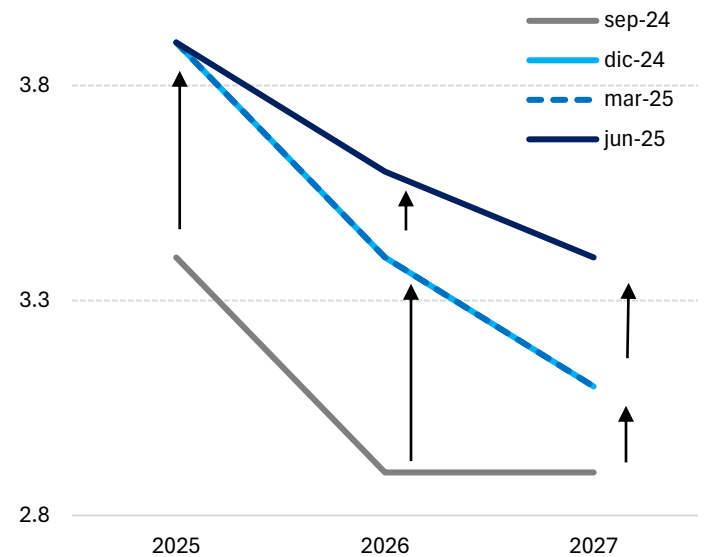
El entorno macroeconómico plantea contraposiciones en el mandato dual de la Reserva Federal. El Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) mantuvo sin cambios la tasa de interés en 4.25%-4.50%, con dos votos disidentes (Bowman y Waller, a favor de un recorte de 25 pb) y una abstención (Kugler), algo inédito desde 1993. Esto sugiere un giro en la narrativa monetaria y respalda la expectativa de recortes a partir de septiembre.

El comunicado eliminó referencias a un crecimiento sólido, reconociendo una moderación económica. A su vez, Jerome Powell indicó que el repunte del PIB en el 2T fue estadístico, mientras el consumo se desacelera y la inflación sigue dentro del objetivo.

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%. Este ajuste estará aún marcado por la volatilidad de la política comercial, aunque estimamos que el primer recorte llegará en septiembre, seguido por uno adicional en

diciembre. El mercado ahora anticipa un 85% (vs. 37.7%) de probabilidad de un recorte de 25pb en septiembre, reforzando nuestra expectativa. No obstante, reconocemos riesgos a la baja, con un posible efecto transitorio de los aranceles y el mercado laboral siendo clave a futuro.

Figura 10. FOMC mediana del Dot Plot (Tasa de Fondos Federales; %)



Fuente: Profuturo con datos de FOMC.

En el agregado, nuestra perspectiva mantiene que la economía estadounidense muestra un crecimiento moderado. Esto, con riesgos a la baja ante el rezago del traspaso de los aranceles a precios del consumidor. Lo que deriva en un deterioro gradual de la confianza de los hogares que pudiera estar erosionando el consumo y la cautela empresarial que podría enfriar el mercado laboral durante la segunda mitad del año.

En este contexto, la volatilidad de los activos de riesgo se mantiene elevada, dependiente de la evolución de las tensiones comerciales. De momento, no se descartan presiones adicionales derivadas de los aranceles, pero su impacto dependerá de las definiciones comerciales tras el 1ro. de agosto.

México: 1S25 débil, aunque mejor a lo esperado

Indicadores	2025	2026
PIB (% a/a)	0.3% (0.0%)	1.5%
Inflación (eop, %)	3.80%	3.90%
Tasa Objetivo (%)	7.75%	7.25%

Fuente: Estimaciones Profuturo

De acuerdo con cifras oportunas del Producto Interno Bruto (PIB), la economía mexicana registró un crecimiento real de 0.7% trimestral en el 2T25, superando tanto el consenso de analistas (0.4%) como nuestras propias estimaciones (0.6%). En términos anuales, el avance del primer semestre fue de 0.88%, impulsado principalmente por una recuperación coyuntural en exportaciones manufactureras, especialmente hacia EE. UU., y un repunte puntual en el sector automotriz.

Sin embargo, este mayor dinamismo obedece en buena medida a choques transitorios de demanda externa, incluyendo la aceleración de pedidos anticipados ante la incertidumbre comercial global y el "pull forward" de cadenas de valor en sectores clave como maquinaria y autopartes.

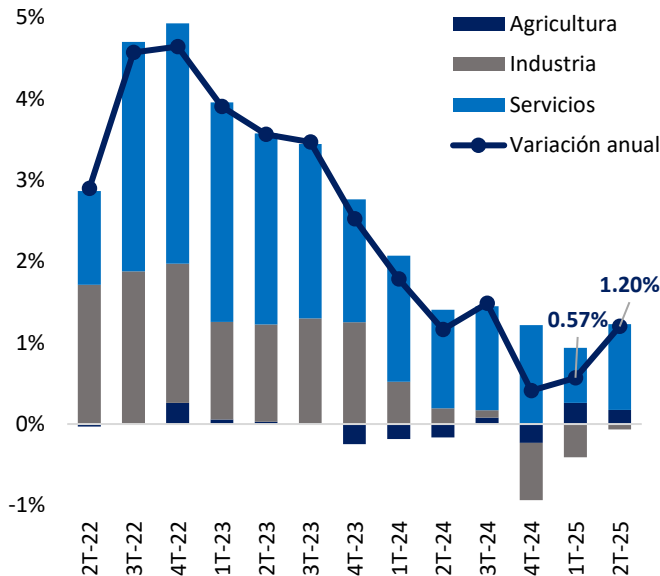
Por el contrario, los indicadores internos de tendencia estructural muestran señales claras de desaceleración:

- La formación bruta de capital fijo retrocedió (-)0.9% trimestral en mayo, acumulando tres meses con variación negativa, lo que sugiere debilidad en la inversión privada.
- La creación de empleo formal medida por el IMSS promedió apenas 17 mil plazas mensuales en el segundo trimestre, muy por debajo del promedio de 43 mil en 2023.

- El gasto público neto del gobierno federal cayó (-)6.2% real anual en el acumulado a junio, afectado por restricciones presupuestarias de cierre de sexenio.

En este contexto, el desempeño del segundo trimestre difícilmente se sostendrá hacia la segunda mitad del año. La pérdida de tracción en la inversión, el enfriamiento del consumo privado y la persistente debilidad del gasto público apuntan a un entorno más desafiante, con riesgos a la baja sobre el crecimiento para el cierre de 2025.

Figura 11. Producto Interno Bruto por sectores (contribución al crecimiento; %)



Fuente: Profuturo con datos de INEGI

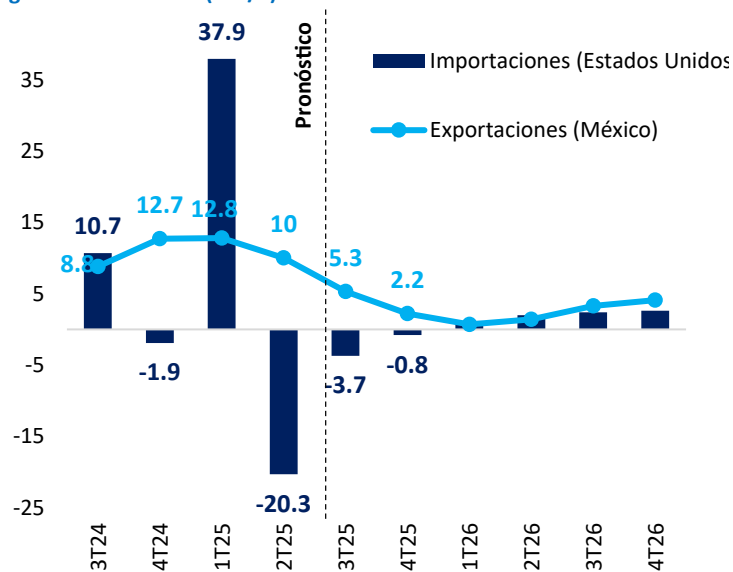
En consecuencia, elevamos nuestra previsión de crecimiento para 2025 de 0.0% a 0.3% y mantenemos la de 2026 en 1.5%. Este ajuste responde exclusivamente al arrastre estadístico que dejó el primer semestre; no refleja un cambio estructural. Por el contrario, seguimos estimando que los riesgos a la baja persisten hacia la segunda mitad del año.

El repunte del sector industrial en el 2T25 —con un crecimiento estimado de 0.8% t/t tras dos trimestres negativos— refleja en gran medida un fenómeno de *front-loading* en la demanda externa, particularmente en manufacturas orientadas a

EE.UU. No obstante, esta mejora no se sostiene en una recuperación sólida de la inversión ni del mercado interno. En términos anuales, la producción industrial aún muestra una leve contracción de (-)0.2% a/a, si bien es la menor en dos trimestres.

Anticipamos que este impulso se revertirá en el 2S25, conforme disminuyan los pedidos adelantados y se materialice el enfriamiento de la economía estadounidense. Esta expectativa es consistente con la corrección observada en las proyecciones del consenso para el sector manufacturero, como se muestra en la siguiente gráfica.

Figura 12. Importaciones globales de EE.UU. y exportaciones globales de México (% a/a)

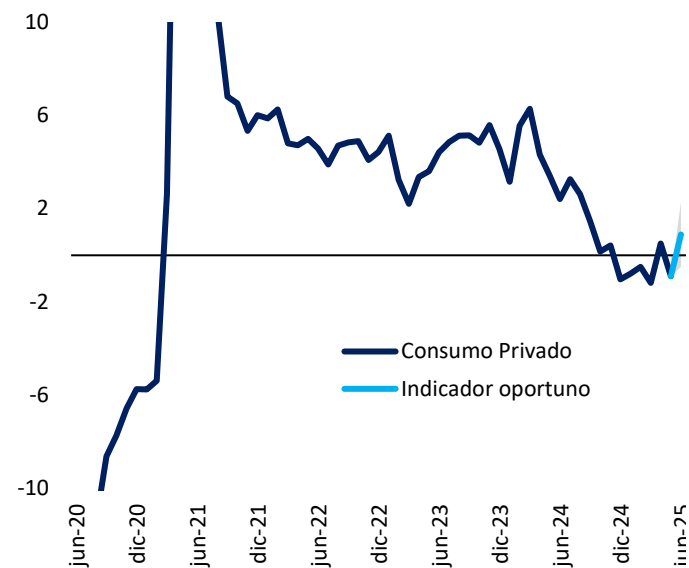


Fuente: Profuturo con datos del consenso Bloomberg

Consumo privado mantiene atonía. el primer semestre de 2025, el consumo privado habría registrado un avance de apenas 0.34% anual, muy por debajo del 2.7% observado en 2024. Si bien se ha beneficiado de una base comparativa benigna — dado que en la primera mitad del año pasado el consumo fue afectado por la suspensión temporal de programas sociales debido a restricciones electorales—, a partir del tercer trimestre de 2025 la comparación anual enfrentará una base más

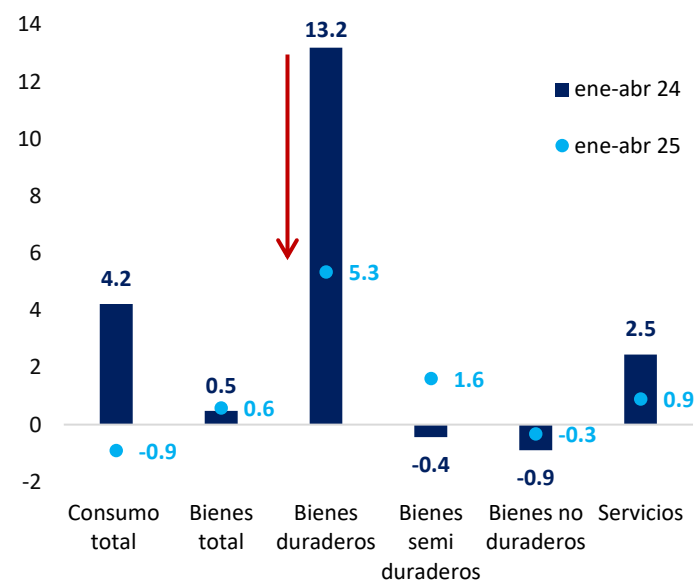
exigente. Esto dificultará una re-aceleración visible en las tasas interanuales.

Figura 13. IMCP y Nowcast (var. anual; %).



Fuente: Profuturo estimaciones de INEGI

Figura 14. Indicador Mensual e consumo Privado (var. anual; %)



Fuente: Profuturo con estimaciones de INEGI

En línea con nuestras previsiones, la desaceleración del consumo muestra una composición heterogénea, influida por la elasticidad ingreso de la demanda en cada rubro. Por un lado, los bienes de primera necesidad —de baja elasticidad— conservan un piso de crecimiento relativamente estable. Por otro, los bienes discrecionales, en

especial los duraderos, reflejan una marcada desaceleración, producto de la erosión del ingreso disponible y el deterioro en la confianza del consumidor observado a lo largo del primer semestre.

Remesas reportan contracción histórica. En junio, las remesas hacia México se contrajeron -16.2% anual, su peor caída desde 2012, al sumar 5.2 mil millones de dólares y registrar además una baja mensual de -3.0%. El número de transacciones también disminuyó -14.3% anual, con un total de 12.7 millones de envíos, mientras que el monto promedio por transacción se redujo a 409 dólares (-2.2%).

Consideramos que esta desaceleración obedece parcialmente a un efecto calendario, con envíos adelantados en mayo ante el riesgo percibido de nuevas medidas migratorias y un posible impuesto a las remesas. Sin embargo, también refleja señales de moderación en el mercado laboral estadounidense, especialmente en sectores intensivos en mano de obra migrante.

En conjunto, estos datos refuerzan los riesgos de una reducción en el ingreso disponible de los hogares receptores, no solo por el menor flujo de remesas, sino también por la persistente debilidad del ingreso laboral interno, lo que podría deteriorar el consumo privado en el segundo semestre.

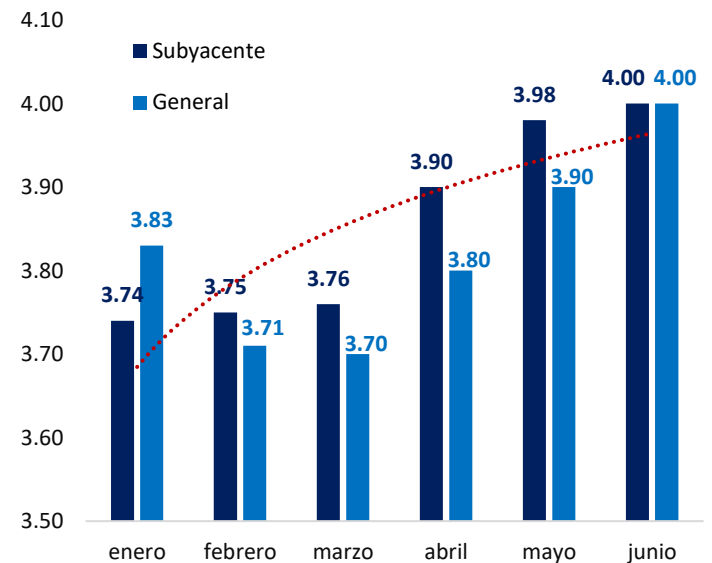
Menor demanda debería contener presiones inflacionarias subyacentes. En la primera quincena de julio, la inflación subyacente registró una variación quincenal de 0.15%, por debajo del 0.23% estimado por nuestro modelo y del 0.20% anticipado por el consenso del mercado. Con ello, la tasa anual se ubicó en 4.25%, ligeramente inferior al 4.28% observado en la segunda quincena de junio.

Al interior del índice, la inflación en servicios retomó la senda de desaceleración tras el repunte estacional, al descender a 4.49% anual (previo: 4.63%), su menor nivel en dos meses. En el

componente de mercancías, se observa que el impulso derivado de la depreciación cambiaria se disipó: las mercancías no alimenticias incluso registraron una variación negativa de -0.1% quincenal, apoyadas también por descuentos asociados al *Prime Day* de Amazon.

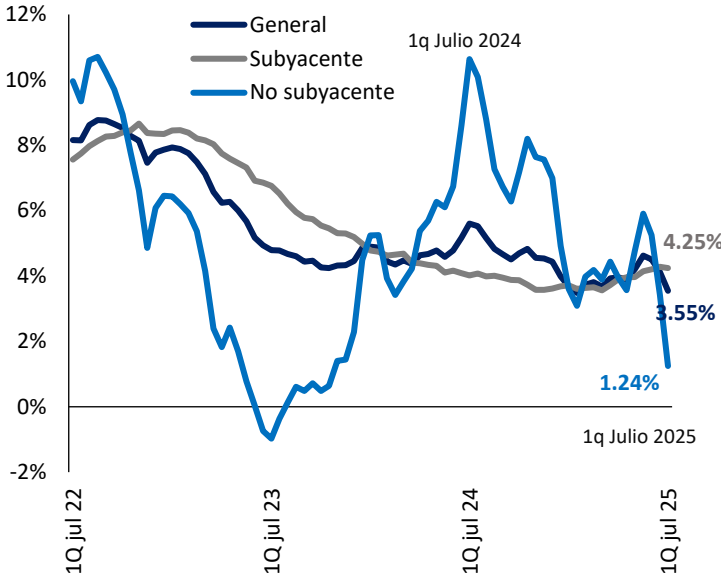
En línea con un entorno de demanda moderada, anticipamos que las presiones inflacionarias seguirán acotadas, especialmente en los componentes más sensibles al ciclo económico. **Por ello, mantenemos nuestra estimación de largo plazo para la inflación subyacente en torno a 4.1% anual al cierre de 2025.**

Figura 15. Expectativas de inflación subyacente al cierre del año (% a/a)



Profuturo con información y estimaciones de INEGI

Figura 16. Inflación general y sus componentes (% a/a)



Fuente: Profuturo con información de INEGI

Efectos base positivos empujan la inflación general de vuelta al rango de variabilidad. En la primera quincena de julio, la inflación general registró un aumento de 0.15% quincenal, por debajo del consenso (0.25%) y de nuestro modelo (0.23%). Con ello, la inflación anual se moderó a 3.55% desde 4.13%, regresando por primera vez en cinco quincenas al interior del rango de variabilidad de Banco de México (± 1 punto porcentual respecto del objetivo del 3%).

Esta desaceleración obedece principalmente a efectos base favorables: en el mismo periodo de 2024, choques climáticos elevaron la inflación de frutas y verduras a tasas cercanas al 25% anual, distorsionando la base de comparación. Este componente estadístico seguirá favoreciendo la lectura general en las próximas quincenas.

Adicionalmente, el entorno macroeconómico muestra señales de holgura cíclica, lo que limita la persistencia de presiones inflacionarias de demanda. **En este contexto, mantenemos nuestro pronóstico de inflación general en 3.80% al cierre de 2025, con riesgos balanceados en el corto plazo.**

Banxico frente a un punto de inflexión. Las minutas correspondientes a la decisión de política monetaria

de junio confirman que cuatro de los cinco miembros de la Junta de Gobierno coinciden en poner fin a los recortes agresivos y transitar hacia una fase de relajación más gradual. Si bien persiste un sesgo bajista en la orientación futura de la política monetaria, el tono general del comunicado refleja una postura más cauta, derivada de una evaluación más equilibrada de los riesgos inflacionarios y cambiarios.

Figura 17. Análisis de la votación de los miembros de la Junta de Gobierno de Banxico*

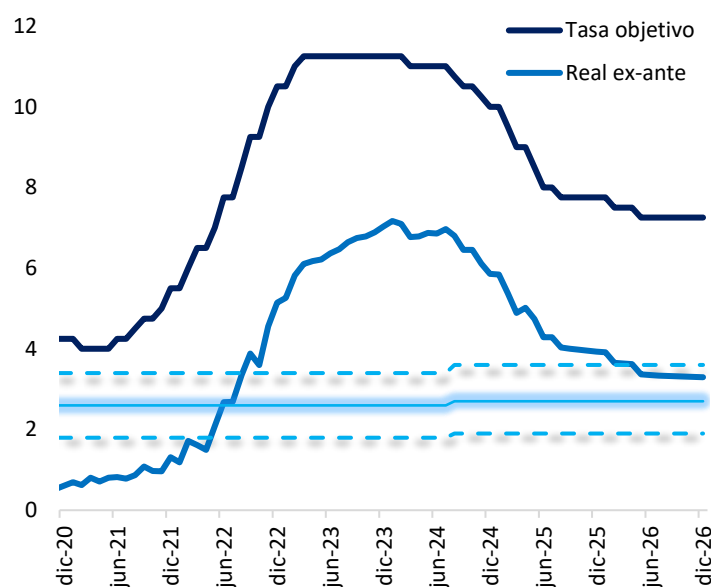
Miembro	Sesgo	Cita clave
Gob. Rodríguez	Gradualista-cauta	“Este sería el último ajuste de 50 pb; en adelante habrá que proceder con mayor gradualidad.”
Sub. Cuadra	Técnico-neutral	“Aún existe cierto espacio para ajustes... el ciclo podría continuar con mayor gradualidad.”
Su. Borja	Dovish-mesurada	“La apreciación del peso otorga espacio... conviene anunciar un enfoque más gradual en las disminuciones.”
Sub. Mejía	Dovish	“El ciclo de reducciones puede continuar bajo un enfoque de gradualidad, con ajustes de menor magnitud.”
Sub. Heath	Hawkish – pausa	“Se agotó el espacio de calibración... recortar envía un mensaje de complacencia que merma la credibilidad.”

Profuturo con Información de Banxico.
*Nota: citas atribuidas en función de nuestro análisis.

A partir del análisis de las posturas individuales, identificamos que el proceso de normalización ha entrado en una nueva etapa. Un miembro —que, según nuestra interpretación, correspondería a la gobernadora Victoria Rodríguez Ceja— subrayó que, tras un recorte acumulado de 200 pb en 2025, “este sería el último ajuste de 50 pb; en adelante habrá que proceder con mayor gradualidad”. Asimismo, advirtió que el diferencial de tasas con la Reserva Federal ya se ubica por debajo de su promedio histórico, por lo que mantener el ritmo previo podría elevar el riesgo cambiario.

Otro integrante —posiblemente el subgobernador Gabriel Cuadra— argumentó que la tasa real ex-ante se mantiene cerca de dos desviaciones estándar por encima de su promedio histórico. Además, indicó que la relación entre la tasa real y la brecha inflacionaria se redujo de tres a una y media veces, lo que sugiere que, si bien “aún existe cierto espacio para ajustes, el ciclo deberá continuar con mayor gradualidad”.

Figura 18. Tasa real ex-ante y tasa objetivo (observada y pronosticada; %)



Fuente: Profuturo con información de Banco de México

En suma, la minuta de junio confirma que la Junta de Gobierno ha entrado en una nueva fase del ciclo monetario. Tras llevar la tasa objetivo a 8.00%, predomina una disposición para continuar con los recortes, aunque a un ritmo más gradual. A partir del análisis de las posturas individuales y los factores destacados —mayor holgura cíclica, una inflación subyacente aún en descenso y un diferencial de tasas con la Fed cada vez más acotado—, **mantenemos nuestra expectativa de un recorte de 25 pb en agosto, con lo que la tasa se ubicaría en 7.75%.**

¿Recortes posteriores? Aunque nuestro escenario Nuestro escenario base contempla un último recorte de 25 pb en agosto, seguido de una pausa en

el ciclo. No obstante, el sesgo de política monetaria se mantiene orientado a la baja. En caso de que la Reserva Federal concrete los dos recortes previstos y continúe predominando una postura *dovish* al interior de la Junta, no puede descartarse un ajuste adicional hacia finales de año, especialmente si la inflación subyacente mantiene su trayectoria descendente y el entorno financiero permanece estable.

Finanzas Públicas: avance sólido en el 1S25, pero persisten retos estructurales. Durante el primer semestre de 2025, las finanzas públicas mostraron un desempeño mejor al previsto, gracias a una combinación de disciplina fiscal y eficiencia recaudatoria. Sin embargo, persisten retos importantes en términos de sostenibilidad del gasto, rigidez presupuestaria y presión estructural hacia 2026.

Ingresos totales crecieron +8.0% real anual frente al 1S24, impulsados principalmente por ingresos tributarios, que aumentaron +11.5% real. Destacaron el ISR (+12.5%), el IVA (+9.4%), y la recaudación por comercio exterior (+13.9%). Estos resultados superaron la meta programada en +1.3%, lo que sugiere una recaudación más eficiente incluso bajo un entorno de crecimiento económico moderado (PIB 1S25: +0.88% anual).

Por su parte, los ingresos petroleros, por el contrario, se contrajeron -11.6% real, afectados por menores precios del crudo y menores transferencias de Pemex. Los ingresos no tributarios también cayeron -17.3%, lo que refuerza la necesidad de fortalecer la base tributaria estructural.

En cuanto al gasto neto total, este se redujo -3.8% real anual, explicado en gran medida por un ajuste en el gasto programable (-8.3%), particularmente en ramos administrativos (-17.2%) e inversión física directa (-30.4%). A pesar de la contracción, el gasto total quedó 0.5% por debajo de lo programado, lo que indica contención fiscal efectiva. No obstante, preocupa que el ajuste se concentre nuevamente en

inversión pública, mientras que el gasto no programable —pensiones, costo financiero y transferencias— sigue en expansión.

Déficit presupuestario acumulado a junio fue 37.8% menor al de 2024, con un Balance Público de -291.9 mil millones de pesos, consistente con una senda de consolidación fiscal. Este resultado fortalece la narrativa de disciplina, aunque se reconoce que el mayor ajuste fiscal recae sobre el componente más procíclico: la inversión.

Si bien el gobierno ha cumplido con su objetivo fiscal en 2025, el reto se traslada a 2026, donde los egresos rígidos (pensiones, deuda, apoyos a Pemex) seguirán absorbiendo una parte creciente del gasto. La reducción de los ingresos petroleros estructurales y la desaceleración esperada del crecimiento limitarán el margen para sostener las finanzas públicas sin una reforma fiscal.

Moody's mantiene la calificación soberana en Baa2 con perspectiva negativa, lo que sugiere que una degradación no es descartable en los próximos 6-12 meses. Un recorte llevaría la nota de Moody's al mismo nivel que Fitch y S&P, pero mantendría el grado de inversión. Una posible mejora en la perspectiva dependerá de si el Paquete Económico 2026 incluye medidas creíbles de consolidación.

Los resultados fiscales de 2025 apuntan a un manejo responsable, pero también evidencian los límites del ajuste vía recorte en inversión.

Para sostener la estabilidad macro en el mediano plazo será crucial que el **Paquete Económico 2026**:

- Mantenga una trayectoria realista de ingresos.
- Establezca reglas claras para el gasto rígido.
- Aborde estructuralmente el caso de Pemex, con mecanismos no presupuestales.

Figura 19. Requerimientos Financieros del Sector Público (RFSP; % PIB*)

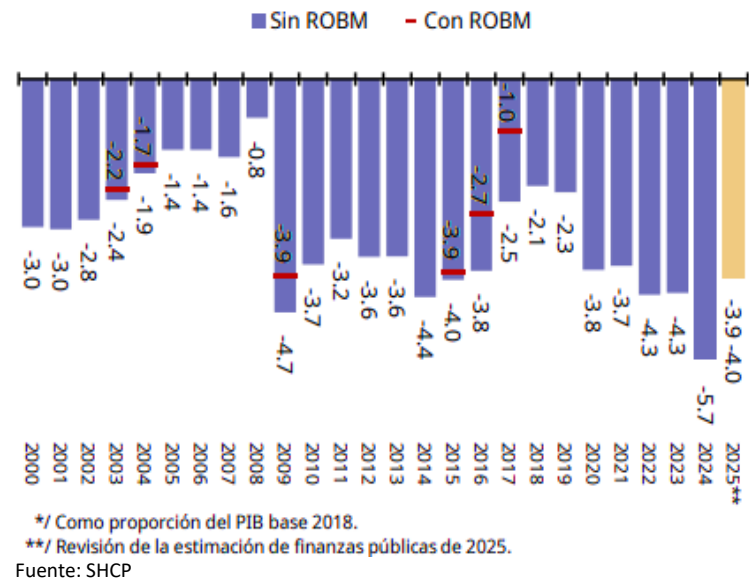
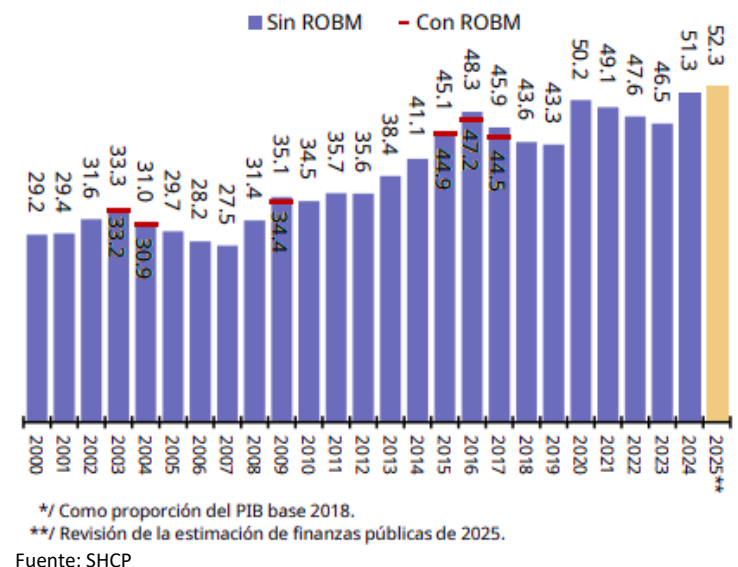


Figura 20. SHRFSP (% PIB*)



Recuadro de Investigación. Dinámica estructural de la inflación en Estados Unidos bajo un enfoque NKPC

Coyuntura:

Este análisis utiliza un modelo VAR estructural (SVAR) para identificar los principales impulsores de la inflación en EE.UU. bajo un marco nekeynesiano, tomando como punto de partida la Curva de Phillips Nekeynesiana (NKPC). Este enfoque permite descomponer los choques inflacionarios en componentes asociados a expectativas, demanda, oferta y política monetaria, proporcionando así una lectura más estructural del fenómeno inflacionario.

1. Metodología y especificación del modelo

La representación general del SVAR es:

$$B_0 Y_t = A^1 Y_t^{-1} + \dots + A_p Y_t^{-p} + \varepsilon_t \quad (1)$$

donde Y_t es el vector de variables endógenas, B_0 la matriz de contemporaneidad (identificada mediante una descomposición de Cholesky), y ε_t representa los choques estructurales.

El modelo se estima con datos mensuales desde el año 2000 y hasta 2025, utilizando una conversión trimestral al calcular las funciones de impulso-respuesta (IRFs), lo cual permite interpretar los horizontes en términos de trimestres. Las variables incluidas son:

- i_t : tasa de interés (FEDFUNDS)
- π_t : inflación observada (CPI YoY)
- exp_t^{1y}, exp_t^{5y} : expectativas de inflación a 1 y 5 años (TIPS breakevens)
- x_t : brecha del producto (*output gap* como proxy de demanda agregada e intercepto de la NKPC),
- oil_t : Precio del petróleo WTI (proxy de *cost-push shocks*).

El objetivo es aproximar la versión estructural de la NKPC (2022; [Research Gate](#))

$$\pi_t = \beta E_t[\pi_{t+1}] + \kappa x_t + u_t \quad (2)$$

Donde las expectativas se aproximan con exp_t^{5y} , y el output gap representa presiones de demanda, y u_t incorpora factores de oferta (como choques petroleros) y residuales.

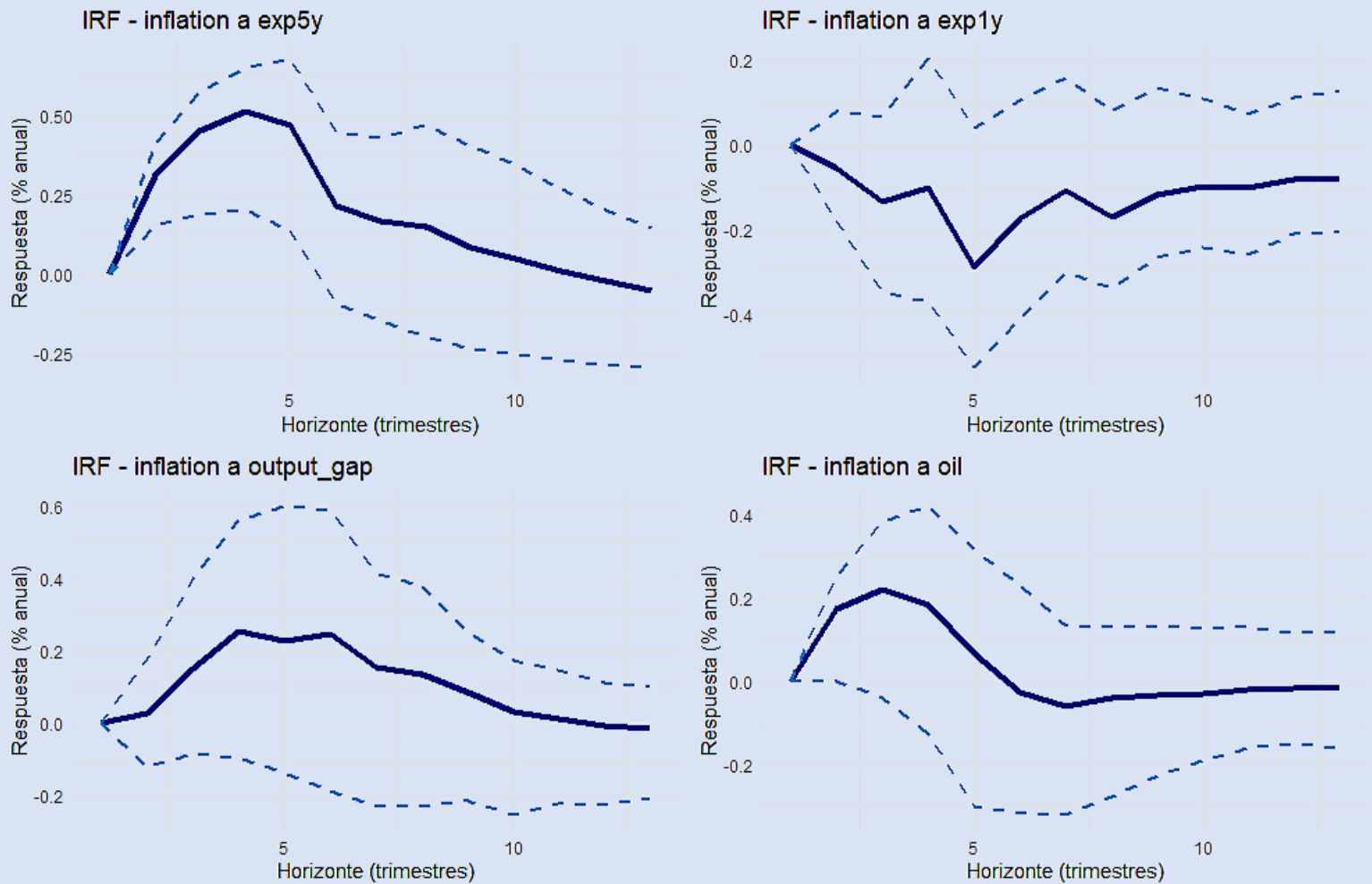
2. Resultados principales del modelo

Las IRFs muestran dinámicas consistentes con el marco teórico:

- Un shock positivo a las expectativas de largo plazo tiene un impacto significativo y persistente sobre la inflación, con efectos que se extienden por más de 10 trimestres. Esto sugiere un rol dominante de las expectativas ancladas en la trayectoria inflacionaria.
- Choques en el output gap también generan aumentos relevantes en la inflación, aunque de menor duración, validando el canal de demanda de la NKPC.
- El precio del petróleo produce efectos inmediatos sobre la inflación, pero estos se disipan relativamente rápido. No obstante, pueden amplificar dinámicas de segundo orden si las expectativas no están bien ancladas.

- Las expectativas de corto plazo (exp_t^{1y}) tienen efectos menos persistentes e incluso pueden actuar como indicadores de ajuste anticipado, lo que refleja su sensibilidad a cambios cíclicos.

Gráfica 1. Impulso – respuesta de inflación a innovaciones estructurales del SVAR (+/- 2 errores estándar asintóticos) *



Fuente: Estimaciones Profuturo.

Nota: * El panel muestra la respuesta en puntos porcentuales de la tasa de inflación ante choques provenientes de la brecha del producto, las expectativas de inflación (corto y largo plazo) y los precios del petróleo (choque de oferta). La línea sólida representa la media (o función de respuesta).

3. Comparación con ejercicios anteriores

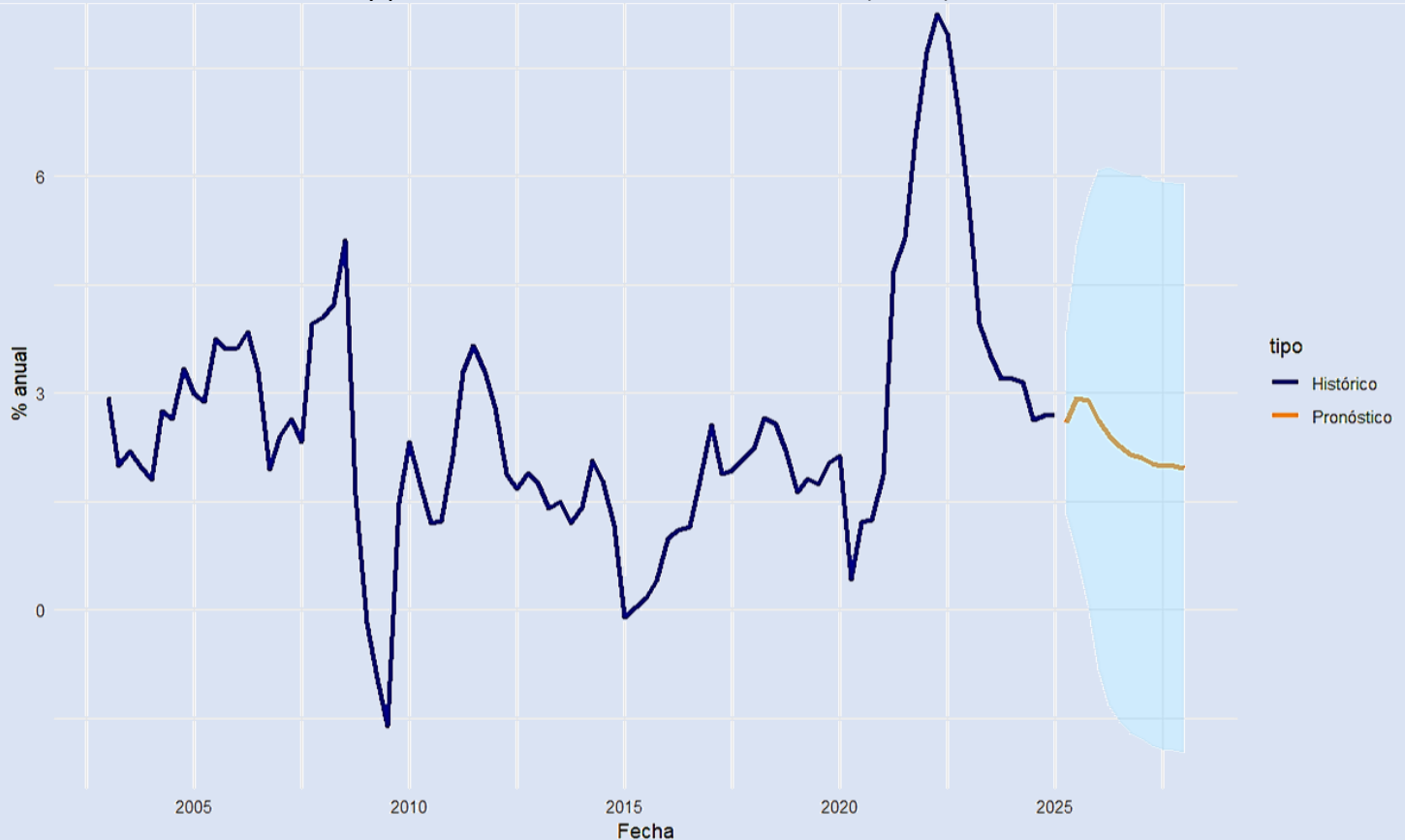
En comparación con estimaciones realizadas en 2022 ([Research Gate](#)), los resultados actuales reflejan una mayor sensibilidad de la inflación a las expectativas de largo plazo. Esto podría explicarse por los episodios recientes de desanclaje parcial de expectativas, mayores disrupciones en la oferta global y un entorno de política monetaria más restrictivo. El canal de demanda, si bien sigue siendo importante, parece haber perdido tracción en un entorno de normalización fiscal y enfriamiento cíclico.

Asimismo, el canal del petróleo (o choques de oferta) tiene efectos algo más amplificadas que en 2022, probablemente reflejando la mayor volatilidad en los mercados energéticos tras los conflictos geopolíticos y las nuevas fricciones logísticas.

4. Aproximación prospectiva: *fan chart* de inflación general (CPI)

Se estima un pronóstico condicional de inflación para el periodo 2025-2027 bajo los supuestos base del modelo SVAR: canal para expectativas, brecha del producto y precios energéticos. El *fan chart* sugiere una convergencia gradual hacia niveles de inflación más cercanos al objetivo del 2.0% promedio, aunque con alta incertidumbre, particularmente si persisten presiones sobre expectativas o se reactiva el canal de oferta, en este caso vía aranceles y restricciones al comercio internacional.

Gráfica 2. Inflación histórica y pronóstico con base en modelo SVAR (% a/a)



Fuente: Estimaciones Profuturo.

5. Conclusiones

Los resultados confirman que las expectativas de inflación, especialmente las de largo plazo, juegan un rol central en la dinámica inflacionaria. Esto refuerza la importancia de una comunicación clara por parte del banco central y de la credibilidad de la política monetaria. Si bien el ciclo de ajuste de tasas ha contribuido a enfriar el componente de demanda, la persistencia observada está fuertemente vinculada al anclaje de expectativas.

De cara a 2025-2027, los riesgos inflacionarios siguen sesgados al alza si se materializan choques externos o si el anclaje de expectativas se debilita. Este enfoque estructural permite no solo identificar los motores pasados de inflación, sino también proyectar escenarios condicionales con base en choques específicos, lo cual resulta útil para evaluar riesgos hacia adelante.

Dirección Ejecutiva de Estrategias de Inversión

Estrategias y Análisis Macroeconómico

Responsables

Antonio Sibaja
CIO

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

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

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

Érica Bautista
Estratega Senior
erica.bautista1@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 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.