

Perspectiva Económica Global

Octubre 2025

Resiliencia sin fortaleza, crecimiento sin dinamismo

Global

- El costo de la reorientación geoeconómica

Estados Unidos

- Dilema en la política monetaria

México

- Resiliencia sin expansión

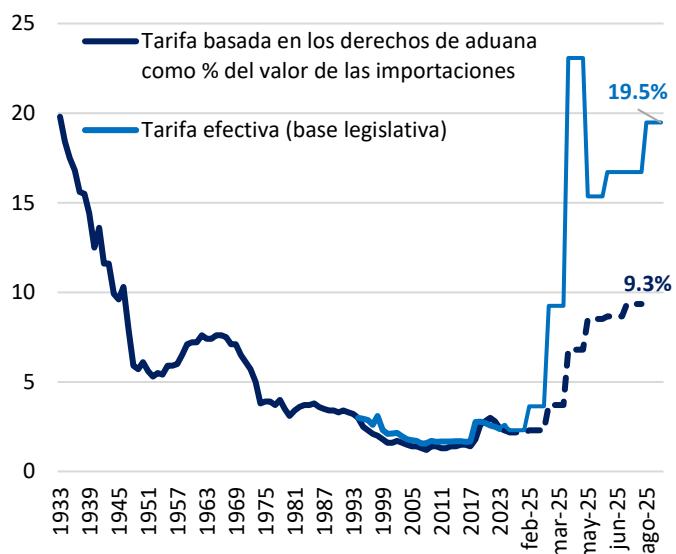
Recuadros de Investigación:

- *NABE_67ª Reunión Anual*
- *IMF-WB_Reuniones Otoño 2025*

El costo de la reorientación geoeconómica

La economía global ha mostrado una resiliencia mejor a la anticipada, aunque los riesgos estructurales se acumulan de manera preocupante. La reconfiguración de las cadenas de suministro, las nuevas restricciones a la exportación de tecnologías críticas y las respuestas arancelarias recíprocas han redefinido los flujos de comercio e inversión, generando un entorno de mayor incertidumbre y tensiones geoeconómicas, si bien con impactos sobre la actividad y la inflación menores a lo esperado a inicios de año. Con esto en mente, cambiamos nuestros estimados de crecimiento pensando en un efecto prolongado sobre la actividad global, **estimamos un crecimiento de 3.0% al cierre de 2025 (ant. 2.9%) y de 2.9% en 2026 (prev. 3.0%).**

Figura 1. Tarifa efectiva de EE. UU. (basado en derechos de aduana vs. base legislativa)



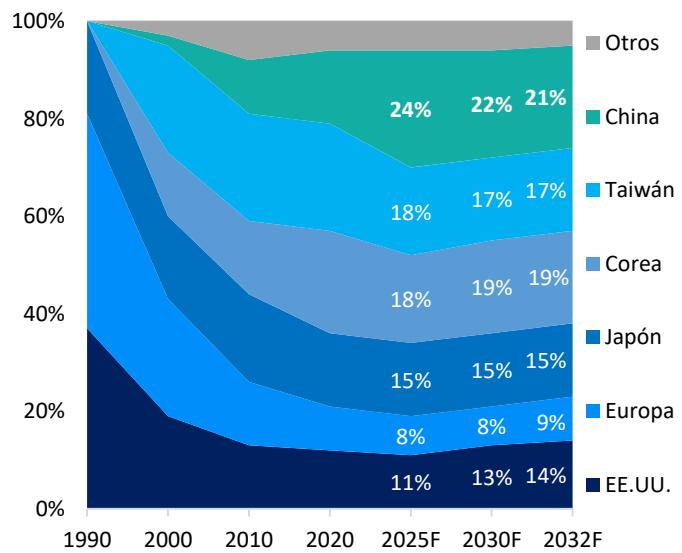
Fuente: Profuturo con información de la OCDE.

El entorno macroeconómico global mantiene una resiliencia pese al aumento de las tensiones comerciales, gracias a la capacidad de adaptación de las economías. Aunque la política arancelaria de Estados Unidos alcanzó un nivel efectivo de 19.5%, el más alto desde 1933 (promedio últimos 100 años: 2.5%), su impacto real se ha reducido a cerca del 9.3%, debido a exenciones derivadas de acuerdos comerciales, así como a mecanismos de

triangulación y sub-declaración en el sistema aduanero (ver Figura 1).

En septiembre, China registró una caída del 27% interanual en sus exportaciones a Estados Unidos, mientras que los envíos hacia la ASEAN y África aumentaron 15.6% y 56.4%, respectivamente. Este patrón evidencia una reorientación de los flujos comerciales, con un mayor uso de rutas indirectas o triangulación para compensar la menor demanda y evadir parcialmente los aranceles a través de países con tasas más bajas. Paralelamente, se observan indicios de sub-declaración de valores en las importaciones estadounidenses, ya que alrededor de 160 mil millones de dólares presentan discrepancias en su valor declarado, lo que habría generado una pérdida fiscal cercana a 30 mil millones de dólares en ingresos arancelarios.

Figura 2. Producción de semiconductores por país de origen (% de la producción global)



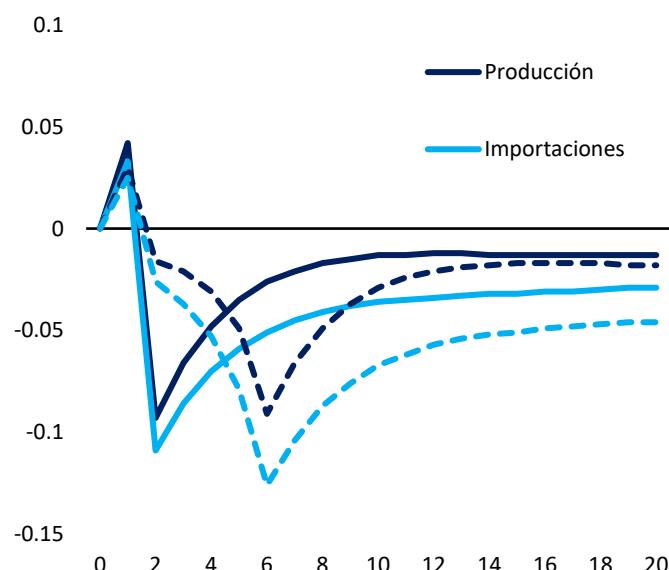
Fuente: Profuturo con información de J.P. Morgan.

En este escenario, las recientes tensiones entre China-EE.UU. mantendrán la incertidumbre. China anunció un nuevo régimen de control de exportaciones de tierras raras y tecnologías asociadas. La medida exige licencias para cualquier producto que contenga componentes o procesos de origen chino, replicando la llamada *Foreign Direct Product Rule* estadounidense al extender la influencia de Pekín sobre la cadena tecnológica global.

Trump respondió al anuncio con aranceles adicionales del 100% y nuevos controles sobre software crítico. Sin embargo, tras la reciente reunión Trump- Xi Jinping en Corea, se acordó una tregua comercial de un año suspendiendo controles a exportaciones y reduciendo en un 10% el arancel vinculado a precursores de fentanilo (anteriormente 20%). El acuerdo refleja la dependencia estadounidense a sectores chinos mientras Pekín refuerza su autonomía tecnológica con avances en la fabricación local de maquinaria para chips de inteligencia artificial, liderados por SMIC y Yuliangsheng, consolidando su posición dominante en la cadena global al controlar más del 60% de la producción y 97% del procesamiento mundial de metales raros.

El impacto arancelario se propagará lentamente a través de las cadenas de suministro industriales, con ambos países reduciendo gradualmente su relación. En este contexto, el oro superó los USD 4,000 por onza, impulsado por la búsqueda de refugio ante las tensiones geopolíticas y la incertidumbre sobre la estabilidad del sistema comercial global, mientras el trasfondo geopolítico permanece intacto.

Figura 3. Impulso-respuesta a una crisis de incertidumbre arancelaria (Trimestral, desviaciones porcentuales)



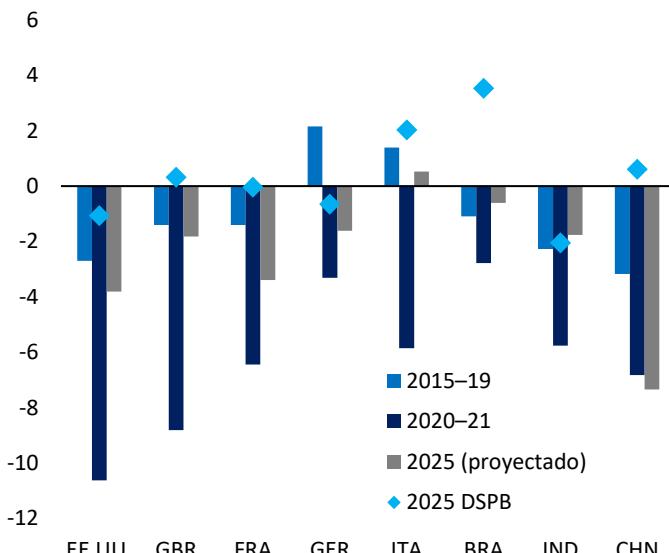
Nota: Se muestran los impulso-respuesta para la economía que impone aranceles ante incertidumbre arancelaria. Las líneas continuas muestran una perturbación que se materializa en el 1T y las líneas discontinuas muestran una perturbación de noticias anunciadas que se materializa en el 4T.

Fuente: Profuturo con información del FMI.

Con ello, los efectos negativos de las tensiones comerciales culminarán hacia 2026. En general, la incertidumbre actúa inicialmente como un choque de oferta, sobre todo en cuanto al impacto en el comercio y la reubicación de cadenas de suministro, para después transitar hacia un *shock* negativo de demanda: reduce la inversión y el consumo, aunque sus efectos se acumulan con el tiempo y desaparecen una vez que la situación se aclara. Según estimaciones del FMI, un aumento de una desviación estándar en la incertidumbre de política económica reduce la inversión cerca de un 2%, con un efecto máximo a los dos años. A pesar de que la incertidumbre comercial tiene un impacto de menor magnitud, estos efectos no siempre se traducen en una caída inmediata de la actividad económica.

Ante el desarrollo de acuerdos y pausas arancelarias, empresas y consumidores adelantan compras para evitar posibles aumentos de precios, lo que sostiene temporalmente la producción, aunque amplifica el enfriamiento hacia adelante. Con ello, la incertidumbre arancelaria debilita la actividad, con una mayor duración cuando la incertidumbre se anticipa y las empresas ajustan sus decisiones de manera gradual (ver Figura 3).

En este contexto, consideramos que el impacto comenzará a materializarse en el último trimestre del año y principios de 2026. En Estados Unidos, si bien el crecimiento del PIB fue de 3.8% trimestral anualizado en el 2T25, la inversión y el empleo mostraron debilidad, con un aumento del desempleo a 4.3% y una marcada caída en la inmigración. A su vez, China desaceleró su crecimiento de 6.1% a 4.2% mientras la eurozona bajó de 2.3% a 0.5% y Japón, pese a un repunte temporal, enfrenta una contracción en nuevos pedidos de exportación (especialmente en sectores afectados por los aranceles). Este panorama sugiere que los efectos secundarios del proteccionismo aún están desarrollándose y podrían intensificarse hacia finales del año e inicios del siguiente.

Figura 4. Política Fiscal, Saldo Primario por país (% del PIB)*

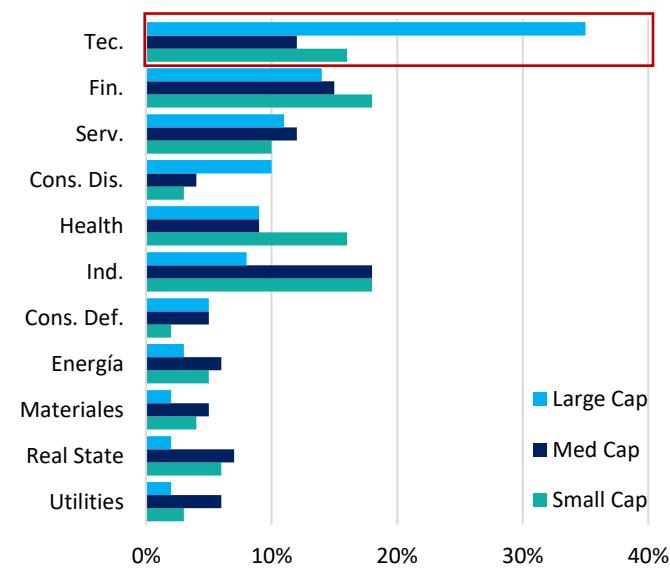
Nota: *El saldo primario estabilizador de deuda (DSPB) se calcula como el saldo primario necesario para estabilizar la deuda, dada la tasa de interés efectiva prevista sobre la deuda y el crecimiento del PIB, y teniendo en cuenta los ajustes entre stocks y flujos.

Fuente: Profuturo con información del FMI.

Hablando más de 2026, la combinación de políticas fiscales expansivas y políticas monetarias divergentes presentarán un crecimiento débil, alta deuda y vulnerabilidades crecientes. Aunque los déficits primarios proyectados para 2025 son menores que los niveles récord de 2020-21, siguen siendo sustancialmente más altos que antes de la pandemia, especialmente en economías como EE. UU., China, Francia y Brasil, donde se prevé un aumento significativo en la razón deuda/PIB.

En China, el impulso fiscal se mantiene expansivo para sostener la demanda interna, pero a costa de mayores riesgos de sostenibilidad de la deuda. A su vez, Alemania se dispone a desplegar una expansión fiscal equivalente al 2%-3% del PIB, centrada en defensa, infraestructura, subsidios empresariales y gasto social lo que podría transformar la política económica alemana de restrictiva a expansiva.

Con ello, el encarecimiento del financiamiento por el mayor uso de deuda de corto plazo eleva los riesgos de refinanciamiento, particularmente para los países emergentes con menor calificación crediticia.

Figura 5. Capitalización de mercado por sector (%)

Fuente: Profuturo con información de J.P. Morgan.

Finalmente, la inversión en IA presenta dudas sobre su impacto en la economía. El mercado enfrenta una alta concentración en un pequeño grupo de gigantes tecnológicos que representan más del 20% de la capitalización total del S&P 500. Estas compañías son cada vez más intensivas en capital debido a sus inversiones en centros de datos, lo que aumenta su vulnerabilidad ante una desaceleración de ingresos. Mientras su participación se ha disparado, su contribución a las ganancias corporativas no ha crecido significativamente en cinco años, generando un desequilibrio similar al de la burbuja tecnológica de los años noventa.

En conjunto, el escenario refleja un reacomodo en el que la seguridad económica y la competencia tecnológica se han convertido en ejes de la política comercial global. La economía mundial atraviesa un periodo de fragmentación creciente, impulsado por la reconfiguración de las cadenas de suministro, las restricciones tecnológicas mutuas entre China y Estados Unidos y la búsqueda de autonomía estratégica en regiones clave como Europa y Asia.

Con ello, el balance de riesgos permanece sesgado a la baja, aunque acercándose a la neutralidad influenciado por cuatro factores:

- Persistencia del proteccionismo que continúa distorsionando los flujos globales de comercio, inversión y producción.
- Tensiones geopolíticas que elevan la incertidumbre y debilitan la confianza en las instituciones de los mercados desarrollados.
- Vulnerabilidades fiscales crecientes, derivadas de políticas expansivas que aumentan los riesgos de refinanciamiento.
- Concentración en el sector tecnológico, que eleva la volatilidad financiera y expone a los mercados a ajustes abruptos en valuaciones.

EE. UU.: Dilema en la política monetaria

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

Fuente: estimaciones Profuturo.

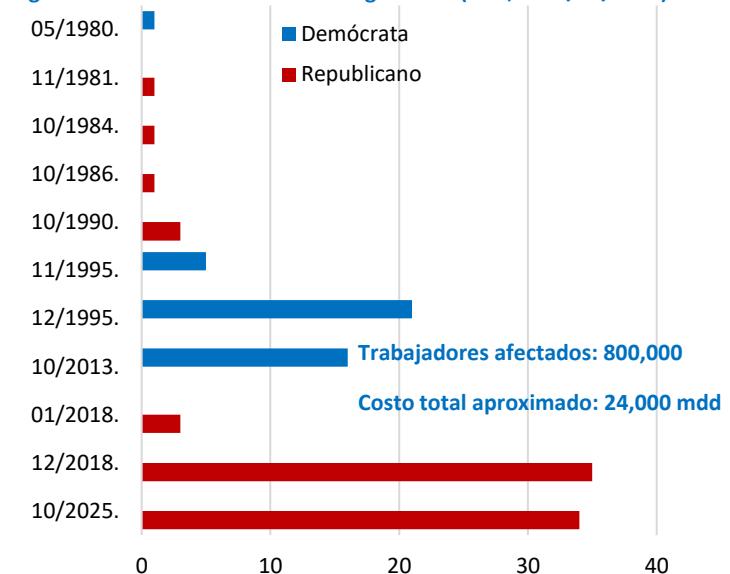
Nuestra expectativa apunta a un aterrizaje suave con un crecimiento estimado de 1.7% en 2025. El balance de riesgos prevalece sesgado a la baja, derivado de la política comercial estadounidense y las repercusiones rezagadas sobre las empresas y familias. También influye el deterioro de la confianza institucional, la intervención política en organismos económicos clave, un cierre gubernamental que podría ser históricamente costoso y la cautela empresarial. Con respecto al término del segundo trimestre del año, no modificamos las expectativas de inflación; el traspaso arancelario empieza a manifestarse, aunque parcialmente. El foco de la atención será la desaceleración del mercado laboral.

El cierre gubernamental amenaza los empleos de 800,000 personas. Un “shutdown” gubernamental ocurre cuando demócratas y republicanos son incapaces de promulgar una ley de financiación para uno o más organismos en tiempo y forma. En esta ocasión, el desacuerdo entre congresistas republicanos y demócratas con respecto al financiamiento del sector salud

impidió la aprobación de las asignaciones correspondientes al año fiscal 2026.

Con esto, se trata de la tercera vez que el gobierno cierra bajo el mandato del presidente Donald Trump, además de perfilarse ya como el más largo en la historia con más de un mes de duración, afectando a todas las actividades no esenciales del gobierno. Incluso bajo un escenario en el cual el gobierno reabre en la primera semana de noviembre, el episodio ya representa uno de los más costosos para EE. UU., tanto para la actividad económica como para el empleo. Algunas estimaciones sugieren una pérdida cercana al 0.1% del PIB por cada semana que dure el cierre gubernamental.

Figura 6. Duración de los cierres de gobierno (días, al 03/11/2025)



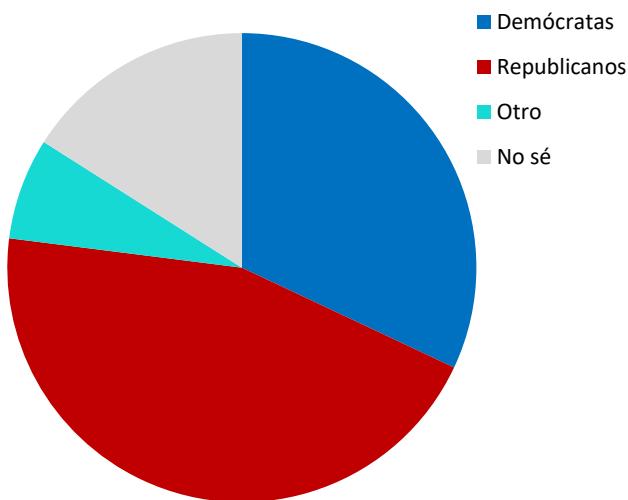
Fuente: Profuturo con datos de Bloomberg.

Ciertas publicaciones económicas clave se retrasaron. El reporte mensual de empleo de septiembre no se publicó en la primera semana de octubre, dado que el Buró de Estadísticas Laborales (BLS, por sus siglas en inglés) no se considera un organismo esencial. No obstante, el reporte de inflación se considera necesario para las funciones de Seguridad Social. Por lo tanto, el BLS estuvo obligado a publicar el reporte el 24 de octubre: justo a tiempo para la reunión de ese mes del Sistema de la Reserva Federal (Fed). Otras estimaciones provenientes de otros organismos podrían retrasarse más. Con base en lo observado en el cierre parcial de 2018, el reporte del PIB

correspondiente al cuarto trimestre se retrasó 29 días, junto con ciertos reportes de gasto e ingreso.

Extender el cierre no le conviene a nadie. Durante un cierre, los trabajadores afectados sufren una de dos posibles afectaciones: trabajan sin goce de sueldo o cesan actividades temporalmente, una modalidad conocida como *furlough*. Eventualmente, quienes trabajen sin goce de sueldo empiezan a buscar empleo en otros sectores, e incluso si se quedan, su productividad cae drásticamente. Algunas estimaciones colocan el costo diario de un cierre gubernamental en \$400 millones de dólares; suponiendo un cierre gubernamental de 35 días, el evento de este año costaría un total de \$14,000 millones. Adicionalmente, representaría un golpe más a la popularidad del mandato actual. La mayoría de los votantes culpa a los republicanos (Figura 7); si el cierre se prolonga, aumenta el riesgo de que Trump pierda al menos una de las cámaras en las elecciones intermedias del próximo año.

Figura 7. Respuestas a la pregunta: si el gobierno federal cierra el primero de octubre, ¿quién crees que será el mayor culpable? (%)



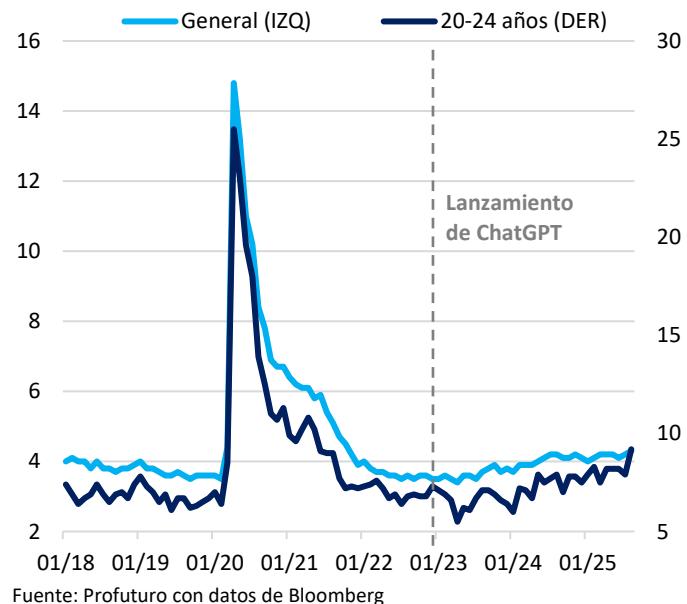
Fuente: Profuturo con datos de Bloomberg

Las señales de enfriamiento del mercado laboral perduraran. El balance de riesgos para el mercado laboral sigue sesgado a la baja y el cierre podría acentuarla. Parte de lo que hemos observado de algunos economistas del mercado, es que se atribuye la baja creación de empleo a la incertidumbre generada por las políticas arancelarias

y migratorias de la administración, mientras que otros señalan que la Inteligencia Artificial (IA) ya representa un riesgo a la baja para los nuevos empleos, especialmente los de la población joven. Este conjunto demográfico es mucho más sensible a choques de productividad y tiene un comportamiento más volátil que la tasa de desempleo general. **Ante ello, no descartamos que la adopción de herramientas de IA sea un riesgo a largo plazo para este segmento; sin embargo, la evidencia en este momento es limitada.**

Nuestros cálculos indican que, estadísticamente, el lanzamiento de la herramienta más popular en 2022, ChatGPT, no provocó un cambio estructural en el comportamiento de las tasas de desempleo en EE. UU. Asimismo, es importante destacar que el comportamiento de las tasas de desempleo general y juvenil antecede al auge de la IA y es consistente con una economía en recuperación. Por lo tanto, las tendencias de ambas series de tiempo se explican principalmente por otros factores. Nuestra lectura es que la inversión masiva en IA es muy ruidosa en este momento y podría tener efectos significativos en el mediano y en el largo plazo; hoy, simplemente no los encontramos.

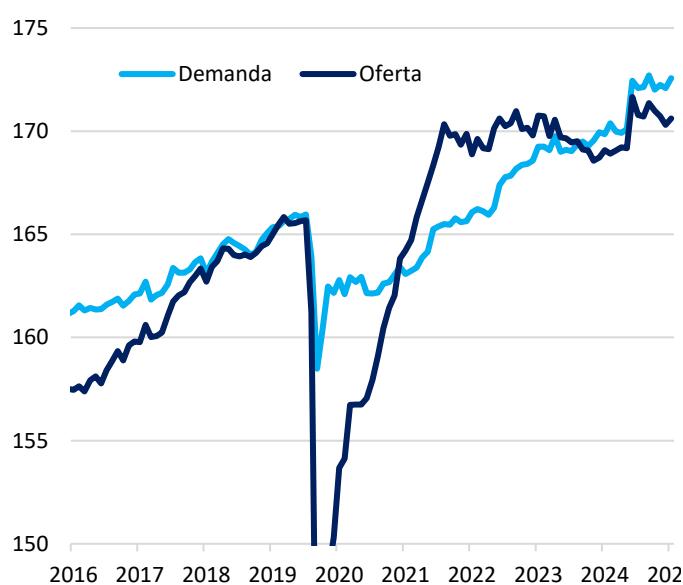
Figura 8. Tasas de desempleo observadas por grupo de edad (%)



Los datos complementarios o sustitutos del reporte mensual prepararon un recorte de tasas. El reporte de

situación de empleo en el sector privado (ADP) mostró una pérdida de 32,000 plazas en septiembre, frente a una expectativa de crecimiento en 50,000 plazas, aunque cabe destacar que este movimiento se atribuye al sector energético público, el cual tuvo bajas considerables en el periodo en cuestión. Por su parte, el "Libro Beige" del Fed destaca más riesgos a la baja para el mercado laboral. El libro denota que el sector privado está sintiendo presiones por las deportaciones masivas, especialmente en sectores como el manufacturero, servicios, agricultura y construcción.

Figura 9. Aproximación del mercado laboral (oferta y demanda laboral; millones de empleos)



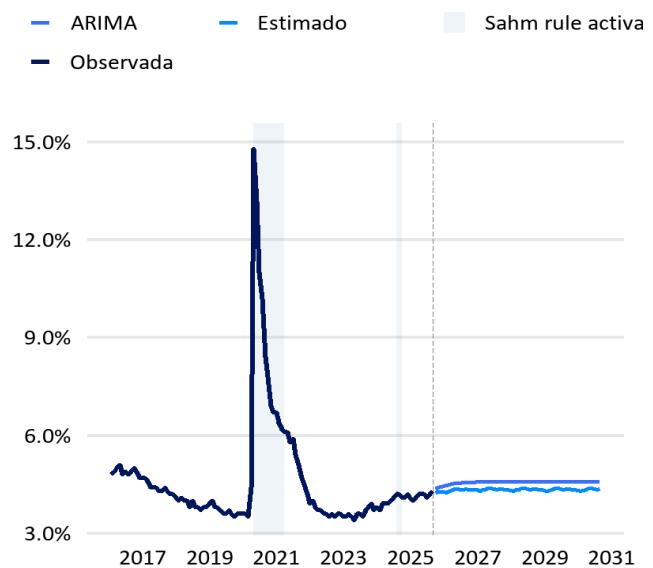
Notas: la demanda es la suma del nivel de empleo y las vacantes, mientras que la oferta representa la suma de la fuerza laboral y los marginalmente afiliados.
Fuente: Profuturo con datos del FRED de St. Louis.

Actualmente, la dinámica del mercado laboral es inusual: las tendencias de las solicitudes de subsidio por desempleo y la demanda de trabajo deberían estar en niveles completamente diferentes. Como evidencia histórica, cuando se ha observado que el promedio móvil a 3 meses de la nómina no agrícola está por debajo de 50,000, las solicitudes suelen duplicar su nivel actual y no deberían haber 7.2 millones de vacantes. La dinámica se denomina "*no hire, no fire*", y se explica por dos factores. El primero es que la incertidumbre asociada a la política monetaria y la reducción en la población de nacidos en el extranjero

están reduciendo la demanda laboral. El segundo es que las empresas no están teniendo choques significativos en sus márgenes de ganancias, por lo que se resisten a reducir costos por medio de la mano de obra, haciendo ciertamente más resiliente al mercado, aunque en el margen.

En esta ocasión, ¿qué tan sólido está el mercado laboral? Ante la ausencia de datos oficiales en octubre, desarrollamos un modelo que estima la tasa de desempleo en EE. UU. tomando en cuenta 30 series de tiempo de interés macroeconómico (tales como la producción industrial, la tasa de participación de la fuerza laboral, el PIB, entre otras) apoyado en una infraestructura de aprendizaje automático. El modelo ubica la tasa de desempleo correspondiente a septiembre en 4.3%, prácticamente sin cambios con respecto a agosto y cercana a la tasa del largo plazo (Figura 10).

Figura 10. Tasas de desempleo estimadas y observadas (%)



Fuente: Profuturo con datos de FRED (St. Louis)

El modelo atribuye el valor de septiembre principalmente a la participación de migrantes y al desempeño de la producción industrial. Cabe destacar que esta tasa se encuentra en niveles equivalentes a los del periodo prepandemia. En teoría, la diferencia entre la tasa de desempleo actual y la de largo plazo le dan menos margen

de recortes al Fed, lo que refuerza nuestro pronóstico de una política monetaria más cauta en lo que resta del año.

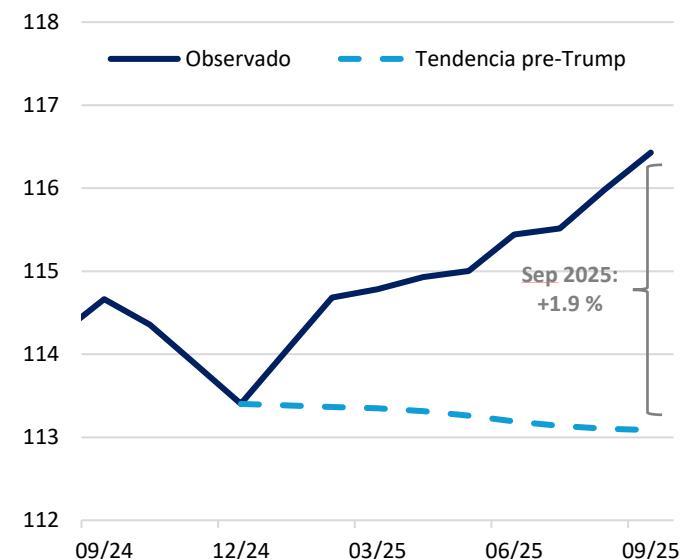
La primera mitad del año, las empresas sorprendieron por su capacidad de absorción arancelaria sin alzas de precios. En cuanto al riesgo arancelario más presente que es el relacionado a una mayor inflación, el consenso dentro y fuera del Fed es que el efecto de los aranceles viene rezagado y sorprenderá a la baja. El problema es que los efectos por *frontloading* visto en el 1T25 se están disipando rápidamente, a la par que la absorción de tarifas —una decisión pensada para retener clientes— parece mostrar un carácter cada vez más pasajero. Encontramos evidencia de que el traspaso no ha sido lineal y de que se ha dado mayormente por la parte de servicios.

En septiembre, la inflación general, medida por el CPI, registró una aceleración mensual de 0.31%, impulsada principalmente por el componente de energía, lo que llevó la variación anual a 3.0%, ligeramente por encima del 2.9% observado en agosto, pero por debajo de lo anticipado por el consenso. El componente subyacente sorprendió a la baja, con un avance mensual de 0.23% (vs. 0.35% en agosto), lo que permitió una moderación anual a 3.03% desde 3.1% previo.

En cuanto al traspaso arancelario, la evidencia continúa siendo mixta. En términos agregados, el índice de precios de bienes se mantiene por encima de los niveles que se habrían observado en ausencia de la política comercial actual (véase Figura 11). No obstante, ciertos rubros —como vehículos nuevos y medicamentos— no mostraron incrementos mensuales, lo que sugiere que los efectos de los aranceles siguen siendo parciales y no generalizados. En otras palabras, el traspaso a precios domésticos permanece marginal, limitando presiones inflacionarias más amplias y explicando por qué las lecturas de inflación han sido menos pronunciadas a lo largo del año.

Aun con ello, mantenemos nuestro estimado de inflación general en 3.2% anual al cierre de 2025, y una moderación hacia 2.3% en 2026, aunque con riesgos sesgados al alza, derivados de una posible persistencia en bienes durables y en la transmisión de costos relacionados con la política comercial.

Figura 11. Precios al Consumidor; componente de bienes (índice)



Fuente: Profuturo con datos del BLS.

En octubre, el Fed decidió entre lo que debería hacer y lo que quieren hacer la Junta y el presidente. Nuestra herramienta de análisis de texto, actualizada a mediados de octubre, muestra que los miembros del FOMC manifiestan una mayor preocupación por el mercado laboral que por la inflación o los aranceles. Además, algunos miembros caracterizan a la política monetaria actual como “restrictiva”. Ciertas estimaciones indican que la tasa real de los fondos estadounidenses está en el rango neutral y que la tasa nominal de los fondos federales está en línea con la regla de Taylor. En suma, la política monetaria del Fed en este periodo dista de ser restrictiva, y un recorte podría enviar señales equivocadas al mercado. Ciertos analistas temen que el Fed cometiera el mismo error que en agosto del año pasado. En esa ocasión, la activación de un indicador de recesión (la regla de Sahm, ver la figura 10) respondía a dinámicas de equilibrio en el mercado laboral y no a una recesión inminente. El Fed recortó tasas para estimular a un mercado laboral sólido, descuidando a la inflación.

Mantenemos nuestro pronóstico de una tasa terminal entre 3.75% y 4.00%. Reconocemos que nuestro pronóstico no coincide con las expectativas del mercado, el cual tiende a fundamentar su análisis con datos que corresponden al corto plazo y en los discursos de los miembros del FOMC. Nuestra conclusión es que el Fed anticipa que el mercado laboral continúe enfriándose y que los

aranceles tengan un efecto contenido y de muy corto plazo, a reflejarse en reportes de CPI mayormente alentadores en noviembre y diciembre. No obstante, la teoría y la evidencia a mediano y largo plazo sugieren que un recorte de tasas estimularía un mercado laboral con una balanza de riesgos menos preocupante que la de la inflación.

En conjunto, nuestra perspectiva mantiene que la economía estadounidense muestra un crecimiento tenue. No se observan señales de alerta para el crecimiento ni evidencia de estanflación hasta este punto del año. La balanza de riesgos no ha cambiado de inclinación desde agosto debido a los siguientes factores:

- El rezago en el traspaso arancelario y el anuncio de nuevos aranceles cada semana.
- La baja creación de empleo.
- Una política monetaria desalineada con la teoría.
- La incertidumbre generalizada y el ruido que genera la administración actual.

México: Resiliencia sin expansión

Indicadores	2025	2026
PIB (% a/a)	0.50%	1.50%
Inflación (eop, %)	3.80%	4.00%
Tasa Objetivo (%)	7.00%	6.50%

Fuente: Estimaciones Profuturo. En rojo revisiones a la baja; verde al alza.

El dato preliminar del PIB del 3T25 confirmó la debilidad estructural de la economía mexicana, al registrar una contracción de 0.3% t/t, en línea con nuestro pronóstico y contrastando la expectativa del mercado (-0.4%), siendo la primera contracción trimestral desde el 4T24. En términos anuales, la actividad también se redujo 0.3% a/a (vs. +1.2% en el 2T), reflejando la pérdida de impulso de los motores de crecimiento y la ausencia de un relevo claro en el ciclo productivo.

Por sectores, el desempeño fue mixto, aunque con un patrón común: moderación y debilidad industrial.

La industria se contrajo 2.9% a/a, tras haber crecido apenas 0.2% en el trimestre previo, acentuando su papel como el principal foco de rezago para la economía. Con cifras desestacionalizadas, el PIB industrial cayó 1.5% t/t, en línea con la desaceleración observada en los principales indicadores de producción y confianza.

El arrastre proviene, sobre todo, de la construcción (-1.8% a/a), afectada todavía por la conclusión de proyectos de infraestructura pública y la ausencia de nuevos anuncios relevantes, así como de las manufacturas (-0.6% a/a), que resintieron la menor demanda externa y la debilidad del ciclo industrial en Estados Unidos —reflejada en un ISM manufacturero nuevamente por debajo de 50 puntos al cierre del trimestre—. En contraste, la minería aportó un modesto +0.8% a/a, gracias a la recuperación parcial de plataformas petroleras y de la producción de gas natural, aunque insuficiente para compensar el rezago del resto del sector.

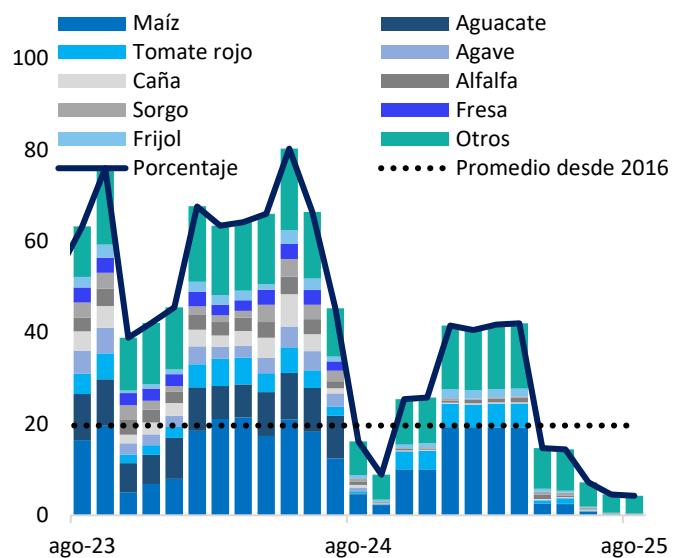
A nivel de expectativas, la confianza empresarial en manufactura hiló tres avances mensuales consecutivos y alcanzó 49.7 puntos en septiembre (vs. 48.9 en agosto), su mejor nivel desde febrero; sin embargo, permanece por debajo del umbral de expansión (50), reflejando una visión prudente sobre la inversión productiva. Ello sugiere que la recuperación de la inversión fija bruta y de la compra de maquinaria y equipo será gradual y frágil, condicionada al entorno fiscal acotado y a la claridad sobre la revisión del T-MEC en 2026.

El sector primario sorprendió con un crecimiento de 3.0% a/a (vs. -1.5% en el mismo trimestre de 2024) y 3.2% t/t, convirtiéndose en el componente más dinámico del trimestre. En el acumulado enero-septiembre, el avance alcanza 4.1% anual, comparado con una contracción de 0.8% en igual periodo del año anterior. Este desempeño responde, en buena medida, a un incremento de 22% en los niveles de precipitación promedio respecto a 2024, que redujo la exposición de la producción agrícola a sequía a 21% en promedio en enero-agosto (vs. 60% un año antes; ver Figura 12).

Aun así, su aportación al PIB total se mantiene acotada —alrededor del 3.5% del valor agregado nacional—, por

lo que no representa un motor estructural de crecimiento sostenido.

Figura 12. Porcentaje de producción agrícola expuesta a sequía (%)



Fuente: Profuturo con datos de Banco de México, SIAP y CONAGUA

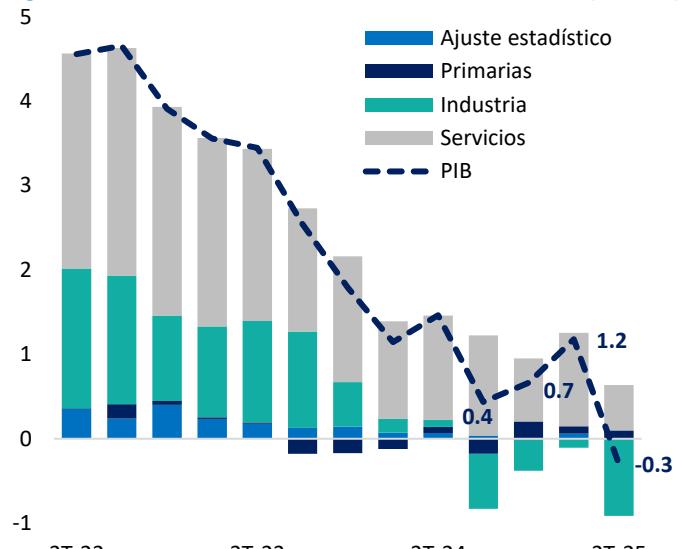
En contraste, los servicios crecieron 0.1% t/t y 0.9% a/a (vs. +0.6% t/t y +1.8% a/a en el 2T), consolidándose como el principal motor de la actividad, aunque con señales de resiliencia atenuada. El avance provino de servicios financieros, profesionales y de transporte, pero el consumo privado, su principal soporte, mostró menor tracción. En el acumulado del año, el sector crece 1.3% anual, ritmo que se ubica por debajo del promedio de 2023 (1.8%) y del promedio quinquenal prepandemia (2.2%).

El mercado laboral refleja ese enfriamiento: entre enero y septiembre se crearon 260 mil empleos formales, muy por debajo de los 347 mil en el mismo lapso de 2024 y del promedio histórico de 406 mil. La tasa de participación laboral se mantiene en torno a 59.7%, mientras que la informalidad repuntó a 54.5%, lo que confirma un menor dinamismo en el empleo asalariado. Por su parte, la confianza del consumidor descendió a 46.5 puntos en septiembre (vs. 46.7 en agosto), marcando su segundo retroceso mensual consecutivo. La disposición a realizar compras mayores cayó a su nivel más bajo desde mediados de 2023, anticipando una moderación del consumo privado hacia el cierre del año.

Pese a ello, el gasto de los hogares aún cuenta con amortiguadores coyunturales: el arrastre de los incrementos salariales reales (+4.2% a/a en promedio), la continuidad de los programas sociales y el flujo de remesas que se mantiene continuo. Estos factores sostendrán, en el margen, la demanda de servicios y mitigarán parcialmente el impacto del menor dinamismo industrial.

En conjunto, la composición sectorial del PIB confirma un escenario de crecimiento anémico, pero mejor a lo anticipado, con un desempeño sostenido únicamente por el consumo y la producción agropecuaria, frente a una industria en retroceso y un entorno de inversión todavía débil. **Con ello, el balance de riesgos se mantiene sesgado a la baja, condicionado por la fragilidad del sector industrial**, el limitado espacio fiscal y la elevada dependencia de la demanda externa.

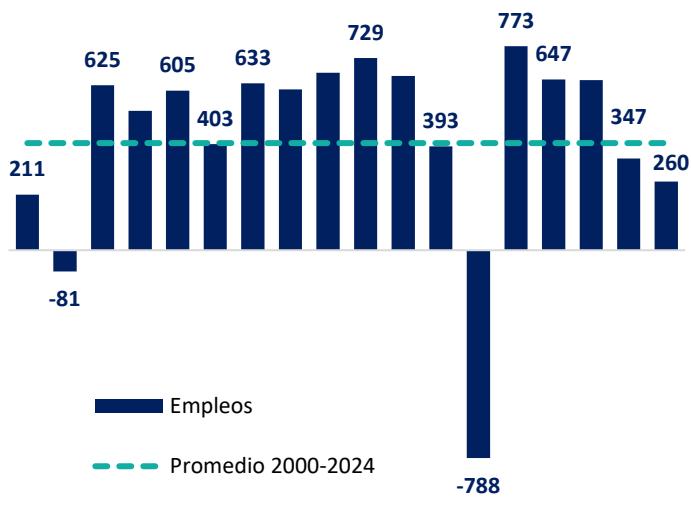
Figura 13. Contribuciones al crecimiento anual PIB (a.e.; %)



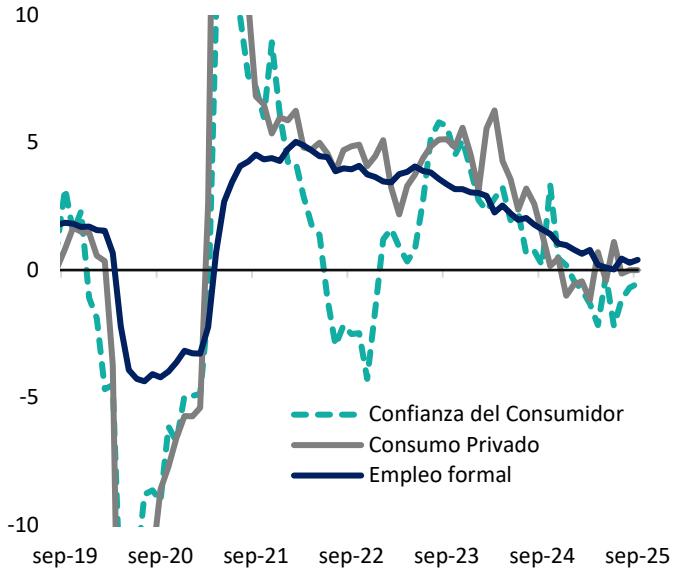
Fuente: Profuturo con información de INEGI y cálculos propios

Figura 14. Inversión fija y confianza empresarial (% a/a; índice)

Fuente: Profuturo con información de INEGI

Figura 15. Empleo formal IMSS (enero-septiembre de cada año; miles de empleos)

Fuente: Profuturo con información del IMSS

Figura 16. Consumo y confianza del consumidor (var. anual; %)

Fuente: Profuturo con información de INEGI e IMSS

Los resultados del 3T25 confirman que la economía mexicana transita una fase de estancamiento con crecimiento marginal, sostenida por elementos transitorios más que estructurales. A pesar de ello, los datos en su conjunto han resultado mejor a lo anticipado a inicios de año, lo que nos lleva a revisar al alza nuestra proyección de crecimiento para 2025 **de 0.3% a 0.5%, manteniendo un pronóstico de 1.5% para 2026.**

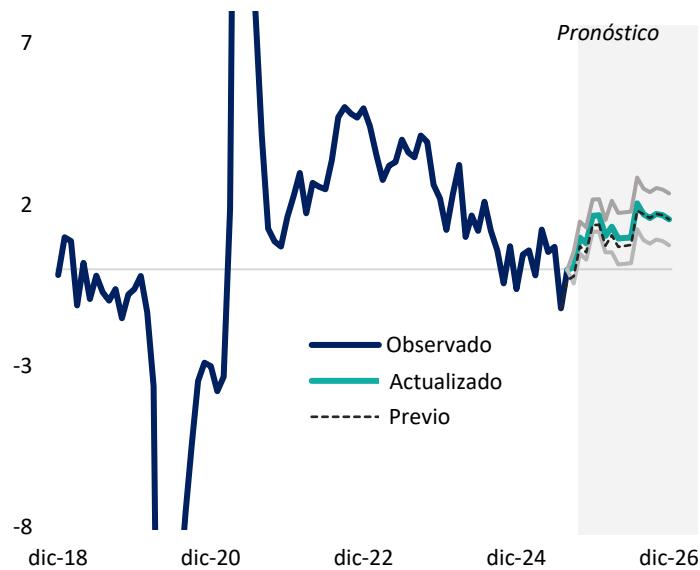
Hacia adelante, el balance de riesgos sigue sesgado a la baja, principalmente por:

1. La debilidad persistente en manufacturas y construcción.
2. El ajuste fiscal gradual y la menor inversión pública.
3. El deterioro de la confianza empresarial ante la revisión del T-MEC.
4. La desaceleración industrial en EE. UU. y el cierre de gobierno prolongado, que podría afectar la demanda externa.

En síntesis, México enfrenta un escenario de crecimiento anémico pero estable, donde el consumo y la estabilidad macrofinanciera actúan como amortiguadores parciales frente a un contexto industrial y externo adverso. **La**

economía se mantiene lejos de una contracción severa, pero también sin señales claras de reactivación sostenida.

Figura 17. IGAE general (obs y estimado; % a/a)

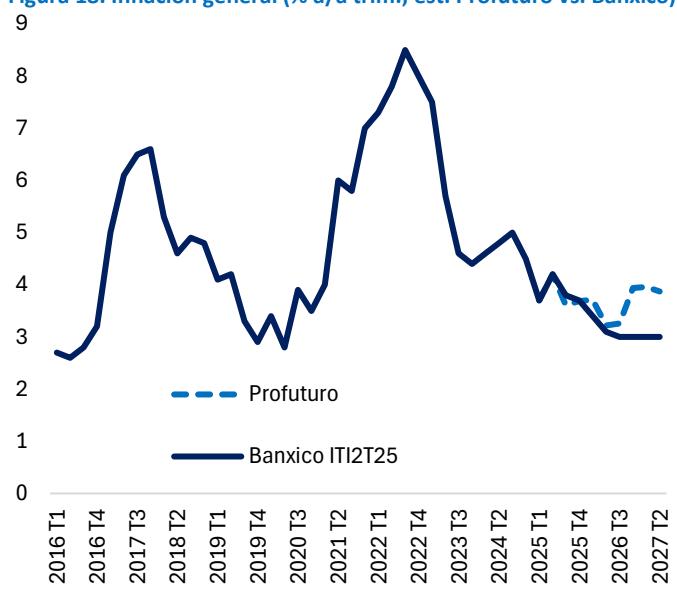


El último tramo del proceso desinflacionario continúa siendo el más complejo. La inflación de la primera quincena de octubre sorprendió a la baja al ubicarse en 0.28% quincenal (vs. 0.37% estimado Profuturo y 0.38% consenso), pese a una ligera aceleración frente a la quincena previa (+0.17%). Se trata, no obstante, de la menor lectura para una primera quincena de octubre desde 2006, lo que permitió que la inflación general descendiera de 3.81% a 3.63% anual, su nivel más bajo en dos meses.

El ajuste obedeció principalmente a la moderación del componente no subyacente, que registró 1.58% anual (promedio prepandemia: ≈6%), mientras que la subyacente avanzó 0.18% quincenal —en línea con nuestra expectativa y menor al consenso—, ubicándose en 4.24% anual, su lectura más baja en tres quincenas. Este comportamiento confirma que el proceso de desinflación continúa, aunque a un ritmo más lento, afectado por la persistencia en servicios (4.42% anual) y cierta rigidez en mercancías alimenticias (+5.2% a/a), mientras que las no alimenticias (+3.1% a/a) siguen beneficiándose del peso fuerte y menores costos de importación. En la parte no subyacente, los agropecuarios crecieron apenas 1.06% anual, con caídas en frutas y verduras (-8.4%) parcialmente compensadas por aumentos en pecuarios (+8.3%). En contraste, los energéticos y tarifas subieron 1.79% quincenal, reflejando la conclusión de los subsidios eléctricos de verano en 18 ciudades del país.

Con ello, reafirmamos nuestro estimado de cierre de año en 3.8% para la inflación general y 4.2% para la subyacente, aunque con un balance de riesgos aún sesgado al alza, particularmente por el posible repunte del componente no subyacente hacia diciembre y la rigidez persistente en servicios.

Figura 18. Inflación general (% a/a trim.; est. Profuturo vs. Banxico)



Ejercicio prospectivo: impactos inflacionarios esperados para 2026. Más allá del escenario base, realizamos un ejercicio para estimar los factores adicionales que podrían presionar la inflación en 2026.

En conjunto, estos elementos podrían añadir hasta 73 puntos base al nivel general de precios durante el año (Figura 19), lo que eleva el sesgo al alza de nuestra proyección y, sobre todo, la dificultad para que la inflación converja plenamente al 3% antes de 2027, como lo espera Banco de México.

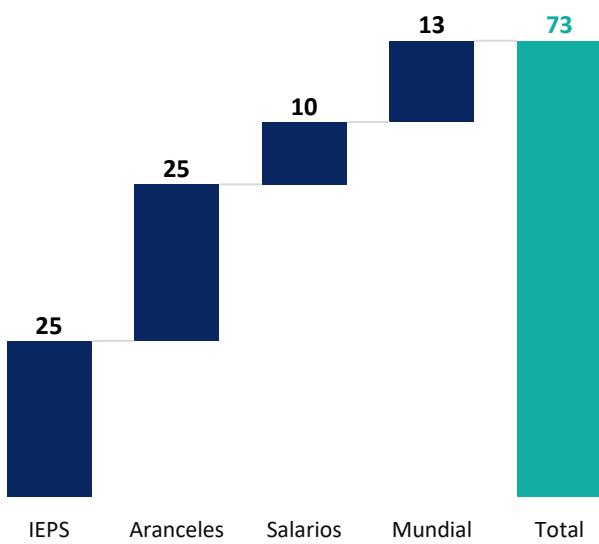
Desglose de impactos estimados:

- Ajuste al IEPS en bebidas azucaradas y cigarros (enero 2026): +25 pb.

- Aranceles de México a bienes provenientes de Asia (particularmente China): +10 pb.
- Aumento salarial de doble dígito en negociación 2026: +10 pb.
- Efecto temporal del Mundial de Fútbol 2026: entre +13 y +15 pb, dependiendo del gasto turístico y consumo asociado en el país sede. El ejercicio se hizo con historia de los últimos 40 años en mundiales, aunque considerando únicamente los partidos en México (alrededor de 10).

Considerando estos choques y el efecto base, revisamos nuestro pronóstico de inflación general para 2026 a 4.0% desde 3.8% previo, con una subyacente en torno a 3.9%, aún compatible con una trayectoria descendente, pero más lenta de lo previsto.

Figura 19. Impactos sobre el escenario de inflación 2026 (pb distribuidos a lo largo del año)



Fuente: Estimación Profuturo con información de INEGI, SE y SHCP

Postura de política monetaria: el debate ya no es si bajar, sino hasta dónde y a qué ritmo, la lectura reciente de precios no altera sustancialmente la narrativa del Banco de México. Aunque no ha habido cambios formales en la comunicación de los últimos meses, sí se mantiene una división más visible dentro de la Junta.

Por un lado, el ala más *dovish* —particularmente la Gobernadora Victoria Rodríguez Ceja, Galia Borja y Omar Mejía— considera que la política monetaria sigue en

terreno restrictivo y que existe margen para continuar con recortes graduales.

Por otro, miembros más cautos como Jonathan Heath y Gabriel Cuadra advierten que la inflación subyacente aún no converge plenamente al objetivo y que el espacio para relajar condiciones es limitado, sobre todo en el contexto de política comparada con la Reserva Federal.

La narrativa general se mantiene centrada en la prudencia, pero con un matiz propio de esta fase de “calibración”: el debate ya no es si continuar bajando la tasa, sino hasta dónde y a qué ritmo.

Banxico mantiene así una visión de “carácter neutral”, reconociendo que la tasa real ex ante aún se ubica por encima del rango neutral (1.8%-3.6%), aunque conforme la inflación converja gradualmente, el espacio para recortes adicionales se irá abriendo.

Trayectoria esperada de la tasa y balance de riesgos. En este contexto, revaluamos nuestra expectativa, esperando ahora un recorte de 25 pb en la reunión de noviembre (decisión 4-1) y otro en diciembre, lo que situaría la tasa objetivo en **7.00%** al cierre de 2025 y en **6.50%** en 2026, con una secuencia de ajustes más pausada e intermitente.

Destacamos, sin embargo, que Banxico no alcanzará una tasa terminal de 6.00% como plantea Hacienda y parte del consenso, sino ligeramente superior, reflejando un entorno donde la política monetaria seguirá siendo restrictiva, aunque reflejando además un espacio mayormente acotado para continuar con recortes más acelerados.

El balance de riesgos sigue sesgado al alza, tanto por los efectos esperados de IEPS y aranceles, como por las presiones salariales y de servicios. En este escenario, mientras la inflación se mantenga por debajo de 4.0%, el espacio para seguir bajando tasas pareciera que permanecerá abierto, pero acotado.

Finalmente, la composición de la Junta será clave: el balance entre miembros *dovish*, que priorizan la actividad y el empleo, y *hawkish*, que defienden la convergencia

estricta a la meta y la posición relativa frente al Fed, definirá el tono del ciclo.

En suma, Banxico se mueve hacia la neutralidad, pero con cautela. En un entorno donde el proceso desinflacionario se ha vuelto más granular y los riesgos de 2026 apuntan al alza, la institución parece optar por una estrategia de “recortes calibrados”, asegurando que la convergencia a la meta de 3% ocurra de forma gradual y sostenible.

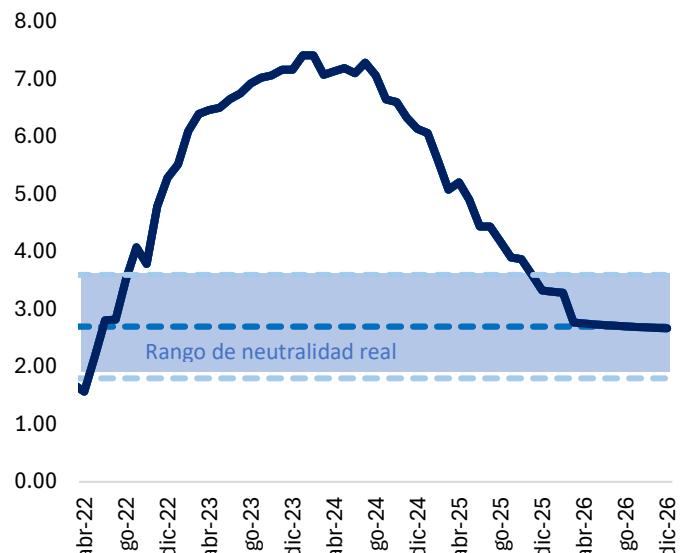
Figura 20. Citas clave de las minutas de la última decisión de política monetaria

Cita clave
 «Es de esperarse que la restricción monetaria implementada continúe operando pese al carácter neutral [...] Hacia delante, la tasa objetivo podrá seguir ajustándose de manera gradual y con la cautela necesaria»
 «Dado el amplio grado de holgura prevaleciente y el que se anticipa, la evolución del balance de riesgos para la inflación y las condiciones monetarias actuales y esperadas, se podría continuar con el ciclo de recortes. »
 «Hay margen para continuar con el ciclo de recortes bajo un enfoque de gradualidad . Estimó que dicho enfoque permitiría atender ambos lados del balance para la inflación.»
 «Externó que la posibilidad de ajustar nuevamente la tasa objetivo deberá evaluarse reunión tras reunión .»
 «Afirmó que no existen condiciones para que la tasa real ex ante se adentre en zona neutral cuando la inflación subyacente, sobre la cual incide la política monetaria, se encuentra fuera del intervalo de variabilidad.»

Fuente: Profuturo con información de Banxico

(*) Nota: Citas atribuidas en función de nuestro análisis de las minutas

Figura 21. Tasa de interés real ex – ante (%)*



Fuente: Profuturo con información de Banxico y cálculos propios

Notas: *Calculada como la diferencia entre la tasa nominal y las expectativas de inflación a 12 meses.

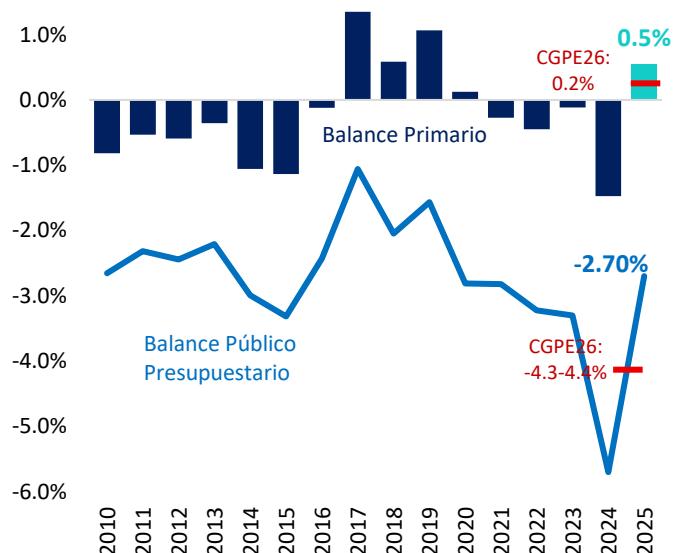
Al tercer trimestre de 2025, las finanzas públicas mostraron un desempeño mejor al programado, con ingresos en expansión y un gasto más acotado, en línea con el proceso de consolidación previsto en los Criterios Generales 2026. Los ingresos presupuestarios crecieron 9.2% real anual, impulsados por la fortaleza de la recaudación tributaria (+7.0%), apoyada en mayores ingresos por ISR (+6.1%) e IVA (+6.5%), además del dinamismo en impuestos al comercio exterior (+23.6%) y una mayor eficiencia aduanera y fiscalización digital.

Por el lado del gasto, el ejercicio fue prudente, con una caída real de 2.7% respecto a 2024, explicado por una menor inversión física (-15.0%) y la conclusión de grandes proyectos de infraestructura, compensado parcialmente por incrementos en protección social (+6.1%) y educación (+4.9%). Este patrón sugiere que el ajuste fiscal avanza más por contención de gasto que por aumentos tributarios adicionales.

En cuanto a balances, el déficit público acumulado se ubicó en -2.7% del PIB, mejor que lo previsto, mientras el superávit primario ascendió a 0.2% del PIB —por debajo de la meta anual de 0.5%—, reflejando un proceso de ajuste en curso pero aún dependiente de un gasto

público más selectivo. La deuda pública se situó en 49.9% del PIB, inferior al cierre de 2024 (51.3%) y por debajo de la meta de 52.6%, confirmando una trayectoria de sostenibilidad fiscal, reforzada por recompras de bonos y un perfil de vencimientos más largo.

Figura 22. Balance público y primario (% PIB; 2025=datos al 3T25)



Fuente: Profuturo con información de SHCP

De cara al cierre de año, los Criterios Generales anticipan un déficit de 4.3–4.4% del PIB y un superávit primario de 0.5%, metas que lucen alcanzables bajo el escenario actual, aunque el ritmo de consolidación tenderá a ser más gradual y dependerá del balance entre gasto social e inversión productiva. **En nuestra lectura, este enfoque busca preservar estabilidad y grado de inversión, pero con menor impulso al crecimiento potencial, dado el menor peso relativo de la inversión pública con efecto multiplicador.**

1. NABE 2025: 67º Reunión Anual

Mensajes principales

- *Resiliencia cíclica con fragilidad estructural. Mejora en la actividad económica en EE. UU. a 2.1% para 2025 (anterior 1.8%), reduciendo la probabilidad de recesión a 15–20% (desde más del 50% en abril). Proceso desinflacionario continúa siendo muy lento con tasas anuales cercanas al 3.1% y el desempleo en 4.3%, reflejando un ciclo maduro y desigual.*
- *Fed: hacia la neutralidad con divisiones internas. Jerome Powell reconoció avances en desinflación, pero advirtió que “la batalla no está ganada”. Anna Paulson (Fed Filadelfia) mostrando mayor preocupación por el desempleo, subrayando que el mercado malinterpreta el doble mandato del banco central. Loretta Mester enfatizó que la Fed atraviesa un reto de comunicación, no de diagnóstico.*
- *Riesgo fiscal como eje de vulnerabilidad. Déficit estructural de 6.5% del PIB y deuda rumbo a 160% del PIB en 2050 si no hay ajuste. El repunte del term premium refleja una nueva prima por riesgo fiscal.*

La fragmentación global se consolida como una tendencia estructural: el comercio internacional muestra signos de estabilización, mientras los bancos centrales incrementan sus reservas en oro como activo de cobertura ante tensiones fiscales y geopolíticas. El dólar mantiene su papel central, pero con una influencia más dispersa en un sistema financiero cada vez más regionalizado.

- *IA y productividad: disruptión sin salto estructural. La adopción de IA aumenta la eficiencia operativa entre 15–25%, pero sin mejoras agregadas en productividad; el riesgo se concentra en los mercados laborales jóvenes.*
- *Profuturo fue la única Afore presente en NABE 2025, participando en reuniones estratégicas con la Reserva Federal, economistas en jefe de bancos globales y académicos. Esta participación permitió profundizar el entendimiento sobre las principales tendencias macroeconómicas y de política monetaria, además de fortalecer la presencia institucional de México en foros internacionales de alto nivel.*

Coyuntura general

La 67ª Reunión Anual de la **National Association for Business Economics (NABE)** se desarrolló en Filadelfia, bajo el lema “**Global Economy in Transition: Finding Opportunity Amid Disruption**”. El evento reunió a más de 500 economistas, *policy makers*, banqueros centrales y ejecutivos institucionales, en un contexto de crecimiento global resiliente, pero con fisuras estructurales.

Los temas más discutidos fueron la sostenibilidad fiscal, la reconfiguración de flujos de capital, el rol de la inteligencia artificial en productividad, y la redefinición del sistema monetario internacional.

Profuturo participó como la única administradora mexicana de fondos de pensiones, reforzando su compromiso con una visión estratégica global y una participación en foros internacionales de alto nivel.

Perspectiva macroeconómica: resiliencia con fisuras

El **NABE Outlook Survey**, coordinado por Gregory Daco (EY), marcó el tono de las discusiones al mostrar una revisión al alza del crecimiento esperado para Estados Unidos en 2025, de 1.8% a 2.1%, junto con una fuerte reducción en la probabilidad de recesión (de más de 50% en abril a 15–20%).

Pese a la moderación cíclica, la economía estadounidense mantiene un desempeño mejor al anticipado gracias a un consumo privado sólido, la recomposición de inventarios y un mercado laboral que aún ofrece soporte, aunque con señales incipientes de enfriamiento.

El consenso fue claro: la “*soft landing*” parece haberse materializado, pero los riesgos estructurales —endeudamiento público, productividad estancada y envejecimiento laboral— persisten. La inflación se mantiene por encima del objetivo de la Reserva Federal (2.9% esperada para 2025) y el desempleo podría cerrar el año cerca de 4.3%.

Entre los factores que han contenido presiones inflacionarias destacan la **inmigración neta positiva** —que amplía la oferta laboral y modera los salarios— y un entorno financiero aún acomodaticio, pese al endurecimiento de los últimos dos años.

Política monetaria: hacia la neutralidad con señales mixtas

Durante su intervención, Jerome Powell, presidente de la Reserva Federal, señaló que, si bien las presiones inflacionarias han cedido de forma considerable, “la batalla no está ganada del todo”. Reconoció que la inmigración ha funcionado como un amortiguador del mercado laboral, permitiendo “un ajuste más ordenado de los salarios y un proceso de desinflación más sostenible”.

Powell anticipó que el proceso de reducción del balance de la Reserva Federal (*Quantitative Tightening, QT*) podría concluir hacia finales de 2025, al indicar que “comienzan a observarse señales de un endurecimiento gradual en las condiciones de liquidez”. **Esta declaración fue interpretada por los mercados como una señal de transición hacia la neutralidad monetaria, en un entorno donde se prevén hasta dos recortes adicionales de tasas este año —que ubicarían el rango objetivo entre 3.50% y 3.75%— y ajustes adicionales en 2026 (tasa terminal: 3.00%), condicionados al comportamiento de la inflación y del empleo.**

Tras su participación pública, Anna Paulson (Federal Reserve Bank of Philadelphia) sostuvo una conversación privada con Profuturo en la sede del banco, donde mostró inclinación a seguir apoyando mayores recortes en la tasa de fondos federales, especialmente ante su preocupación por la desaceleración del mercado laboral.

Subrayó que “el mercado se equivoca al etiquetar a la Reserva Federal como *hawkish* o *dovish*; lo que buscamos es equilibrio entre crecimiento e inflación”. Añadió que la evolución del empleo sigue siendo su principal foco de atención, dado el rezago con que se ajusta respecto al ciclo económico.

Aunque este año no tiene voto en el FOMC, lo obtendrá en 2026, y su visión más acomodaticia podría adquirir mayor peso si las condiciones financieras se endurecen hacia entonces.

En conversación separada, Loretta Mester (ex presidenta de la Fed de Cleveland) compartió una reflexión sobre la conducción del banco central: “Un buen banquero central debe tener dos cosas: convicción al comunicar incluso sin certeza total, y transparencia absoluta en su mensaje. Eso es algo que Powell no ha logrado consistentemente.”

Su comentario sintetizó la percepción general entre varios participantes sobre la pérdida de claridad comunicacional de la Fed, lo que ha incrementado la volatilidad en las expectativas y el riesgo de sobrereactión de los mercados.

El punto más debatido fue el repunte del ***term premium***, que refleja tanto el endurecimiento monetario acumulado como la mayor percepción de riesgo fiscal y geopolítico. Vincent Reinhart (Dreyfus & Mellon) advirtió que “estamos presenciando una recomposición estructural del *benchmark* de tasas largas”, impulsada por el aumento del endeudamiento público y la menor coordinación internacional en política monetaria.

Riesgo fiscal: la herencia imposible

Uno de los paneles más tensos fue el dedicado a la sostenibilidad fiscal de Estados Unidos. Karen Dynan (Harvard), Kent Smetters (Wharton) y Ellen Zentner (Morgan Stanley) coincidieron en que el **déficit estructural, estimado en 6.5% del PIB para 2025, es “una bomba de tiempo fiscal”**. Proyectaron que, de mantenerse la trayectoria actual, la deuda federal podría alcanzar **160% del PIB hacia 2050**, acercándose a niveles críticos de sostenibilidad.

Dynan sintetizó el diagnóstico con crudeza: **“Estamos en una situación insostenible que nadie quiere enfrentar de frente.”**

Las medidas convencionales —recortes al gasto o alzas impositivas marginales— se consideran insuficientes. Se advirtió, además, sobre el riesgo de que presiones políticas erosionen la independencia de la Fed, abriendo espacio a una **monetización indirecta del déficit**. El término **“One Big Beautiful Bill”**, usado irónicamente por Smetters, se convirtió en la frase más citada del evento, aludiendo al patrón de estímulo fiscal continuo sin contrapartida ni ajuste estructural.

El dólar bajo presión y el retorno del oro

Aunque el consenso apunta a que el dólar **mantendrá su estatus de reserva global** en el mediano plazo, varios paneles subrayaron un cambio gradual en la composición de reservas internacionales. Jeffrey Frankel (Harvard) destacó que **“el oro ha recuperado protagonismo, no como activo especulativo, sino como seguro geopolítico”**.

Los bancos centrales están diversificando hacia **oro, bonos corporativos de alta calidad y monedas regionales**, buscando reducir exposición a la volatilidad del dólar y a los riesgos políticos asociados al uso del sistema financiero estadounidense como herramienta de política exterior.

El deterioro fiscal y la erosión institucional están reduciendo marginalmente el atractivo del dólar, que desde mediados de 2024 ha perdido *momentum* frente a monedas como el euro y el yuan. Sin embargo, la mayoría de los expertos coincidió en que **no existe un sustituto creíble de corto plazo**, y que cualquier transición hacia una arquitectura más multipolar será gradual y parcial.

Fragmentación geoeconómica: el nuevo mapa del riesgo

En la sesión “*Mapping Global Risk*”, representantes de Amundi, *Economist Intelligence Unit* (EIU) y *Oxford Economics* coincidieron en que el mundo enfrenta una fragmentación comparable a la de los años 1930. Las tensiones entre EE. UU. y China, la competencia por minerales críticos, las sanciones cruzadas y la transición energética descoordinada están reconfigurando las cadenas de suministro y alterando los flujos de inversión directa.

Los analistas coincidieron en que la **resiliencia económica ya no se mide solo en PIB**, sino en **capacidad de adaptación ante shocks geopolíticos, regulatorios o tecnológicos**. Fondos institucionales y soberanos están incorporando métricas de “*geoeconomic resilience*” para evaluar exposición a riesgos de concentración regional o dependencia tecnológica.

Inteligencia artificial: disruptión organizacional y riesgo laboral

El panel sobre inteligencia artificial, liderado por **Ethan Mollick** (Wharton), abordó los impactos de la IA generativa en productividad y organización laboral. Mollick sostuvo que “**el retorno sobre inversión de la IA no depende del modelo, sino de la transformación de los procesos internos**”. Advirtió que las empresas que no adapten su cultura y estructuras a la nueva tecnología “no quedarán rezagadas tecnológicamente, sino organizacionalmente”.

Powell complementó este análisis al señalar que ya se observan efectos en tareas repetitivas de análisis, programación y generación de contenido, aunque “**aún no hay evidencia concluyente de un salto estructural en productividad agregada**”.

El consenso fue que la IA representa **una disruptión inevitable**, pero su adopción desordenada podría acentuar desigualdades laborales y limitar su impacto económico real si no se acompaña de inversión en capital humano.

Participación institucional: liderazgo y visión de largo plazo

La participación de Profuturo en NABE 2025 reafirmó su liderazgo como la **única Afore** presente en uno de los foros más influyentes de la comunidad económica global. Esta presencia no solo consolidó su posicionamiento estratégico, sino que fortaleció su capacidad de análisis e inteligencia de mercado internacional.

Entre los aprendizajes más relevantes para la gestión institucional destacaron:

- Incorporar criterios de **sostenibilidad fiscal** como variable de riesgo soberano.
- Dar seguimiento al **term premium** como indicador de estrés estructural en los mercados de renta fija.
- Evaluar los **impactos no lineales de la IA** sobre empleo, productividad y valuaciones sectoriales.
- Profundizar la **diversificación geográfica y de activos** ante un contexto de fragmentación y dislocación financiera.
- Revalorizar el papel del **oro y la renta fija** como anclas en portafolios institucionales de largo plazo.

Conclusión: un nuevo régimen económico global

La narrativa dominante en NABE 2025 fue clara: **el mundo está transitando hacia un nuevo régimen económico**, definido por crecimientos bajos, inflaciones persistentemente por encima de meta, menor coordinación internacional y una creciente dispersión entre políticas fiscales y monetarias.

En palabras de Powell, “**la normalización no significa estabilidad; significa adaptación continua**”. Los mercados financieros, aún exuberantes, contrastan con una economía real marcada por tensiones geopolíticas, disruptiones tecnológicas y fragilidad fiscal.

Para Profuturo, este entorno reafirma la importancia de mantener una visión estratégica de largo plazo, fortalecer el análisis de riesgos estructurales y consolidar relaciones institucionales que permitan anticipar tendencias globales.

Las conversaciones de Filadelfia dejaron un mensaje inequívoco: las megatendencias —IA, transición energética, desdolarización parcial y regionalización productiva— **ya están moldeando el sistema financiero global**, y navegar este nuevo orden requerirá visión, gobernanza y capacidad de adaptación.

2. Reuniones Anuales Fondo Monetario Internacional y Banco Mundial – octubre 2025

Mensajes principales

- *Resiliencia macro sin aceleración estructural. El FMI revisó marginalmente al alza el crecimiento global a 3.2% para 2025, pero mantiene una previsión de 3.1% en 2026, confirmando que la economía mundial sigue atrapada en una fase de expansión débil y sin motores claros de productividad.*
- *Aparente estabilidad, riesgos acumulándose. Los mercados operan bajo una “calma superficial”: liquidez abundante, oro en máximos y valuaciones altas, pero con deuda récord, fragilidad fuera del sistema bancario y tasa premia al alza, lo que sugiere vulnerabilidad si el ciclo de recortes se acelera.*
- *EUA: política fiscal expansiva y Fed en transición. El déficit de EE. UU. ronda 6.5% del PIB con tendencia al 8%; el Fed mantendrá recortes graduales, pero enfrenta tensiones políticas que ponen a prueba su independencia. El mercado laboral se desacelera y el riesgo inflacionario persiste.*
- *Fragmentación tecnológica y geoeconómica en marcha. EE. UU. y China consolidan un sistema dual: uno basado en poder computacional y otro en dominancia de insumos estratégicos. La regulación tecnológica emerge como el nuevo frente de la rivalidad global.*
- *IA: boom de inversión con ecos del dot-com. El FMI advierte que el auge de inversión en IA en EE. UU. muestra patrones similares al periodo 1995–2000: fuertes incrementos en múltiplos precio/utilidad y en inversión sobre PIB, lo que podría amplificar vulnerabilidades de mercado.*
- *Desdolarización gradual, oro como seguro estructural. No hay sustituto inmediato al dólar, pero el oro retoma su papel estratégico: los bancos centrales emergentes duplicaron su participación en demanda global, reflejando búsqueda de diversificación ante sanciones y tensiones geopolíticas.*
- *México: resiliencia y disciplina, pero bajo riesgo geopolítico. El FMI revisó al alza el crecimiento a 1.0% en 2025 (+0.8 pp), destacando la estabilidad externa. Sin embargo, la revisión del USMCA en 2026 y el entorno global de bajo crecimiento representan riesgos estructurales.*

Coyuntura general

Las Reuniones Anuales del **Fondo Monetario Internacional (FMI)** y del **Banco Mundial (BM)** de 2025 se desarrollaron en un entorno de aparente estabilidad en los mercados financieros globales: los índices bursátiles acumulan ganancias de doble dígito, las condiciones de liquidez se mantienen laxas y los precios del oro alcanzan máximos históricos.

Sin embargo, el consenso en Washington fue más matizado: la economía global ha mostrado una resiliencia mejor a la anticipada, pero los riesgos estructurales se acumulan de manera preocupante. El escenario base, compartido tanto por autoridades como por el sector privado, contempla un periodo prolongado de bajo crecimiento global, con vulnerabilidades financieras significativas y una probabilidad creciente de nuevos shocks. La sensación predominante fue de una **calma superficial** que podría ocultar fracturas más profundas en la arquitectura financiera y geopolítica internacional.

Diagnóstico del crecimiento global: revisiones al alza modestas, pero sin aceleración sostenida

El **World Economic Outlook (WEO)** de octubre de 2025 presentó revisiones marginales al alza en las proyecciones de crecimiento global para 2025, aunque aún por debajo de los niveles pre-pandemia y pre-arancelarios. El FMI anticipa un crecimiento de **3.2%** para 2025 (+0.2 pp vs. julio).

- **Estados Unidos:** 2.0% (+0.1 pp), impulsado por consumo e inversión aún sostenidos por estímulos previos.
- **Zona Euro:** 1.2% (+0.2 pp), con divergencias: Alemania 0.2%, Francia 0.7%, Italia 0.5%.
- **China:** 4.8% (sin cambios), aunque persisten dudas sobre su modelo ante el estancamiento inmobiliario y la caída de inversión extranjera.

- **India:** 6.6% (+0.2 pp), consolidándose como el motor entre emergentes.
- **México:** revisión al alza de **0.8 pp** respecto a julio, situándose en 1.0%, reflejando resiliencia relativa, aunque por debajo de su promedio histórico.

Para 2026, el FMI mantiene la previsión global en 3.1%, confirmando un crecimiento estructuralmente moderado.

Pierre-Olivier Gourinchas, economista en jefe del FMI, advirtió que es “prematuro e incorrecto” concluir que el aumento de aranceles globales no ha tenido efecto. Aun cuando la inversión impulsada por IA y la depreciación del dólar sostienen la demanda en EE. UU., el endurecimiento migratorio ha reducido la oferta laboral y los costos de producción aumentan. En paralelo, **Matt Pottenger** (Garnaut Global) alertó sobre la creciente fragmentación tecnológica y el riesgo de una regulación china más restrictiva sobre exportaciones de alta tecnología, lo que podría alterar de raíz las cadenas de suministro globales.

Por su parte, **Tobias Adrian**, consejero financiero del FMI, subrayó en el *Financial Stability Report* los riesgos crecientes del sistema no bancario (*shadow banking*) y la urgencia de regular instrumentos financieros alternativos.

Cuadro 1. Estimaciones de crecimiento económico global FMI (2025-2026; octubre vs. julio)

País/región	2024	2025e	Diferencia vs. julio 2025 (pp)	2026e	Diferencia vs. julio 2025 (pp)
Global	3.3	3.2	0.2	3.1	0
E. Desarrolladas	1.8	1.6	0.1	1.6	0
Estados Unidos	2.8	2.0	0.1	2.1	0.1
Zona Euro	0.9	1.2	0.2	1.1	-0.1
Alemania	-0.5	0.2	0.1	0.9	0
Francia	1.1	0.7	0.1	0.9	-0.1
Italia	0.7	0.5	0.1	0.8	0
Japón	0.1	1.1	0.4	0.6	0.1
Reino Unido	1.1	1.3	0.1	1.3	-0.1
Canadá	1.6	1.2	-0.4	1.5	-0.4
E. Emergentes	4.3	4.2	0.1	4.0	0
China	5.0	4.8	0	4.2	0
India	6.5	6.6	0.2	6.2	-0.2
Brasil	3.4	2.4	0.1	1.9	-0.2
México	1.4	1.0	0.8	1.5	0.1

Fuente: Profuturo con información de WEO-FMI

Estados Unidos: política fiscal, inflación y elecciones

En un encuentro privado con **Profuturo, David Mericle**, economista en jefe de EE.UU. en **Goldman Sachs**, señaló que, aunque la probabilidad de recesión ha disminuido, el riesgo inflacionario persiste debido a tarifas y presiones fiscales. El déficit fiscal (6.5% del PIB) se considera insostenible y podría superar el 8% en la próxima década.

Respecto a política monetaria, anticipó recortes graduales de la **Reserva Federal (Fed)**, sujetos a la evolución del mercado laboral. Mencionó a **Scott Bessent** y **Kevin Hassett** como principales candidatos a suceder a Powell en 2026, destacando sus vínculos con el entorno republicano.

En paralelo, **Annie Palisi**, SVP de *Federal Government Relations*, advirtió que la actual **polarización política** y una Corte Suprema alineada con intereses republicanos podrían generar presiones sobre la independencia del banco central. Se prevé que Trump enfrente una pérdida de la Cámara Baja en las elecciones intermedias de 2026, lo que podría condicionar su agenda económica.

Riesgos financieros: deuda elevada y fragilidad fuera del sistema bancario

Las discusiones sobre estabilidad financiera giraron en torno a dos preocupaciones centrales:

1. **Endeudamiento estructural en economías avanzadas**, con riesgo de que la deuda global supere el **120% del PIB hacia 2030**, en un contexto de tasas más altas y reducción de balances de bancos centrales.
2. **Fragilidad del sistema no bancario**, donde fondos de inversión y aseguradoras podrían amplificar episodios de estrés durante procesos abruptos de *repricing*.

Además, se enfatizó el incremento en las *term premia* y la erosión de la correlación negativa entre bonos y acciones, lo que reduce la eficacia de las estrategias tradicionales de diversificación.

Desconexión creciente entre mercados y economía real

Pese al dinamismo bursátil, varios indicadores sugieren una brecha creciente entre los mercados y la economía real. Las valoraciones de activos de riesgo lucen estiradas, el crédito muestra deterioro y la inflación persiste por encima del objetivo. En paralelo, el desempleo comienza a repuntar en varias economías desarrolladas. Este desajuste refuerza la percepción de vulnerabilidad latente si se produce un ajuste monetario más agresivo.

Finanzas del futuro: stablecoins, digitalización y desafíos regulatorios

El debate sobre digitalización financiera se centró en el avance de las *stablecoins* respaldadas, cuya adopción ya supera ampliamente a los criptoactivos no colateralizados. Se reconoció su potencial para pagos transfronterizos e inclusión financiera, aunque se insistió en la necesidad de **una regulación global coordinada**.

Europa busca preservar la estabilidad del sistema bancario tradicional, mientras EE. UU. prioriza la innovación tecnológica y el liderazgo digital. Paneles como el del **#euro50** remarcaron la urgencia de evitar una disrupción desordenada que erosione la soberanía monetaria de las economías emergentes.

Geopolítica, comercio e inteligencia artificial: una fractura en gestación

Las tensiones geopolíticas dominaron el tono de las reuniones. EE.UU. busca aislar tecnológicamente a China, mientras esta reafirma su autosuficiencia. Esto marca el tránsito hacia un mundo de **bloques regionales y competencia estratégica en IA, energía y semiconductores**.

Los analistas coincidieron en que el conflicto comercial podría derivar en una “regulación tecnológica dual”: un sistema liderado por EE. UU. basado en *computer power* y otro chino dependiente de su dominio en **tierras raras**. Se advirtió que una restricción china sobre chips o dispositivos electrónicos podría desatar una “burocratización del comercio” global.

Evan Ellis (US Army War College) enfatizó que México ocupa un rol central frente a China en América Latina. A diferencia de Brasil o Argentina —que profundizan su vínculo con Pekín en segmentos como agricultura— México mantiene una integración estructural con EE.UU. bajo el **USMCA**, aunque advirtió la necesidad de **diversificar vínculos hacia Sudamérica o incluso algunos otros países asiáticos** para evitar dependencia excesiva.

Ellis destacó el perfil de **Claudia Sheinbaum**, señalando su inteligencia técnica, profesionalismo y pragmatismo diplomático como activos valiosos ante la Casa Blanca; “en un país sumamente machista, Sheinbaum ha sabido destacar y saber tratar a Trump, quien es una persona muy cambiante”, señaló. La presidenta buscará fortalecer el **USMCA**, gestionar con cautela la relación con China y promover **acuerdos bilaterales estratégicos en telecomunicaciones y tecnología**, evitando represalias cruzadas.

En el mismo orden de ideas, nos llamó la atención el perfil positivo que tiene la presidenta Claudia Sheinbaum ante inversionistas y analistas internacionales.

Europa: baja expectativa, pero potencial si actúa rápido

Europa mantuvo un papel discreto, pero con señales de coordinación fiscal emergente. Los temas dominantes fueron el gasto en defensa y energía, considerados pilares de la autonomía estratégica. Se insistió en la necesidad de **redireccionar recursos hacia infraestructura**, dado que el gasto militar tiene un **multiplicador fiscal cercano a cero**, mientras la inversión productiva puede reactivar el crecimiento. Sin cambios estructurales, el bloque seguiría anclado por debajo del 1.5% de crecimiento hacia 2027.

Desdolarización y el rol del oro

Aunque la **desdolarización** no fue central, se reconoció su avance como narrativa estructural. Los **BRICS+** y otros bloques buscan reducir su dependencia del dólar en reservas y comercio. Sin embargo, no hay sustituto viable en el corto plazo dada la profundidad y liquidez del sistema estadounidense.

El **oro** volvió a ocupar un papel protagónico como activo refugio. Su demanda global alcanzó máximos históricos, impulsada por bancos centrales y tensiones geopolíticas. **JP Morgan** y **Bank of America** estiman que el precio podría superar los **USD 5,000 por onza** en los próximos meses, reflejo de la debilidad del dólar y el apetito por diversificación soberana. En 2025, la demanda de oro representó más del **20% del total global**, el doble de su promedio histórico.

Perspectivas para México

Las discusiones sobre México reflejaron una percepción positiva en términos relativos. **Edgar Amador**, secretario de Hacienda, destacó que la resiliencia económica proviene del **sector externo**, no del consumo interno. Señaló que el **57% del comercio bilateral** con EE. UU. se realiza bajo el paraguas del *USMCA*, mientras que el 43% restante opera bajo reglas de la **OMC**, lo que ha mitigado los impactos arancelarios más severos.

En Washington se discutieron tres posibles escenarios de revisión del tratado:

1. **Escenario base (continuidad trilateral)**: revisión conjunta México-EE. UU.-Canadá con ajustes menores en reglas de origen.
2. **Escenario bilateral (riesgo medio)**: EE.UU. negocia por separado con Canadá y México, generando dos acuerdos que luego convergerían. Esto aumentaría la incertidumbre regulatoria.
3. **Escenario disruptivo (riesgo alto)**: fragmentación del USMCA en acuerdos bilaterales permanentes y posible **revisión anual** del tratado, lo que minaría la estabilidad jurídica y la inversión.

Las discusiones giraron en torno a que **Donald Trump** podría postergar decisiones sobre reglas de origen hasta después de las **elecciones intermedias de 2026**, y dependiendo además de los resultados preliminares de las consultas iniciadas en septiembre de 2025. México mantiene una posición relativamente sólida bajo el marco del *USMCA*, pero enfrenta el reto de evitar una renegociación bilateral prolongada.

Funcionarios de Hacienda explicaron que la consolidación fiscal de 2023–2025 se logró reduciendo gasto de capital, no mediante alzas tributarias. Para 2026 se proyecta un crecimiento de **1.8–2.8% (base 2.3%)**, ingresos de **15.2% del PIB** (máximo histórico) y un **déficit fiscal de 4.1%** (**4.3% para 2025 que fue revisado al alza desde 3.9% previo**).

Uno de los puntos centrales de las conversaciones con Hacienda fue la confirmación de que no habrá nuevas rondas de capitalización a Pemex (P-Caps). Explicó que parte de las necesidades financieras de la empresa seguirán atendiéndose mediante el fondo de 250 mil millones de pesos, respaldado por la banca de desarrollo, destinado a cubrir pasivos clave y fortalecer la transparencia operativa.

Mariscal también destacó avances en prácticas de *fracking* responsable y una mejora estructural en los flujos de pago a proveedores, bajo un esquema más transparente y verificable, diseñado para reducir la discrecionalidad y mitigar riesgos de corrupción entre intermediarios.

Sobre política fiscal, reiteró que **no habrá reforma fiscal**. La estrategia se centrará en seguir elevando la eficiencia recaudatoria (particularmente en plataformas digitales, bebidas azucaradas, tabaco, videojuegos y factureros) y canalizar inversión institucional hacia infraestructura mediante una mayor participación de las **Afores**.

En cuanto a inflación, funcionarios señalaron que los nuevos impuestos fueron diseñados para minimizar el traspaso a precios, con un impacto estimado de **0.5 puntos porcentuales** y de carácter transitorio. Adicionalmente, las **tarifas a productos asiáticos** podrían aportar **80 mil millones de pesos adicionales** al año, reforzando la recaudación sin generar choques inflacionarios relevantes.

Por su parte, los **subgobernadores de Banco de México, Omar Mejía y Galia Borja**, coincidieron en que existe espacio para **recortes graduales en la tasa de referencia**, actualmente en **7.50%**, aunque con diferencias en el ritmo y el enfoque.

Mejía mantuvo una postura **notablemente dovish**, enfatizando que el sesgo del crecimiento se mantiene a la baja y que las presiones inflacionarias han cedido en la mayoría de los componentes. Señaló que el **diferencial de tasas con la Reserva Federal**, cercano a **300 puntos base**, sigue ofreciendo un margen amplio para continuar con los recortes sin comprometer la estabilidad cambiaria. Considera que la inflación subyacente convergerá hacia el **4.0% anual** a finales de 2025, lo que permitiría una postura monetaria menos restrictiva durante el primer semestre del próximo año.

Borja, en contraste, adoptó un tono **más cauteloso**, subrayando que la expectativa inicial de una mayor moderación en los precios de **mercancías y servicios** no se ha materializado del todo. Si bien reconoció que la inflación general se mantiene dentro del rango de variabilidad, advirtió que las presiones en servicios y algunos alimentos persisten, por lo que considera prudente mantener la tasa real en terreno mayormente neutral hasta que el proceso desinflacionario sea más firme.

En conjunto, la lectura general fue que **Omar Mejía** prioriza el apoyo al crecimiento y una política monetaria más flexible, mientras que **Galia Borja** busca preservar el anclaje de expectativas y consolidar credibilidad. Ambos, sin embargo, coincidieron en que el **entorno macroeconómico y cambiario** sigue siendo favorable, y que el proceso de normalización continuará, aunque de forma gradual y dependiente de datos.

Posicionamiento institucional de Profuturo

Profuturo participó en los foros más relevantes del FMI y el BM, sosteniendo reuniones con **SHCP, Banxico, FMI, BM, JP Morgan, Goldman Sachs, HSBC, Bank of America, Barclays y Morgan Stanley**.

La presencia de Profuturo fortaleció su posicionamiento institucional como actor clave en el análisis de coyuntura internacional, reafirmando su compromiso con una estrategia de inversión informada y sostenible. Las reflexiones compartidas en reuniones privadas —como la cena con **David Mericle (Goldman Sachs)** y con **funcionarios de Hacienda y Banco de México**— contribuyeron a enriquecer el análisis prospectivo de escenarios relevantes para la gestión de portafolio.

La institución avanza en consolidar su posicionamiento regional, con un compromiso permanente hacia el bienestar financiero de los trabajadores y una gestión responsable y estratégica de largo plazo.

Conclusión: una calma engañosa en la antesala de riesgos estructurales

Las Reuniones de 2025 reflejaron una realidad dual: estabilidad aparente en el corto plazo, pero fragilidad creciente en el mediano. La economía global muestra resiliencia, pero bajo una superficie tensa: deuda récord, tensiones geopolíticas, concentración tecnológica y desalineación de mercados.

México se mantiene en una **posición relativamente sólida**, apoyado por el *USMCA*, la disciplina fiscal y la prudencia monetaria. Sin embargo, el país enfrenta **riesgos relevantes**:

- la posible **fragmentación o revisión anual del tratado**,
- la exposición a un ciclo global de bajo crecimiento,
- y el reto de convertir la estabilidad macro en **inversión productiva sostenida**.

Para los inversionistas institucionales —y en particular para Profuturo— el mensaje de Washington es claro: la estabilidad no es **sinónimo de complacencia**. Los próximos años demandarán una lectura estratégica más fina, portafolios resilientes, gestión activa de riesgos y colaboración público-privada en la construcción del desarrollo nacional.

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.