

Situación México

Marzo 2023



Revisamos al alza la previsión de crecimiento para 2023

Javier Amador / David Cervantes / Iván Fernández / Arnulfo Rodríguez / Saidé Salazar / Carlos Serrano

Marzo 2023

- **Revisión al alza en nuestra estimación de crecimiento para el 2023 a 1.4%** (0.6% previo); anticipamos un crecimiento de 2.2% en 2024.
- **El gasto privado impulsará el crecimiento este año** y mitigará el menor dinamismo de la manufactura ante el lento crecimiento de la demanda externa.
- **Las ganancias en salario real y empleo impulsan al consumo privado;** se suma la recuperación del crédito al consumo y la evolución positiva de las remesas.
- **La manufactura perderá terreno** ante la menor demanda de bienes duraderos en EE. UU.
- **En inversión, el segmento de maquinaria y equipo con mayor dinamismo impulsado por el *nearshoring*;** la construcción permanece 12% por debajo de su nivel pre-COVID.
- **El mercado laboral continúa mostrando fortaleza a inicio de año.** Las revisiones salariales y la expectativa de menor inflación serán claves en mantener el ritmo de crecimiento del salario real y de la masa salarial, lo cual beneficiará al consumo de los hogares.
- **La deuda pública (% del PIB) se mantendrá estable el resto de esta administración** y por ello estarán muy acotados los riesgos de perder el grado de inversión.
- **La inflación está descendiendo principalmente por la menor inflación no subyacente,** pero la tendencia de la inflación subyacente apunta a una desaceleración más pronunciada en los próximos meses.
- **Continuamos siendo más optimistas que el consenso para la evolución de la inflación en 2023:** prevemos que se desacelerará a 4.8% al cierre del año.
- **Anticipamos que Banxico aumentará la tasa monetaria a un pico de 11.50%;** prevemos un rápido ciclo de bajadas durante 2024 que llevará la tasa de referencia a 8.50% a fin de año (sesgo a la baja).
- **Las tasas nominales a lo largo de la curva de rendimientos disminuyeron tras haber repuntado en los primeros meses del año,** como consecuencia de los eventos recientes en el sistema bancario de EE. UU.
- **Prevedemos que el tipo de cambio sea 19.5 pesos por dólar para diciembre de 2023,** lo cual implicaría una depreciación gradual del peso por la mayor inflación anticipada para México vs. EE. UU.

Dinamismo de la demanda interna en 2023

La economía creció 3.1% en 2022 impulsada por el consumo privado y la manufactura; anticipamos que el primero de estos factores continuará mostrando resiliencia este año, mientras que el segundo se debilitará ante la menor demanda externa. El sector manufacturero recuperó su nivel de producción pre-COVID en 2S22, impulsado por el desvanecimiento de los cuellos de botella y la reactivación en la provisión de suministros, mientras que el gasto privado se ha visto impulsado por las ganancias en ingreso registradas desde 3T22.

El consumo privado registró un crecimiento de 0.5% TaT (real, ae) en 4T22, 0.2 puntos porcentuales (pp) por arriba de la variación registrada el trimestre previo. El continuo crecimiento del gasto de los hogares se vio beneficiado por el incremento que el salario real registró en la segunda mitad de 2022 y en lo que va de este año. En particular, de junio de 2022 a febrero de 2023, el salario promedio de cotización al IMSS reportó una variación acumulada de 2.9% en términos reales, mientras que la masa salarial registró una variación acumulada de 4.5% en el mismo periodo. A las mejoras en salario y empleo formal se suma la gradual recuperación del crédito al consumo (que aún se encuentra 4% por debajo de su nivel pre-COVID), y la evolución positiva de las remesas.

En lo relativo a la industria, anticipamos un eventual debilitamiento de la producción manufacturera en los siguientes meses, a medida que se materializa el menor crecimiento de la demanda por bienes duraderos en EE.UU. El Indicador Multidimensional de la Manufactura BBVA creció 2.0% en febrero (AaA), la cifra más baja desde finales de 2021, representando un punto de inflexión para la manufactura este año, ante la gradual ralentización de la demanda externa. De acuerdo con los datos del IGAE, el sector automotriz muestra ya señales de debilitamiento, registrando en enero una caída de (-)1.7% MaM en el nivel de producción, mientras que las cifras del Bureau of Economic Analysis de EE.UU. registran una contracción de (-)1.8% MaM (real, ae) en las ventas de vehículos y autopartes durante febrero. En cuanto a capacidad utilizada, el segmento de equipo de transporte (20% de la producción manufacturera en México) registró en enero un nivel de 84.7%, el menor desde julio de 2022 (1.2 pp por debajo de su nivel pre-pandemia).

En cuanto a la inversión fija bruta, los segmentos de maquinaria y equipo han mostrado el mayor dinamismo, impulsados por el nearshoring. De acuerdo con las cifras del INEGI, el componente de maquinaria y equipo importado reportó en el mes de diciembre un nivel 8.4% por arriba del registrado en enero de 2019, mientras que su contraparte nacional, se ubicó 5.5% por arriba de ese mismo umbral. La construcción, por su parte, representa el componente más débil de la inversión, ubicándose en un nivel 12% por debajo de su cifra en enero de 2019, manteniendo la inversión total 4% por debajo de ese mismo umbral. Consideramos que un entorno de mayor certidumbre y cambio en la política energética potenciaría el efecto positivo del nearshoring.

Considerando los factores antes mencionados, hemos revisado al alza nuestra estimación de crecimiento para 2023 a 1.4% (0.6% previo), con impulso de la demanda interna, y menor crecimiento de la manufactura. Anticipamos un crecimiento de 2.2% para 2024, a medida que la demanda por bienes duraderos en EE.UU. se restablece ([Gráfica 1](#)).

El mercado laboral inicia el año con fortaleza, pero esperamos una menor dinámica en comparación con el año anterior

El mercado laboral ha mostrado señales de fortaleza. Datos de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE) muestran que la tasa de desempleo nacional se ubicó en febrero en 2.9% (ae), su nivel más bajo desde 2005 (año inicial de la serie de datos), lo cual se explica por la dinámica de crecimiento económico de finales del año pasado que fue mejor de lo esperado. Un elemento clave que ha influido de manera determinante en estos niveles bajos de desempleo ha sido la lenta recuperación de la tasa de participación laboral, que en datos recientes empieza a mostrar una recuperación y que a 36 meses de iniciada la pandemia ha recuperado su nivel previo a la misma, en gran parte por una reincorporación de las mujeres al mercado laboral, que fueron las más afectadas durante la pandemia. Un aspecto positivo es que estas condiciones del mercado laboral no han ido acompañadas de un crecimiento de la informalidad laboral, misma que se mantiene en niveles de 55.0%, 3.4 pp por debajo del promedio histórico previo a la pandemia (2005 a 2019).

La creación del empleo formal inició el año también con gran fortaleza. Los registros del Instituto Mexicano del Seguro Social (IMSS) muestran que de enero a febrero se han creado 288 mil nuevos empleos, con lo que se constituye la segunda creación de empleo más alta desde 1998. Si bien este crecimiento es significativo, está en línea con una desaceleración gradual esperada de acuerdo con nuestros pronósticos; en este sentido, en febrero el empleo tuvo un crecimiento interanual de 3.4%, prácticamente en línea con lo esperado que era 0.1 pp menor y 1.6 pp por debajo del crecimiento interanual de febrero de 2022. Destaca dentro de esta creación de empleo la dinámica del empleo permanente que se ubica 5.8% por arriba del nivel pre-COVID en comparación con el eventual que solo se encuentra 0.8% por arriba.

Como lo mencionamos en el apartado anterior, el salario real y la masa salarial han tenido un desempeño mejor de lo esperado, lo cual ha contribuido a mantener el consumo de los hogares a pesar de los altos niveles de inflación. En adelante la creación de empleo será clave para mantener los niveles de salario real y de masa salarial, pero este año serán más relevantes todavía las revisiones salariales y la dinámica a la baja esperada para la inflación.

La dinámica económica prevista condiciona una menor creación de empleo, pero mejor de la esperada a mediados del año anterior. En este sentido, esperamos que el empleo crezca 2.8% este año, lo que representaría una creación neta de 592 mil empleos nuevos ([Gráfica 2](#)).

La deuda pública (% del PIB) se mantendrá estable el resto de esta administración y por ello estarán muy acotados los riesgos de perder el grado de inversión

La reducción en el Saldo Histórico de los Requerimientos Financieros del Sector Público (SHRFSP) a 49.5% en 2022 de 50.8% del PIB en 2021 se debió principalmente a la caída de 2.6 pp en el componente externo a pesar del incremento de 1.3 pp en la deuda interna. La disciplina fiscal que prevemos siga manteniendo la administración pública federal actual y el siguiente gobierno federal elevará moderadamente el SHRFSP a 50.7% en 2028 de 49.5% en 2022. Si bien la SHCP prevé que este cociente se establezca en 49.4% del PIB entre 2023 y 2028, resulta cuestionable que los Requerimientos Financieros del Sector Público se reduzcan de 4.1% del PIB a 2.7% a través

de una caída en la inversión pública física de 3.6% a 2.2% del PIB. Es importante mencionar que esta política de estabilización de la deuda pública (% del PIB) iría en detrimento del crecimiento potencial de México.

Los ingresos públicos de enero de 2023 fueron apoyados por todo tipo de ingresos mientras que la caída anual en el gasto programable contrarrestó el incremento anual en el servicio de la deuda pública. Los ingresos públicos aumentaron 6.3% en términos anuales reales mientras que el gasto público mostró una contracción anual real de 0.9%.

La tendencia de la inflación subyacente apunta a una desaceleración más pronunciada en los próximos meses

Después de desacelerarse durante el cuarto trimestre de 2022 tras haber alcanzado un máximo de 8.70% AaA durante agosto y septiembre, la inflación general rebotó transitoriamente en enero (a 7.9% AaA), pero retomó su tendencia bajista en febrero, disminuyendo 0.3 pp a 7.6% AaA. Anticipamos que la desaceleración será más pronunciada durante los próximos dos trimestres (2T y 3T). Hasta ahora, la desaceleración ha sido impulsada en mayor proporción por la menor inflación no subyacente que disminuyó 5 pp, de 10.6% a 5.6% AaA, entre agosto de 2022 y febrero de este año. Por su parte, la inflación subyacente ha mostrado rigidez a la baja. El promedio de enero a febrero (8.4% AaA) es el mismo que el del 4T22. Esta persistencia se explica por un descenso marginal de la inflación de las mercancías que ha sido contrarrestado por un aumento adicional moderado de la inflación de los servicios. Así, si bien la inflación de las mercancías ha comenzado a disminuir y se desaceleró 0.7 pp entre noviembre de 2022 y febrero de este año (de 11.3% a 10.6% AaA) continúa siendo muy elevado, en buena medida explicado por la elevada inflación de los alimentos procesados (13.7% AaA en febrero) que continúa siendo significativamente más elevada que la de las mercancías no alimenticias (7.2%). La inflación de los servicios aún no muestra signos de desaceleración, y de hecho ha tenido un aumento adicional durante los primeros dos meses del año y su nivel actual (de 5.6% AaA) es 0.3 pp mayor que el del promedio durante el 4T22.

A pesar de esta persistencia reciente de la inflación subyacente, su tendencia—calculada ajustando por estacionalidad el índice y anualizando los aumentos mensuales—apunta a una tendencia descendente en los próximos meses que romperá la rigidez reciente. Esta medida de tendencia que adelanta una disminución en el ritmo de la inflación subyacente es consistente con la senda prevista en nuestro escenario base y también con los pronósticos de Banxico. Así, hacia delante, prevemos una desaceleración marcada tanto de la inflación general como de la subyacente. Para fin de este año, anticipamos niveles de 4.8% AaA y 4.7% AaA, respectivamente ([Gráfica 3](#)). A la tendencia descendente de la inflación anual contribuirán no solo los menores incrementos en términos mensuales, sino también efectos base positivos, que serán más marcados durante el segundo y tercer trimestre. Con ello, en septiembre las inflaciones general y subyacente podrían ya ubicarse en niveles por debajo de 5.0% y 6.0% AaA, respectivamente. No obstante, anticipamos que la inflación se mantendrá por encima del rango objetivo de Banxico durante todo 2023, y que no será menor a 4.0% AaA hasta el 2T24. Esto representa una tendencia similar a la prevista por Banxico para ambas inflaciones durante 2023, pero notoriamente más positiva que la prevista por el consenso que anticipa que tanto la inflación general como la subyacente cerrarán 2023 en niveles superiores al 5.0% AaA (de 5.3% y 5.3% AaA, respectivamente).

Banxico subirá la tasa monetaria hasta 11.50%, pero implementará un rápido ciclo de bajadas durante 2024

En el contexto de elevada inflación y con una tendencia divergente respecto a la meta durante 2022, el Banco de México (Banxico) ha estado actuando, usando sus palabras, de manera “contundente” para propiciar en los próximos trimestres una tendencia de convergencia con la meta de inflación. En su última decisión en febrero, de forma sorpresiva aumentó la tasa en 50 puntos base (pb) a 11.00%, después de haberla incrementado 500 pb en 2022, de 5.5% a 10.50%, elevando la tasa en 50 pb en cuatro reuniones y en 75 pb en otras cuatro. Así, desde que inició el actual ciclo de subidas, Banxico había elevado el diferencial de tasas con respecto a Estados Unidos de 400 pb a 600 pb entre julio de 2021 y marzo de 2022, y lo había mantenido en ese nivel hasta enero. En febrero, al aumentar la tasa de referencia 25 pb más de lo que lo hizo la Reserva Federal, incrementaron dicho diferencial a 625 pb. El elevado diferencial busca: i) responder de forma contundente a las presiones inflacionarias para evitar un desanclaje de las expectativas de inflación, y ii) evitar una depreciación del peso ante el contexto global más adverso para los activos de riesgo por el cambio tan fuerte en la política monetaria de EE. UU. Banxico ha tenido éxito en ambos frentes: las expectativas de inflación de largo plazo se han mantenido bien ancladas y el peso mexicano ha mostrado un mejor desempeño relativo que la mayoría de las divisas del mundo.

Anticipamos que la próxima semana Banxico aumentará la tasa en 25 pb a 11.25% y que hará un aumento adicional del mismo tamaño en la reunión de mayo para concluir el ciclo de subidas con la tasa monetaria en 11.50%. No obstante, con la inflación desacelerándose y el elevado nivel de la tasa monetaria, la postura monetaria se volverá cada vez más restrictiva en un contexto de menores riesgos para la inflación. Por ello, anticipamos que si bien Banxico mantendrá una pausa en 11.50% por un periodo prolongado, iniciará un rápido ciclo de bajadas en 1T24, y recortará la tasa nominal 300 pb durante el próximo año hasta llevarla a un nivel de 8.50% al cierre del mismo ([Gráfica 4](#)). Dado que aún con esos recortes la tasa real se mantendrá muy elevada, tenemos un sesgo a la baja para dicho pronóstico.

La curva de rendimientos se desplazó hacia abajo tras los eventos recientes en el sistema bancario de EE. UU.

Las tasas de interés a lo largo de la curva de rendimientos tuvieron movimientos mixtos en los primeros meses del año. La sorpresiva decisión de Banxico en febrero, así como los sólidos datos de inflación y empleo en EE. UU. para los meses más recientes, provocaron un desplazamiento hacia arriba de la curva, reflejando una mayor expectativa para el nivel que alcanzarían las posturas monetarias de los bancos centrales. No obstante, esta dinámica se revirtió de manera abrupta tras el colapso de los bancos regionales estadounidenses Silicon Valley Bank (SVB) y Signature Bank. Por ejemplo, tras haber oscilado ligeramente por encima de 11% durante enero, el rendimiento de los Cetes a 12 meses alcanzó un máximo de 12.1% a principios de marzo, para luego disminuir a niveles en torno a 11.7% en los últimos días. Por su parte, el rendimiento de los Bonos a 10 años alcanzó niveles cercanos a 9.4% a mediados de febrero (aunque por debajo de sus niveles máximos de 9.9% alcanzados en octubre de 2022), ubicándose más recientemente en torno a 9.2%. Es probable que estos desarrollos en los mercados financieros de deuda soberana estén reflejando la expectativa de que una mayor atención a los riesgos de inestabilidad financiera provocará que los bancos centrales, incluido Banxico, adopten una postura más cautelosa en el proceso de endurecimiento de las condiciones monetarias para combatir la inflación.

Si bien la evolución hacia delante de las tasas de interés permanecerá sujeta a una elevada incertidumbre, consideramos que una vez que Banxico dé por concluido el ciclo de subidas en mayo y adopte una pausa a partir de entonces, las tasas a lo largo de la curva de rendimientos comenzarán a descender paulatinamente descontando el eventual ciclo de relajamiento monetario que habrá de adoptar el banco central el próximo año a medida que la inflación tome una senda de desaceleración más pronunciada. Mantenemos nuestra expectativa de que el nivel máximo que alcanzaron las tasas de interés de largo plazo en octubre marcó el pico de este ciclo de ajuste ([Gráficas 5 y 6](#)).

El peso mexicano mostrará cierta volatilidad ante la reciente incertidumbre financiera internacional

Si bien el peso mexicano había estado mostrando cierta fortaleza en la medida en la que el tipo de cambio se aproximaba a 18.00 pesos por dólar, los eventos asociados con los problemas en varios bancos regionales de EE.UU. y Credit Suisse en Europa han causado volatilidad financiera y revertido la tendencia de debilidad generalizada del dólar. No obstante, el alto diferencial de tasas de interés con respecto a EE.UU., el manejo prudente de las finanzas públicas por parte del gobierno federal y la previsión de bajos déficits de cuenta corriente en el corto y mediano plazo son factores que le darán resiliencia al peso mexicano en los próximos meses. Como anticipamos que el diferencial inflacionario entre México y EE.UU. sea positivo al cierre de 2023, prevemos una depreciación gradual del peso y que el tipo de cambio se ubique en 19.5 pesos por dólar al cierre de este año ([Gráfica 7](#)).

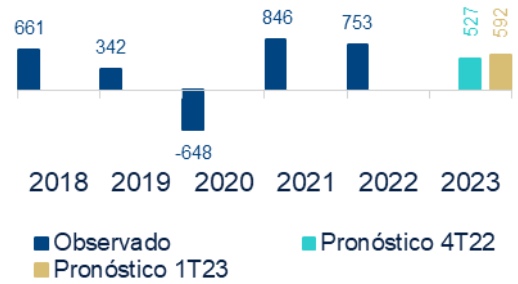
Pronósticos

GRÁFICA 1. **PIB**
(VAR. % ANUAL)



Fuente: BBVA Research / INEGI.

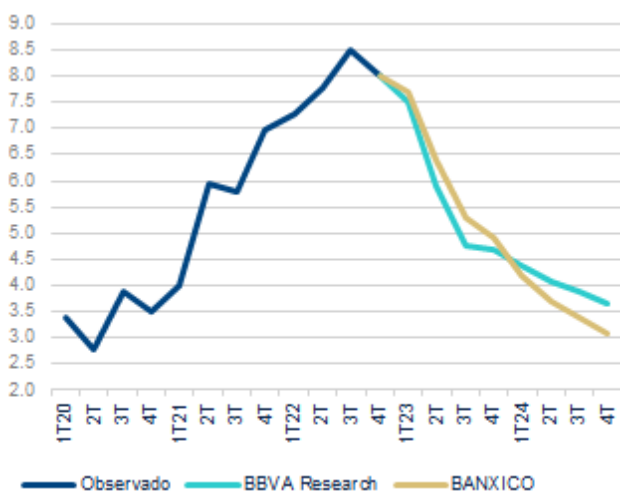
GRÁFICA 2. **PUESTOS DE TRABAJO AFILIADOS AL IMSS** (VAR. ANUAL % FDP, Y MILES)



Pronóstico	2023	2024	2025
Miles, Fdp			
1T23	592	753	764
4T22	527	700	702
Variación Anual, % Fdp			
1T23	2.8	3.4	3.4
4T22	2.5	3.2	3.1

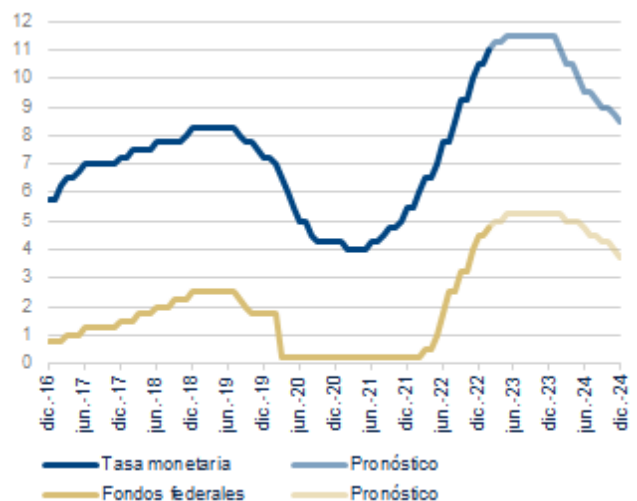
Fuente: BBVA Research / INEGI.

GRÁFICA 3. **INFLACIÓN GENERAL**
(VAR. % ANUAL)



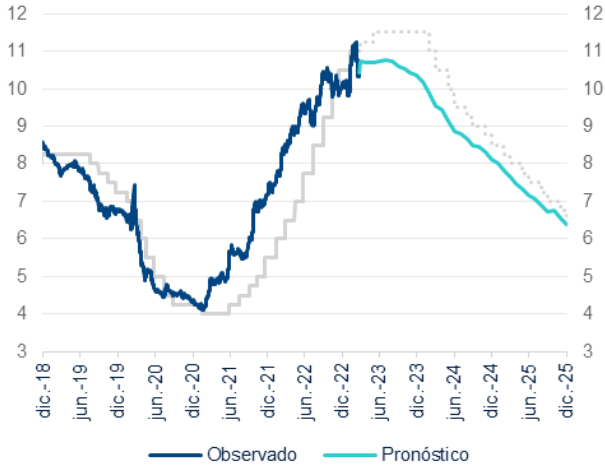
Fuente: BBVA Research / INEGI / Banxico.

GRÁFICA 4. **TASAS DE REFERENCIA EN MÉXICO Y EE. UU. (%)**



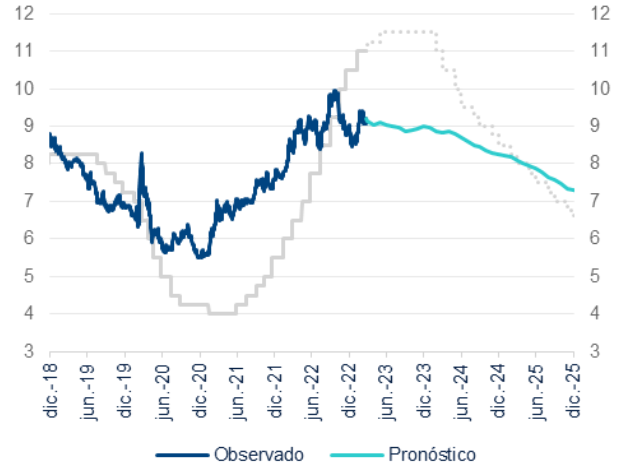
Fuente: BBVA Research / Bloomberg / Banxico.

GRÁFICA 5. RENDIMIENTO DE BONOS M A 2 AÑOS (%)



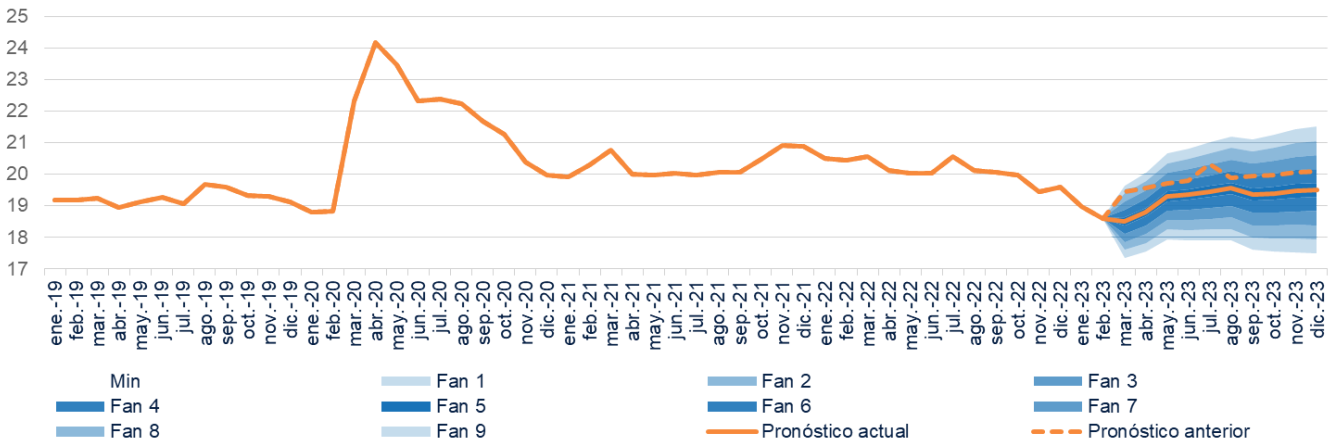
La línea gris sólida (observado) y punteada (pronóstico) indica la tasa objetivo de Banxico.
Fuente: BBVA Research / Bloomberg.

GRÁFICA 6. RENDIMIENTO DE BONOS M A 10 AÑOS (%)



La línea gris sólida (observado) y punteada (pronóstico) indica la tasa objetivo de Banxico.
Fuente: BBVA Research / Bloomberg.

GRÁFICA 7. TIPO DE CAMBIO (PESOS/USD)



Fuente: BBVA Research / Banxico.

AVISO LEGAL

El presente documento no constituye una "Recomendación de Inversión" según lo definido en el artículo 3.1 (34) y (35) del Reglamento (UE) 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre abuso de mercado ("MAR"). En particular, el presente documento no constituye un "Informe de Inversiones" ni una "Comunicación Publicitaria" a los efectos del artículo 36 del Reglamento Delegado (UE) 2017/565 de la Comisión de 25 de abril de 2016 por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de servicios de inversión ("MiFID II").

Los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos u opiniones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA en su sitio web www.bbvarresearch.com.

INTERESADOS DIRIGIRSE A:

BBVA Research – BBVA: Paseo de la Reforma 510, Colonia Juárez, C.P. 06600 Ciudad de México, México.

Tel.: +52 55 5621 3434

bbvarresearch@bbva.com www.bbvarresearch.com