

Situación México

Junio 2023



Revisamos al alza la previsión de crecimiento para 2023 y a la baja para 2024

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

Junio 2023

- **Revisión al alza en nuestra estimación de crecimiento para el 2023 a 2.4%** (1.4% previo) y anticipamos un crecimiento de 1.8% en 2024.
- **La resiliencia de la demanda interna impulsa el crecimiento en 2023**; las ganancias en salario real y empleo promueven el consumo privado.
- **En inversión, el segmento de maquinaria y equipo muestra un rápido dinamismo**, ante la normalización de la producción manufacturera.
- **Anticipamos un menor crecimiento en 2024** por debilitamiento de la demanda externa en un entorno de altas tasas de interés y apretamiento de las condiciones de financiamiento en EE. UU.
- **Mejores perspectivas para la creación de empleo en 2023**. La dinámica de inflación esperada y la revisión de empleo al alza continuará dando impulso a la masa salarial real. Ajustamos a la baja nuestra previsión para el 2024 ante un menor crecimiento esperado.
- **La deuda pública se mantendrá estable en torno a 50% del PIB en 2023-24** y por ello estarán muy acotados los riesgos de perder el grado de inversión.
- El descenso de la inflación ha sido impulsado principalmente por la menor inflación no subyacente, pero **el ritmo de descenso de la inflación subyacente ha ganado tracción**.
- **Medidas de tendencia apuntan a una desaceleración más pronunciada en los próximos meses**, como lo tenemos previsto en nuestro escenario base.
- **Continuamos siendo más optimistas que el consenso para la evolución de la inflación en 2023**: ahora prevemos que se desacelerará a 4.6% al cierre del año.
- **Anticipamos que Banxico iniciará un ciclo de bajadas en 4T23** para evitar un aumento adicional de la tasa real ex ante con la inflación descendiendo. Prevemos que la tasa monetaria se ubicará en 8.00% a fines de 2024.
- **Prevemos que la curva de rendimientos se mantendrá invertida este año y el siguiente**, pero en un gradual proceso de aplanamiento ante el eventual ciclo de relajamiento que habrá de adoptar Banxico.
- **Prevemos que el tipo de cambio sea 18.5 pesos por dólar para diciembre de 2023**, lo cual implicaría una depreciación gradual del peso por el diferencial inflacionario y de tasas con EE. UU.

La demanda interna impulsa el crecimiento en 2023; revisión a la baja en 2024

Revisamos al alza nuestra estimación de crecimiento para 2023 a 2.4% (1.4% previo) ante el buen dinamismo que registró la economía en el primer trimestre del año. De acuerdo con las cifras del INEGI, en 1T23 el PIB creció 1.0% TaT, con impulso del sector terciario (1.5% TaT) y resiliencia de la industria (0.6% TaT). Las cifras se encuentran en línea con la evolución favorable que ha mostrado el Indicador de Consumo Big Data BBVA Research, especialmente en el segmento de servicios. Estimamos que el gasto privado continuará mostrando un buen desempeño ante las ganancias observadas en salario real y empleo formal, a lo que se suma el efecto positivo de las remesas y la gradual recuperación de la cartera de consumo del sistema bancario, que actualmente se encuentra 1.1% por debajo de su nivel pre-COVID.

Por su parte, las cifras del mes de abril del indicador de actividad industrial (0.4% MaM) sugieren que continúa la normalización en este sector, especialmente en la manufactura (con un crecimiento mensual de 6.6% en el sector automotriz). Tras sufrir afectaciones significativas por cuellos de botella y escasez de suministro de insumos (en los meses posteriores al inicio de la pandemia) la producción manufacturera ha superado en 6.1% su nivel pre-COVID, con algunos sectores mostrando un desempeño sobresaliente (como la fabricación de aparatos eléctricos que ha superado en 22.3% su nivel previo a la pandemia). El dinamismo en este segmento de la industria ha impulsado la rápida recuperación de la inversión en maquinaria y equipo, especialmente el componente importado, que a la fecha se encuentra 16.4% por arriba de su nivel de enero de 2019. No obstante, otros segmentos de la inversión fija bruta se encuentran aún rezagados, como la construcción residencial, que registra un nivel 21.6% por debajo del observado en enero de 2019 (manteniendo la inversión total 2.1% por debajo de ese mismo umbral).

Hacia la segunda mitad del año, la economía registraría una gradual desaceleración, ante el paulatino debilitamiento de la demanda de bienes duraderos en EE. UU. (en un entorno de altas tasas de interés y el apretamiento de las condiciones de financiamiento como resultado de las recientes quiebras bancarias). El sector manufacturero en México mostraría ralentización en la segunda mitad de este año ante la menor demanda externa; se registraría un menor crecimiento en inversión de maquinaria y equipo durante ese periodo, a lo que se suma la prolongada debilidad del sector de la construcción residencial privada. La resiliencia del consumo evitaría una mayor caída del PIB en México durante la segunda mitad de 2023, alimentada por las ganancias acumuladas en ingreso desde la segunda mitad del año pasado. La expectativa para la inversión pública se ve favorecida por la construcción de las obras insignia de infraestructura impulsadas por el gobierno federal. Estimamos un crecimiento del PIB de 1.8% para 2024, como resultado del efecto arrastre provocado por la ralentización de la economía al cierre del presente año ([Gráfica 1](#)).

Mercado laboral con fortaleza sostenida y con mejor expectativa de crecimiento para el cierre de año

El mercado laboral ha mostrado solidez y gran dinamismo en la recuperación post-pandemia, con tasas de desempleo en niveles históricamente bajos, niveles de informalidad contenidos, crecimiento en salarios reales, y alta creación de empleo formal.

De acuerdo con datos de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE), la población ocupada se encuentra actualmente 5.7% por arriba del nivel previo a la pandemia (febrero de 2020). Desde entonces, se han

creado 3.2 millones de empleos, de los cuales 64.8% han sido trabajadores subordinados remunerados, 13.7% empleadores, 13.8% autoempleados y 8.7% trabajadores sin pago. Este crecimiento del empleo ha ido acompañado por las tasas de desempleo más bajas desde 2005. De enero a abril de 2023 (con cifras desestacionalizadas, ae) la tasa de desempleo ha promediado 2.8%, 1.4 puntos porcentuales (pp) por debajo del promedio histórico previo a la pandemia. Otro aspecto relevante de esta dinámica del empleo es el comportamiento de la tasa de informalidad laboral, que incluso presenta un buen desempeño. En el primer cuatrimestre del año ha promediado 55.1% (ae), nivel 3.3 pp por debajo de la media histórica hasta antes de la pandemia.

Respecto al empleo formal, los registros del Instituto Mexicano del Seguro Social (IMSS) muestran cifras de generación de empleo récord. De enero a mayo de 2023 se han creado un total de 490 mil empleos, la cifra más alta, en términos absolutos, desde 1998. Comparado con el mismo periodo del año anterior, el empleo formal creció 2.3%, nivel mayor en 0.4 pp y 0.2 pp respecto a los dos años previos, respectivamente, lo que marca una dinámica constante de crecimiento.

Destaca también el crecimiento de 12.0% del salario real promedio de los trabajadores afiliados al IMSS respecto al nivel pre-pandemia, el cual ha sido soportado por los incrementos al salario mínimo y a las negociaciones salariales que han estado por arriba de la inflación. Este hecho, junto con la creación de 2.3 millones de empleos de agosto de 2020 (mes en el que empezó a recuperarse el empleo perdido por la pandemia) a la fecha, ha sido determinante en el crecimiento de 18.8% de la masa salarial respecto a febrero de 2020, contribuyendo de manera directa al consumo de los hogares.

Dada esta dinámica y partiendo de la revisión al alza de nuestra expectativa de crecimiento, mejora nuestra previsión de creación de empleo formal para este año a 747 mil nuevos empleos, lo que representa un crecimiento interanual de 3.5% al cierre de año. Para 2024 el ajuste es a la baja, por lo que, prevemos que se crearán 695 mil nuevos empleos, equivalente a un crecimiento interanual de 3.1% ([Gráfica 2](#)).

La deuda pública (% del PIB) se mantendrá estable en 2023-24 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 45.6% en marzo 2023 de 49.4% del PIB en diciembre 2022 se debió principalmente a la caída de 2.0 y 1.8 pp en el componente interno y externo, respectivamente. La disciplina fiscal que prevemos siga manteniendo la administración pública federal actual permitirá que el SHRFSP se incremente moderadamente a 50.0% en 2024. Si bien la SHCP prevé que este cociente sea 49.4% del PIB en 2024, 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) no contempla una reducción del gasto corriente (% del PIB) en 2024 y, al explicarse por reducciones en la inversión pública, podría afectar el crecimiento potencial de México.

Los ingresos públicos de enero-abril de 2023 fueron afectados por el desempeño de los ingresos petroleros mientras que la caída anual en el gasto programable más que compensó el significativo incremento anual en el costo financiero de la deuda pública. Los ingresos públicos cayeron 3.1% en términos anuales reales mientras que el gasto público mostró una contracción anual real de 2.1%.

El descenso de la inflación es ahora generalizado; la desaceleración será más pronunciada en los próximos meses

Después del rebote transitorio por factores puntuales en enero (a 7.9% AaA), la inflación general retomó su tendencia bajista en febrero, y ha disminuido por cuatro meses consecutivos, hasta 5.8% AaA, el mínimo desde agosto de 2021, y (-)2.9 pp por debajo del máximo de 8.7% alcanzado en agosto y septiembre del año pasado. Seguimos anticipando que la desaceleración continuará siendo pronunciada durante el resto de este trimestre (2T) y el próximo (3T). La desaceleración ha sido impulsada en mayor proporción por la menor inflación no subyacente que disminuyó 9.4 pp, de 10.6% a 1.2% AaA, entre agosto de 2022 y mayo de este año. Por su parte, la inflación subyacente, que había mostrado rigidez a la baja, también ha comenzado a disminuir y la tendencia descendente entre sus componentes comienza a generalizarse, si bien los precios de los servicios aún muestran resistencia a descender y han disminuido sólo marginalmente en los últimos dos meses -aunque después de mantener una tendencia alcista en 1T23. En promedio, la inflación subyacente disminuyó sólo 0.1pp, de 8.4% AaA a 8.3%, entre el 4T22 y el 1T23, pero la tendencia de desaceleración ha ganado tracción en el 2T23: en abril-mayo, el promedio es de 7.5% AaA y prevemos que al cierre del 3T23, la subyacente habrá promediado 7.3% AaA, un pp menos que en 1T23. La disminución de la subyacente se explica en mayor medida por la desaceleración de la inflación de las mercancías que ha sido parcialmente detenida por la resistencia a la baja de los precios de los servicios. La inflación de las mercancías se desaceleró 2.2 pp entre noviembre de 2022 y mayo de este año (de 11.3% a 9.0% AaA). El nivel sigue siendo muy elevado, en buena medida explicado por la elevada inflación de los alimentos procesados (11.4% AaA en mayo) que continúa siendo significativamente más elevada que la de las mercancías no alimenticias (6.3%). La inflación de los servicios, que había aumentado en el 1T23, parece dar señales de que empieza a mostrar una lenta desaceleración. Así, si bien tuvo un aumento adicional durante el 1T23 (de 0.3 pp respecto al promedio del 4T22), su nivel actual (de 5.4% AaA) es 0.3 pp menor que el máximo alcanzado en marzo de este año.

A pesar del menor ritmo de desaceleración, su tendencia—calculada ajustando por estacionalidad el índice, anualizando los aumentos mensuales y suavizando con promedios móviles— apunta a que la tendencia descendente seguirá ganando tracción en los próximos meses. 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, continuamos previendo una desaceleración marcada tanto de la inflación general como de la subyacente. Para fin de este año, anticipamos niveles de 4.6% AaA (Gráfica 3) y 4.8% AaA, respectivamente. 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, a partir de julio la inflación general podría ya ubicarse en niveles por debajo de 5.0%, mientras que la subyacente podría ser menor a 6.0% AaA a partir de septiembre. Es decir, seguimos anticipando 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 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.

Banxico mantendrá una pausa prolongada antes de iniciar un ciclo de bajadas en el 4T23

Respecto a la política monetaria, prevemos que Banxico mantendrá una pausa prolongada durante 2T y 3T23 después de iniciarla en mayo tras mantener la tasa monetaria sin cambios en 11.25%, independientemente de un posible aumento de la Fed en el mes de julio. A pesar de esta pausa, la postura monetaria, aproximada por la tasa

real ex-ante, continuará apretándose durante éste y el próximo trimestre dado que el mayor ritmo de descenso de la inflación será acompañado por un descenso de las expectativas de inflación a 12 meses, que en nuestra opinión se mantienen aún elevadas (se ubican en 4.7%, 0.9pp por encima de nuestra previsión de inflación de 3.8% AaA para mayo de 2024). En un contexto de convergencia gradual de la inflación con el rango objetivo y en medio de una tendencia de debilitamiento de la actividad económica en la segunda mitad de este año, prevemos que Banxico iniciará un ciclo de bajadas en 4T23 para evitar un apretamiento adicional e innecesario de la postura monetaria. Así, anticipamos que la tasa monetaria cerrará 2023 en 10.75% y que Banxico implementará un rápido ciclo de bajadas durante 2024 que la llevará a 8.00% al cierre del mismo ([Gráfica 4](#)).

La curva de rendimientos se mantendrá invertida este año y el siguiente, pero en un gradual proceso de aplanamiento

Anticipamos que las tasas a lo largo de la curva de rendimientos descenderán paulatinamente a partir de ahora descontando el eventual ciclo de relajamiento monetario que habrá de adoptar Banxico ante las señales recientes de un proceso lento pero sostenido de desinflación hacia adelante. Los rendimientos en los nodos cortos y medios de la curva habrían alcanzado su nivel máximo entre febrero y marzo tras la incertidumbre generada por la sorpresiva subida de 50 pb a la tasa de referencia de Banxico en su primera decisión del año. El rendimiento de los Cetes a 12 meses, por ejemplo, alcanzó un máximo de 12.1% a finales de febrero, ubicándose actualmente en torno a 11.5%. Por su parte, los rendimientos en el extremo largo de la curva alcanzaron su máximo en el último trimestre del año pasado. Tal es el caso del rendimiento de los Bonos M a 10 años, que llegó a niveles de 9.9% en octubre pasado, mientras que en las últimas semanas ha rondado en torno a 8.8%, manteniendo un diferencial de aproximadamente 520 pb respecto al rendimiento de los bonos del Tesoro de EEUU a 10 años, con el cual guarda una elevada correlación.

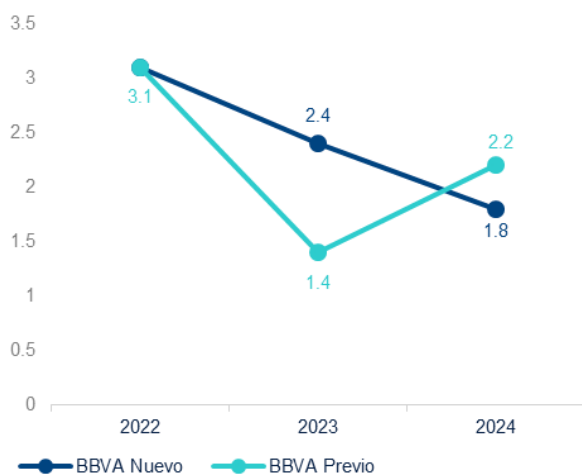
Con ello, la curva se mantiene significativamente invertida. El rendimiento a 10 años mantiene un diferencial negativo de aproximadamente 250 y 150 pb contra los rendimientos a 3 meses y 2 años, respectivamente. Partiendo de nuestro escenario base para la tasa monetaria, prevemos que la curva se mantendrá invertida en lo que resta de este año y el siguiente, pero en un gradual proceso de aplanamiento. Particularmente, esperamos rendimientos a 2 años de 9.9 y 7.9% a finales de 2023 y 2024, respectivamente. Por su parte, anticipamos que el rendimiento a 10 años se ubique en torno a 8.7% y 8.2% en los mismos periodos ([Gráficas 5 y 6](#)), y que supere al rendimiento de los Cetes hasta el 2025.

El peso mexicano retomó su senda de apreciación después del episodio de problemas bancarios en EE. UU. y Europa

Después de que diversas autoridades económicas actuaran oportunamente para acotar los riesgos financieros internacionales asociados con los problemas en varios bancos regionales de EE. UU. y Credit Suisse en Europa, el peso mexicano retomó la senda de apreciación que había mostrado desde principios de año. Factores como el alto diferencial de tasas de interés con respecto a EE. UU., la solidez fiscal y la previsión de bajos déficits de cuenta corriente en el corto y mediano plazo ayudan a entender la fortaleza que ha exhibido el peso mexicano en los últimos meses. Como anticipamos que el diferencial inflacionario entre México y EE. UU. sea positivo al cierre de 2023 y que el diferencial de tasas con ese país se irá reduciendo en 2023, prevemos una depreciación gradual del peso y que el tipo de cambio se ubique en 18.5 pesos por dólar al cierre de este año ([Gráfica 7](#)).

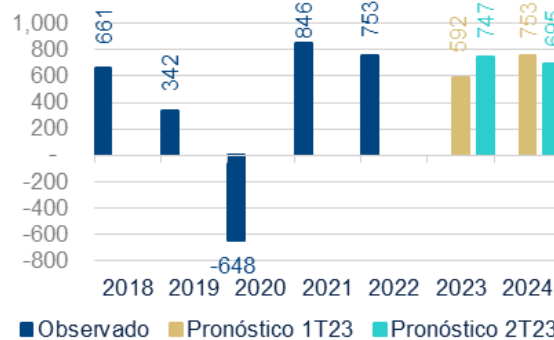
Pronósticos

GRÁFICA 1. **PIB**
(VAR. % ANUAL)



Fuente: BBVA Research / INEGI.

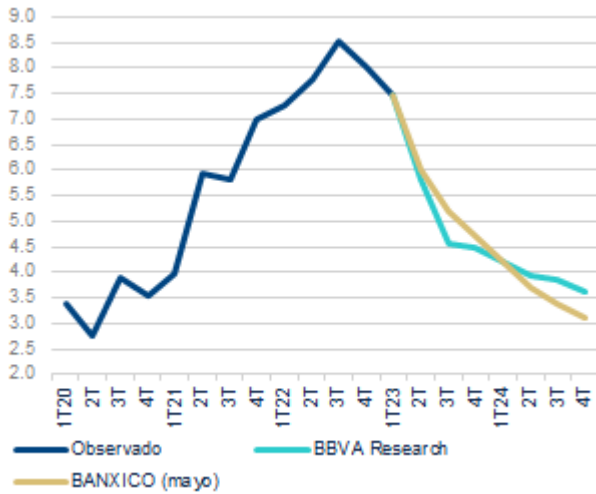
GRÁFICA 2. **PUESTOS DE TRABAJO AFILIADOS AL IMSS**
(VAR. ANUAL % FDP, Y MILES)



Pronóstico	2023	2024	2025
Miles, Fdp			
2T23	747	695	750
1T23	592	753	764
Variación Anual, % Fdp			
2T23	3.5	3.1	3.3
1T23	2.8	3.4	3.4

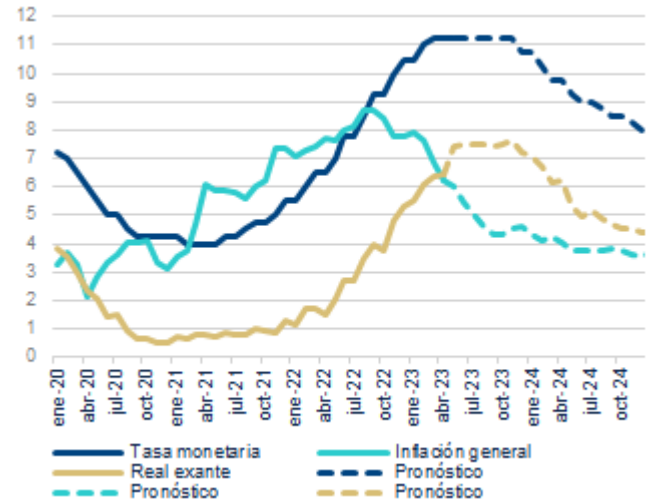
Fuente: BBVA Research / INEGI.

GRÁFICA 3. INFLACIÓN GENERAL (VAR. % ANUAL)



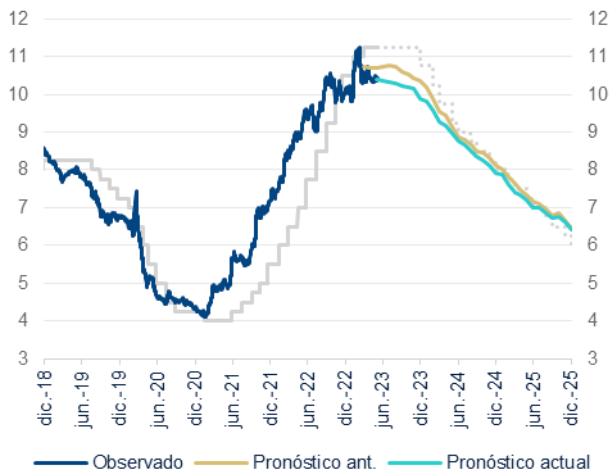
Fuente: BBVA Research / INEGI / Banxico.

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



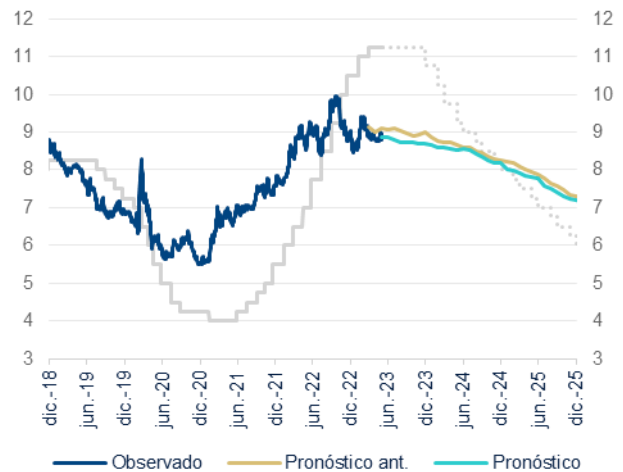
Fuente: BBVA Research / Bloomberg / Banxico.

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



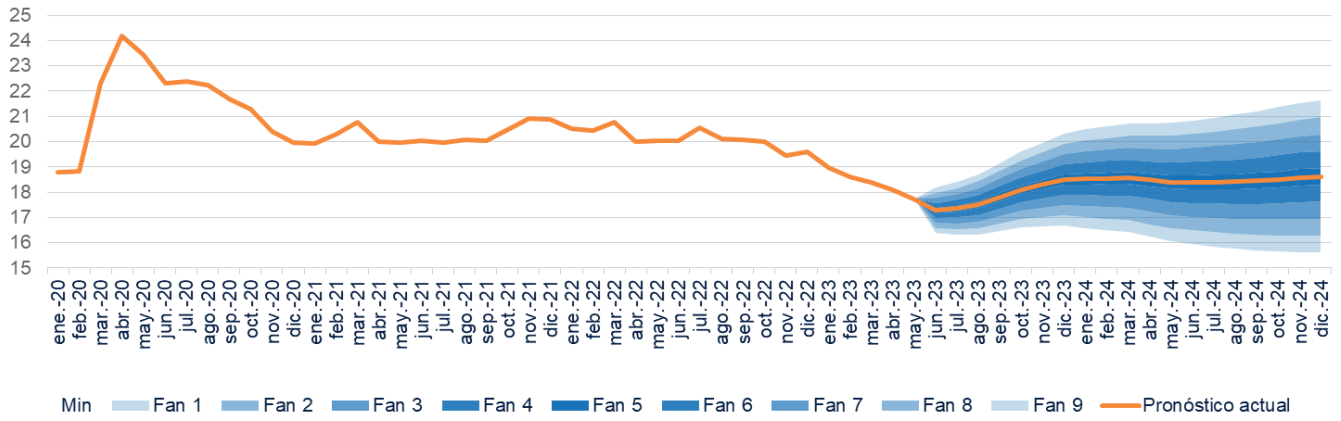
La línea gris sólida (observado) y punteada (pronóstico) indica la tasa objetivo de Banxico.
Fuente: BBVA Research / Bloomberg.

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
www.bbvarresearch.com