

# Situación México

Septiembre 2023



# Mejores perspectivas para el crecimiento económico y la inflación en 2024

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

Septiembre 2023

- **Revisamos al alza nuestra estimación de crecimiento para el 2023 a 3.2%** (2.4% previo) y anticipamos un crecimiento de 2.6% en 2024 (1.8% previo).
- **El consumo se mantiene resiliente** impulsado por las ganancias en salario real, empleo y la menor tasa de ahorro entre los deciles de mayores ingresos.
- **La inversión muestra un desempeño positivo** favorecida por la inversión pública y el rápido crecimiento del componente de maquinaria y equipo importado, ante la normalización de la producción.
- **El mayor dinamismo de la demanda interna en el 2S23 mejora el punto de partida para la actividad económica el próximo año**, a lo que se suma la mejor perspectiva de crecimiento para EE.UU.
- **El empleo formal continuará con fortaleza durante 2023 y mejora nuestra perspectiva para 2024.** El mercado laboral continuará sólido durante el año apuntalando a la masa salarial.
- **El paquete económico 2024 no resultará en desequilibrios fiscales significativos el año próximo**, a pesar de que propone una meta de -1.2% del PIB para el balance primario y el déficit más elevado desde 1990, pero impondrá retos significativos para la siguiente Administración.
- El descenso de la inflación está siendo ahora impulsado por la menor inflación de las mercancías; **prevemos una ralentización más pronunciada de la inflación subyacente en los próximos meses.**
- Anticipamos que **tanto la inflación general como la subyacente estarán por debajo de 4.0% a partir de 2T24**; mantenemos nuestras previsiones de fin de año en 4.6% y 4.8%, respectivamente.
- De acuerdo con el comportamiento descendente de la inflación, consideramos que está justificado evitar un mayor aumento de la tasa real, pero **retrasamos el inicio de un ciclo de bajadas al 1T24, para alcanzar un nivel de 8.25% a fin de 2024.**
- **Tasas altas por más tiempo a lo largo de la curva de rendimientos por el retraso del ciclo de bajadas de Banxico**, pero descenderán paulatinamente descontando el eventual ciclo de relajamiento monetario.
- **Prevemos que el tipo de cambio sea 18.0 pesos por dólar para diciembre de 2023**, lo cual implicaría una depreciación marginal del peso con respecto a los niveles actuales.

## La demanda interna se mantiene resiliente; mejora la expectativa para 2S23 con impacto positivo sobre 2024

Revisamos al alza nuestra estimación de crecimiento para el 2023 a 3.2% (2.4% previo) ante la resiliencia de la demanda interna, y el crecimiento mayor al esperado de la economía de EE. UU., con mejor expectativa para 2S23. De acuerdo con las cifras del INEGI, en el 2T23 el PIB creció 0.8% TaT, impulsado por el sector terciario (0.7% TaT) y el dinamismo de la construcción (6.5% TaT). El primero de estos sectores se ha visto favorecido por las ganancias acumuladas en salario real (+6.2% desde junio de 2022) y en masa salarial real (+10.6% desde junio de 2022). Adicionalmente, los datos más recientes de la ENIGH apuntan hacia una reducción en la tasa de ahorro de los hogares, especialmente entre los deciles de mayores ingresos. De acuerdo con datos de Banxico, el saldo de los depósitos (a corto y largo plazo) en manos de los hogares se redujo de manera significativa desde 2021 y aún se ubica 7.6% por debajo de su tendencia pre-pandemia.

Con respecto a la construcción, el segmento no residencial se ha beneficiado del rápido crecimiento de la inversión pública ante la celeridad que el gobierno federal ha imprimido este año a sus obras insignia (la refinería de Dos Bocas y el Tren Maya). De acuerdo con los últimos datos del indicador de inversión fija bruta del INEGI, la inversión en el segmento no residencial se ubica en un nivel 60% por arriba de su nivel de enero de 2019, con rápido crecimiento desde 3T22 (y dentro de este segmento el componente público se encuentra 41% por arriba de su nivel pre-COVID). Por otro lado, la construcción residencial se mantiene rezagada, ubicándose en un nivel 20% por debajo de su nivel de enero de 2019.

En lo que respecta a la manufactura, la producción se mantiene resiliente impulsada por el sector automotriz y la fabricación de maquinaria y equipos eléctricos. Las cifras más recientes del indicador de producción industrial, señalan que la producción manufacturera ha alcanzado un nivel que supera en 8% su cifra pre-COVID, con la fabricación de aparatos eléctricos superando en 21% su nivel pre-pandemia. La normalización del sector manufacturero tras las disrupciones en las cadenas de valor ha promovido el rápido crecimiento de la inversión en maquinaria y equipo, cuyo componente importado ha superado en 31% su nivel pre-pandemia. Anticipamos que la materialización del *nearshoring* potenciaría el crecimiento de la inversión fija bruta en los próximos años, con efecto positivo sobre el crecimiento potencial.

Estimamos que el buen dinamismo de la demanda interna se extenderá hacia la segunda mitad del año ante las ganancias en ingreso laboral, menor tasa de ahorro, resiliencia del sector industrial, así como la mejor expectativa de crecimiento para EE.UU. El mayor dinamismo del 2S23 favorece el punto de partida para la actividad económica el próximo año; el consumo privado se mantendrá resiliente, con especial impulso del sector servicios, mientras que la inversión mostrará un desempeño favorable ante el rápido crecimiento del segmento de maquinaria y equipo y el efecto arrastre positivo de la construcción pública de 2023. Así, revisamos al alza nuestra estimación de crecimiento para 2024 de 1.8 a 2.6% ([Gráfica 1](#)).

## El mercado laboral sigue mostrando fortaleza con algunas señales incipientes de desaceleración

El mercado laboral continúa mostrando solidez, lo cual ha contribuido en gran medida a la mejora de las expectativas de crecimiento de la economía mexicana en 2023. De acuerdo con los últimos datos disponibles de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE) la tasa de desempleo en julio se ubicó en 2.9%, ligeramente por arriba del promedio de 2.8% para lo que va del año, su nivel más bajo de 2005 a 2022. Cabe destacar que el

auge de la creación de empleo no ha sido acompañado por una aceleración de la tasa de informalidad laboral, que en julio se ubicó en 55.5%, nivel 2.8 puntos porcentuales (pp) por debajo del promedio histórico.

En relación con el empleo formal, las cifras del Instituto Mexicano del Seguro Social (IMSS) también reflejan fortaleza. De enero a agosto de 2023 se han creado 624 mil empleos, nivel ligeramente por arriba del mismo periodo del año pasado (617 mil). A pesar de este buen ritmo, la creación de empleo ha mostrado señales de desaceleración en los últimos meses. En julio y agosto de 2023, la variación mensual de empleo promedio fue de 0.2%, nivel 0.2 pp menor respecto al mismo periodo del año anterior.

El crecimiento del salario real ha mantenido una tendencia positiva impulsada por los incrementos al salario mínimo y las revisiones salariales de inicio de año. El salario real creció 5.7% AaA en agosto y, en lo que va del año, el crecimiento interanual ha promediado 4.7%, 2 pp por arriba del crecimiento promedio observado en el mismo periodo del año anterior, incluso a pesar de que la inflación sigue en niveles altos y por arriba del rango objetivo de Banxico. La sólida creación de empleo y el crecimiento del salario real han impulsado de manera conjunta a la masa salarial real total que en julio alcanzó un crecimiento interanual de 9.4%, ubicándose 18.6% por arriba de su nivel previo a la pandemia (febrero de 2020).

Mantenemos nuestra expectativa de que la fortaleza del mercado laboral se mantendrá a lo largo del año, y realizamos un ligero ajuste a nuestras previsiones de empleo. Anticipamos que el empleo cierre a final del año con 748 mil nuevos empleos, reflejándose en un crecimiento interanual de final de periodo de 3.5%, en línea con nuestro escenario anterior. Para 2024, mejoramos nuestra perspectiva de creación de empleo y ahora esperamos un total de 718 mil nuevos empleos acumulados a final de año, lo que representa un crecimiento interanual de 3.2%, nivel 0.1 pp superior a nuestro pronóstico anterior ([Gráfica 2](#)).

## **El descenso de la inflación, ahora impulsado en mayor medida por la subyacente; prevemos que la desaceleración ganará ritmo**

El proceso de desinflación ha continuado. Tanto la inflación general como la subyacente han disminuido por siete meses consecutivos. La general hasta 4.6% AaA, el mínimo desde febrero de 2021, y (-)4.1 pp por debajo del máximo de 8.7% alcanzado en agosto y septiembre de 2022. Como anticipamos, efectos base favorecieron un descenso pronunciado de la inflación general durante el segundo trimestre (2T) y durante el actual (3T). Los efectos base en el próximo trimestre (4T) no serán favorables. Así, aunque prevemos que la inflación general se desacelerará a 4.5% AaA en septiembre y 4.4% AaA en octubre, también anticipamos un pequeño rebote en noviembre y diciembre que la llevará a cerrar el año en torno a los niveles actuales de 4.6% AaA. La desaceleración que había sido impulsada principalmente por la inflación no subyacente, que disminuyó 11.3 puntos porcentuales (pp), de 10.6% a -0.7% AaA, entre agosto de 2022 y agosto de este año, está ahora siendo favorecida en mayor medida por la menor inflación subyacente, que había mostrado mayor rigidez a la baja al inicio del año. Así, mientras disminuyó sólo (-)0.3 pp durante el primer trimestre, en el segundo se desaceleró (-)1.2 pp a 6.9% AaA, y el ritmo de desaceleración durante este trimestre terminará siendo muy similar, para cerrar en septiembre en torno a 5.7% AaA.

El menor ritmo de inflación subyacente ha comenzado a generalizarse, y si bien la inflación de los servicios aún muestra mayor resistencia a descender y ha disminuido sólo marginalmente en los últimos cuatro meses (-0.3 pp), se ha desacelerado por cinco meses consecutivos a pesar de un aumento inusualmente elevado en los precios de los servicios educativos durante agosto y septiembre. Así, la disminución de la subyacente ha seguido explicada en mayor medida por la desaceleración de la inflación de las mercancías que ha sido parcialmente compensada

por la resistencia a la baja de los precios de los servicios. Mientras que la inflación de las mercancías se ha desacelerado (-)4.2 pp en lo que va del año (de 11.1% AaA en diciembre a 6.9% AaA en agosto), la inflación de los servicios, que había aumentado en el 1T23, ha iniciado a dar señales de 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 5.2% AaA) es 0.5 pp menor que el máximo alcanzado en marzo de este año.

A pesar del menor ritmo de desaceleración de la inflación subyacente hasta ahora, 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 a mayor ritmo de la inflación subyacente es consistente con la senda prevista en nuestro escenario base y también con los pronósticos de Banxico. Así, hacia adelante, continuamos previendo una tendencia de convergencia de la inflación con la meta de Banxico de 3.0% AaA +/-1 pp. De hecho, anticipamos que a partir del 2T24, ambas, la inflación general y la subyacente, se ubicarán por debajo de 4.0%, es decir, dentro del rango de variabilidad de la meta de Banxico. Para fin de este año, seguimos previendo niveles de 4.6% AaA para la inflación general ([Gráfica 3](#)) y 4.8% AaA para la subyacente. Así, si bien seguimos anticipando que la inflación se mantendrá por encima del rango objetivo de Banxico durante todo 2023, también seguimos pronosticando que será menor a 4.0% AaA a partir del 2T24. Esto representa una tendencia similar a la prevista por Banxico para ambas inflaciones durante 2023, pero todavía más positiva que la prevista por el consenso que, si bien ha convergido gradualmente con nuestras previsiones, anticipa que la inflación subyacente cerrará 2023 en niveles superiores al 5.0% AaA (en 5.1% AaA).

## Retrasamos al 1T24 el momento de inicio del eventual ciclo de bajadas

Respecto a la política monetaria, pensamos que Banxico seguirá mostrando cautela en el corto plazo, particularmente ahora después de que la Reserva Federal mostró un tono más restrictivo y señaló que las tasas en EE.UU. se mantendrían elevadas por más tiempo. Así, a pesar de los elevados niveles de la tasa real, en un contexto de crecimiento por encima del potencial y con la inflación todavía por encima del objetivo, prevemos que Banxico mantendrá la pausa adoptada en meses recientes por más tiempo del previsto anteriormente. Creemos que en la reunión de este mes Banxico cerrará la puerta al posible inicio de este ciclo de recorte de tasas en alguna de las dos reuniones restantes del año. A pesar de ello, seguimos previendo que, con la inflación descendiendo, está justificado evitar un mayor aumento de la tasa real en los próximos trimestres.

Así, ahora prevemos que el banco central mantendrá una pausa más prolongada, con lo que la tasa monetaria se mantendrá en los niveles actuales de 11.25% el resto del año. No obstante, seguimos previendo un recorte importante de la tasa monetaria el próximo año, que la llevaría a un nivel de 8.25% a fin de 2024 ([Gráfica 4](#)). Esto a pesar de que si bien la tasa de referencia ha dejado de aumentar, la postura monetaria (aproximada por la tasa real ex-ante) ha continuado y continuará apretándose durante el resto del año e inicios del siguiente dado que el descenso de la inflación será acompañado por el de las expectativas de inflación a 12 meses, que en nuestra opinión se mantienen aún elevadas (se ubican en 4.3%, 0.7 pp por encima de nuestra previsión de inflación de 3.6% AaA para septiembre de 2024). En un contexto de convergencia gradual de la inflación con el rango objetivo y en medio de una desaceleración de la actividad económica el próximo año, prevemos que Banxico iniciará un ciclo de bajadas en 1T24 para evitar un apretamiento adicional e innecesario de la postura monetaria.

## Tasas altas por más tiempo a lo largo de la curva de rendimientos

El reciente incremento en las tasas de interés de largo plazo ha sido impulsado por la dinámica de la curva de rendimientos en EE. UU., un contexto global de mayor aversión al riesgo, y un retraso en las expectativas del momento de inicio del eventual ciclo de bajadas en México. A pesar de ello, continuamos anticipando que las tasas a lo largo de la curva descenderán paulatinamente descontando este eventual ciclo de relajamiento monetario ante las señales recientes de un gradual proceso de desinflación hacia adelante. Los rendimientos en el extremo corto de la curva se han mantenido relativamente estables luego de que Banxico finalizó con el ciclo de apretamiento monetario en mayo. De julio a la fecha, el rendimiento de los Cetes a 12 meses ha sido de 11.4%, ligeramente por debajo de su nivel promedio observado en el primer semestre del año (11.5%). Por su parte, los rendimientos de largo plazo se incrementaron de manera significativa recientemente. En lo que va de septiembre, el rendimiento de los Bonos M a 10 años ha promediado 9.7%, luego de haber oscilado en torno a 8.9% en el primer semestre del año, y alrededor de 8.8% en julio y agosto.

A pesar de ello, la curva se mantiene invertida. El rendimiento a 10 años mantiene un diferencial negativo de aproximadamente 170 y 90 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 buena parte del siguiente, pero en un gradual proceso de aplanamiento. Con la expectativa del retraso del inicio de un ciclo de bajadas al 1T24, esperamos ahora rendimientos a 2 años de 10.5 y 8.0% a finales de 2023 y 2024, respectivamente. Por su parte, anticipamos que el rendimiento a 10 años se ubique en torno a 9.2% y 8.4% en los mismos periodos ([Gráficas 5 y 6](#)), y que supere al rendimiento de los Cetes hasta el 2025.

## El Paquete Económico 2024 cerrará el sexenio sin desequilibrio fiscal pero preocupa el déficit público propuesto para el próximo año

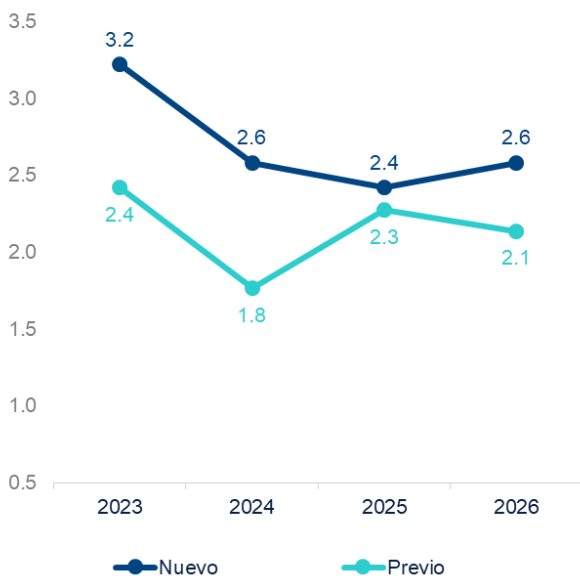
El paquete económico 2024 fue construido con supuestos macroeconómicos realistas. Se mantendrá el equilibrio fiscal a pesar de que el paquete propone una meta de -1.2% del PIB para el balance primario del próximo año. No obstante, resulta preocupante que el déficit público de 4.9% del PIB (estimado por la SHCP) para el siguiente año sea el máximo desde 1990 ([Gráfica 7](#)). Este déficit también resulta sorprendente en un contexto en el que la misma dependencia gubernamental estima que la economía mexicana crecerá por encima de su potencial (2.6% vs. 2.4%). Lo anterior implica una política fiscal procíclica que va en detrimento de la trayectoria de la deuda pública (% del PIB). En contraste, una política fiscal contracíclica promovería una mayor estabilidad en el cociente de deuda pública a PIB y podría dar mayor margen de maniobra en el futuro en caso de una recesión o una caída significativa en los precios del petróleo.

La SHCP estima que el Saldo Histórico de los Requerimientos Financieros del Sector Público (SHRFSP) será de 48.8% del PIB al cierre de 2024, nivel que no causará ningún problema para el pago de los vencimientos de deuda soberana o de Pemex. Cálculos propios muestran que sería necesario que los RFSP fueran aproximadamente -3.5% del PIB en 2024 para mantener el saldo histórico de estos requerimientos en 46.5% del PIB. Este saldo también podría mantenerse con los RFSP en -5.4% del PIB (previsto por la SHCP) si el crecimiento económico fuera 7.8% el próximo año, un escenario que consideramos muy poco probable. Ante la fragilidad prevista para las finanzas públicas en los próximos años, será necesario que el siguiente gobierno federal diseñe e implemente una reforma fiscal que aumente los ingresos tributarios.

## Es previsible que el peso mexicano muestre cierta volatilidad en los meses previos a las elecciones de junio de 2024

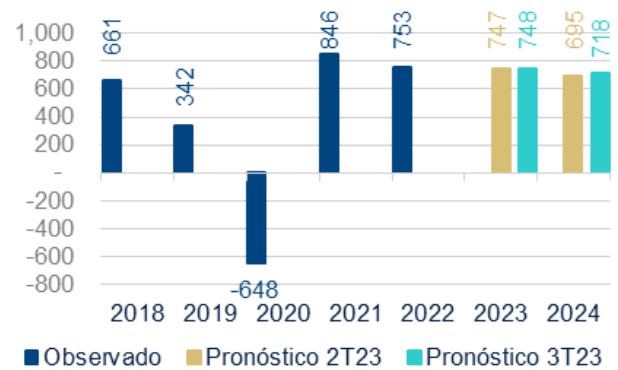
Anticipamos que el tipo de cambio cerrará el año en niveles alrededor de 18.0 pesos por dólar, lo cual implicaría una marginal depreciación del peso mexicano con respecto a los niveles actuales. Para los meses previos a las elecciones de junio de 2024, prevemos que el peso muestre cierta volatilidad que no será factor de preocupación. Nuestros pronósticos indican que el tipo de cambio podría alcanzar niveles cercanos a los 19.0 pesos por dólar en mayo y junio del próximo año. Dados los sólidos fundamentos macroeconómicos de México, esta mayor volatilidad será transitoria y se irá disipando gradualmente una vez que haya concluido el proceso electoral. Nuestro pronóstico para diciembre de 2024 es 18.80 pesos por dólar, lo cual equivaldría a una depreciación anual de 4.4% y que en parte estaría explicada por la reducción en el diferencial de tasas de interés entre México y EE. UU.

GRÁFICA 1. **PIB**  
(VAR. % ANUAL)



Fuente: BBVA Research / INEGI.

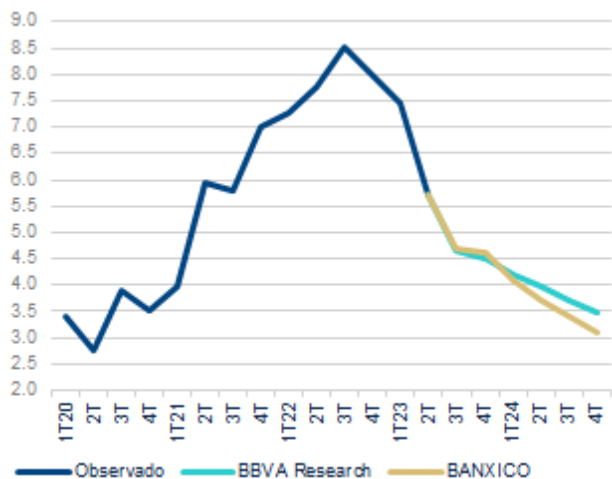
GRÁFICA 2. **PUESTOS DE TRABAJO AFILIADOS AL IMSS (VAR. ANUAL % FDP, Y MILES)**



Pronóstico	2023	2024	2025	2026
Miles, Fdp				
3T23	748	718	800	873
2T23	747	695	750	775
Variación Anual, % Fdp				
3T23	3.5	3.2	3.5	3.7
2T23	3.5	3.1	3.3	3.3

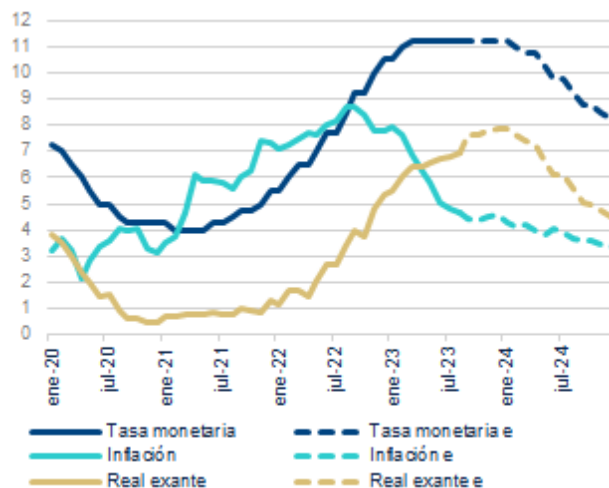
Fuente: BBVA Research / INEGI.

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



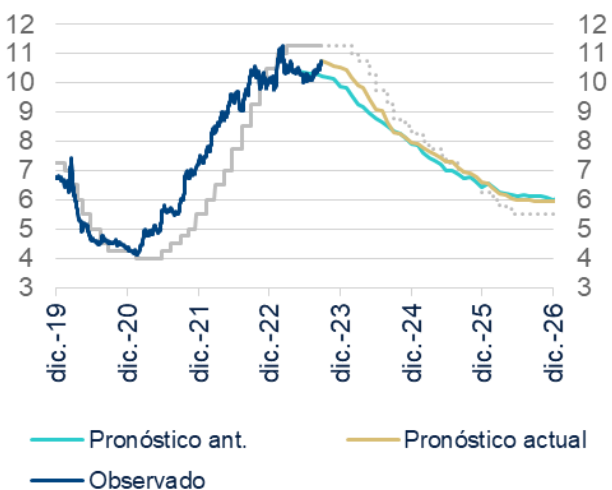
Fuente: BBVA Research / INEGI / Banxico.

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



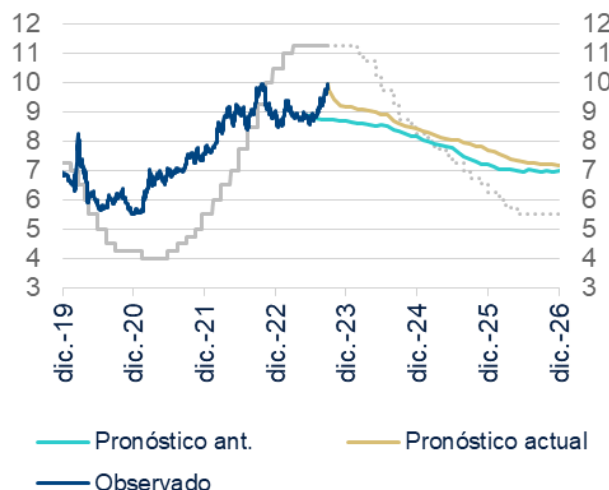
Fuente: BBVA Research / Bloomberg / Banxico.

**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.

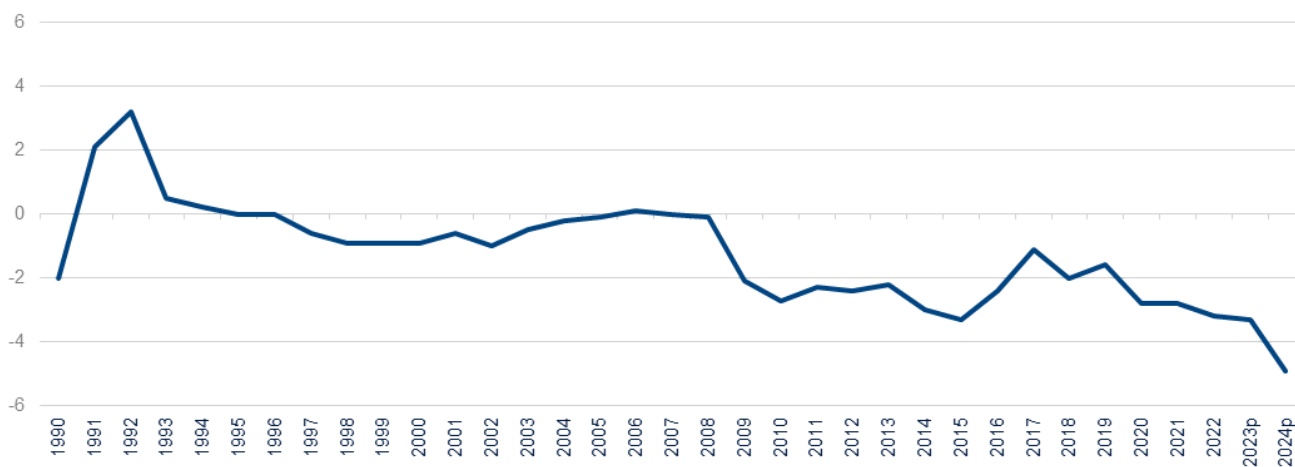
**GRÁFICA 6. RENDIMIENTO DE BONOS M A 10 AÑOS (%)**



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



GRÁFICA 7. **BALANCE PÚBLICO TRADICIONAL (% DEL PIB)**



/p significa pronóstico  
Fuente: BBVA Research / SHCP.

## 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](http://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](http://www.bbvarresearch.com)