

**BBVA**

Research

# Situación México

Anticipamos un periodo prolongado de crecimiento por debajo del potencial

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

Ciudad de México, Septiembre 2025

# Revisamos al alza el pronóstico de crecimiento económico para 2025,

pero seguimos anticipando un débil crecimiento de la demanda interna

	<b>Actividad económica</b>	La demanda interna extiende su ralentización; el consumo privado cae (-)0.1% al mes de junio (acum.), y la inversión (-)6.4%. Revisamos al alza nuestra previsión de crecimiento de 2025 a 0.7%, por el desempeño favorable de la economía en 1S25, pero con expectativas de desaceleración en la segunda mitad del año.
	<b>Empleo</b>	El bajo dinamismo económico limita la generación de empleos formales, mientras que la formalización de trabajadores digitales tuvo solo un efecto estadístico. La masa salarial crece con moderación y seguirá restringiendo el consumo; se prevé que el empleo formal avance apenas 0.8% en 2025 y 1.7% en 2026.
	<b>Inflación</b>	Preveamos que, con una demanda débil, la inflación de servicios tenderá a moderarse. Anticipamos que la inflación general cierre el año en 3.8% y alcance 3.5% en 2026. Sesgo al alza para 2026
	<b>Política monetaria</b>	Banxico aún cuenta con espacio para seguir normalizando su postura monetaria. Tras el recorte de 25 pb de esta semana, anticipamos dos adicionales en noviembre y diciembre, y otros dos en 1T26.
	<b>Tasas de interés</b>	Tasas de largo plazo mantienen espacio para bajar, apoyadas por el ciclo de Banxico y la moderación de las primas de riesgo país. Estimamos que el Bono M a 10 años cierre en 8.6% en 2025 y en 8.2% en 2026.
<b>Finanzas Públicas</b>		El Saldo Histórico de los Requerimientos Financieros del Sector Público se elevará a 52.3% en 2025 de 51.3% del PIB en 2024.
	<b>Tipo de Cambio</b>	Se prevé que el tipo de cambio muy probablemente se ubique en torno a 19.44 pesos por dólar a finales de 2025

## Debilidad de la demanda interna en 2025

La demanda interna continúa mostrando debilidad ante el prolongado entorno de incertidumbre y lento crecimiento de la masa salarial real. De acuerdo con los datos del INEGI el consumo privado ha caído (-)0.1% en términos acumulados al mes de junio (vs el mismo periodo del año anterior), mientras que la inversión fija bruta suma una caída de (-)7.3% durante el mismo periodo. El menor dinamismo del gasto de los hogares se deriva, entre otros factores, de la ralentización que ha registrado la masa salarial real, misma que al mes de agosto reportó una variación anual de 3.9% (desde su máximo histórico de 9.8% en junio de 2023). Se suma además, el deterioro de las expectativas de los consumidores, tal como lo señala el Indicador de Confianza del Consumidor del INEGI, mismo que hila ocho caídas consecutivas en términos interanuales desde el mes de enero (con una variación de -1.5% AaA en agosto).

Con respecto a la inversión fija bruta, el contexto de elevada incertidumbre respecto al nuevo marco de política comercial en EE.UU. se ha sumado al menor gasto gubernamental que se ha materializado en el sector de la construcción desde 2024 (con el cierre de los proyectos insignia del gobierno federal). Al mes de junio, la inversión en construcción suma once caídas consecutivas (AaA), alcanzando en junio de este año un nivel 6% por debajo del que registraba en enero de 2024. El sector de maquinaria y equipo, por su parte, ha visto mermado su dinamismo por el replanteamiento de las estrategias de inversión de las empresas ante la duda persistente relativa al alcance y duración de los nuevos aranceles. Al mes de junio, la inversión en maquinaria y equipo suma seis caídas consecutivas en términos interanuales, alcanzando en junio un nivel 8% por debajo del que registraba en enero de 2024.

En lo referente a la producción por el lado de la oferta, la industria continúa restando a la actividad económica, registrando al mes de julio una caída de (-)1.2% (AaA, acum.) El componente con el mayor retroceso lo comprende la minería, con una contracción acumulada de (-)7.8% (ene-jul vs mismo periodo de 2024); le sigue la construcción con una disminución de (-)1.5%, y la manufactura que registra estancamiento (0.0%). El sector terciario, por su parte, es el componente de la oferta que ha mantenido la actividad económica a flote, con un crecimiento de 1.2% (ene-jul vs mismo periodo del año anterior). Entre los subcomponentes del sector terciario, el comercio al menudeo ha provisto el mayor impulso, con una variación acumulada de 4.3% al sexto mes del año (vs mismo periodo de 2024).

Aunque el adelanto de pedidos de exportación en la primera mitad del año aportó un impulso positivo al crecimiento, la evidencia sugiere que dicho efecto fue transitorio. La moderación en el ritmo de creación de empleo —en particular en el sector industrial— sugiere que el consumo privado tenderá a desacelerarse en la segunda parte del año, en un contexto en el que la inversión muestra una clara pérdida de dinamismo.

## **Estancamiento del empleo formal pese al repunte temporal por incorporación de trabajadores de plataformas digitales**

Con base en datos de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE) del INEGI, el mercado laboral continúa mostrando cierta estabilidad; no obstante, dicha estabilidad resulta frágil al contrastarse con la débil dinámica de creación de empleo formal reportada por el Instituto Mexicano del Seguro Social (IMSS). De acuerdo con la ENOE, en julio la tasa de participación laboral alcanzó 60.2%, lo que significó un incremento de 0.8 puntos porcentuales respecto al promedio observado en los meses previos del año. Sin embargo, esta mayor participación no se tradujo en un aumento del desempleo, que permaneció en 2.6% en cifras desestacionalizadas, nivel similar al promedio anual y claramente por debajo del promedio histórico de 4.0% desde 2005. Aunque este crecimiento de la fuerza laboral no elevó la tasa de desempleo, sí impulsó un repunte en la informalidad laboral, que aumentó 1.1 puntos porcentuales respecto al promedio anual de 54.6%, alcanzando 55.7% en julio.

De acuerdo con cifras del IMSS, el empleo formal en México alcanzó un máximo histórico en julio con 23.59 millones de puestos de trabajo. Este crecimiento fue impulsado principalmente por la incorporación de 1.29 millones de trabajadores de plataformas digitales, lo que resultó en un incremento anual del empleo formal de 5.6%; no obstante, este aumento fue en gran medida un efecto estadístico, ya que reflejó la formalización de empleos preexistentes y no la creación de nuevos puestos de trabajo. Para el mes de agosto, la mayor parte de los trabajadores de plataformas digitales dejaron de ser contabilizados como empleados formales y solo se consideran como afiliados al IMSS al no superar el umbral legal de ingresos netos; como resultado, el crecimiento anual del empleo formal se redujo significativamente, pasando de 5.6% en julio a 0.5%. Para el mes de agosto el crecimiento anual del empleo nuevamente mostró debilidad con un crecimiento de 0.3%; esto último, a pesar de que estas cifras incluyen a los 133,178 trabajadores digitales que sí lograron superar el umbral de ingreso y permanecieron registrados como puestos formales.

En materia salarial, en agosto los salarios reales crecieron 3.7% anual y la masa salarial real aumentó 4.0%. Ambos indicadores mantienen una trayectoria descendente, siendo particularmente relevante el caso de la masa salarial, cuyos incrementos se mantienen por debajo del promedio observado entre 2012 y 2024.

En conjunto, los datos revelan un panorama de estabilidad frágil, con baja tasa de desempleo, pero acompañadas de un crecimiento de la informalidad laboral, una limitada generación de puestos formales y un desempeño moderado de la masa salarial, con implicaciones directas sobre el consumo.

Hacia adelante, la formalización de trabajadores digitales amplía la cobertura de seguridad social, aunque su efecto es principalmente estadístico y no modifica la tendencia de debilidad en la creación de empleo. Bajo este escenario, se estima que el empleo formal crezca 0.8% en 2025 y adquiera algo de tracción hacia 2026 con un avance de 1.7%, lo que confirma que el menor dinamismo económico continuará restringiendo tanto la generación de puestos de trabajo como el crecimiento de la masa salarial y, en consecuencia, del consumo ([Gráfica 2](#)).

## El repunte de la inflación en 2T ha comenzado a revertirse en 3T; la inflación de servicios se seguirá moderando

Como resultado de un menor ritmo de aumento de la inflación de mercancías, una desaceleración de la de servicios, una disminución en la inflación no subyacente, y efectos base favorables, el repunte que de la inflación general que se observó durante el segundo trimestre se ha revertido en los primeros dos meses del tercero. Así, como anticipamos, el repunte del segundo trimestre fue transitorio. Tras situarse por debajo del 4.0% AaA y promediar 3.7% AaA en el primer trimestre, la inflación repuntó hasta un promedio de 4.2% AaA en el segundo, antes de retroceder a 3.5% AaA durante julio-agosto. Un efecto base desfavorable en septiembre —dado que la inflación aumentó apenas 0.05% MaM en septiembre de 2024— provocará un repunte de la inflación hasta 3.7% AaA. Tras la volatilidad observada en el segundo y tercer trimestres, prevemos que la inflación se estabilice en torno a un promedio de 3.7% AaA en el cuarto trimestre, cerrando el año en 3.8% AaA.

La inflación subyacente, la que mejor refleja la tendencia de la inflación de mediano plazo, había regresado ya a los niveles de estabilidad de precios. La inflación subyacente se mantuvo por debajo de 4.0% AaA durante el cuarto trimestre de 2024 y el primero de 2025, con un promedio de 3.7% AaA en ese período; sin embargo, repuntó en el segundo trimestre, alcanzando 4.2% AaA en junio. Aunque no registró incrementos adicionales en julio-agosto, la inflación se mantuvo estable en ese nivel, ligeramente por encima del límite superior del rango de variabilidad en torno a la meta de Banxico de 3.0% AaA.

¿Qué ha provocado este repunte de la inflación subyacente? Dos factores lo explican: i) una aceleración mayor a la prevista en el ritmo de incremento mensual de la inflación de mercancías —tras promediar 0.20% MaM en 2024, aumentó a 0.50% MaM en promedio durante el primer semestre de este año—, y ii) la persistencia de la inflación de servicios, que mostró rigidez a la baja a pesar del debilitamiento de la demanda y la ampliación del *output gap* negativo —tras promediar 0.40% MaM en 2024, sólo descendió ligeramente a 0.34% MaM en el primer semestre de este año. Si bien existen indicios de que ambos factores comenzaron a moderarse en julio-agosto —la inflación de mercancías aumentó en promedio 0.2% MaM, un ritmo similar al del año pasado, y la de servicios 0.3% MaM, -0.1pp respecto a julio-agosto de 2024—, la inflación subyacente no ha mostrado descensos y permanece estable en 4.2% AaA. Lo positivo es que la inflación de servicios se desaceleró de un promedio de 4.6% AaA en el 2T a 4.4% en julio-agosto, con descensos generalizados en sus principales componentes: la inflación de vivienda pasó de 3.6% a 3.4% AaA, la de colegiaturas de 5.8% en junio a 5.3% en agosto, y la de otros servicios —el rubro de mayor peso relativo y mejor indicador de la tendencia en servicios— de 5.5% en junio a 5.2% AaA en agosto.

Hacia delante, prevemos que un contexto de debilidad de la demanda seguirá propiciando un continuo descenso en la inflación de servicios, compensando el regreso de la inflación de mercancías a niveles de c. 4.0% AaA. Así, hacia el cierre de este año y a lo largo del próximo, anticipamos una consolidación del proceso de recomposición entre la inflación de mercancías y la de servicios: mientras la primera tenderá a estabilizarse en los niveles ya alcanzados, la segunda mostrará un descenso significativo, acercándose a 3.0% AaA. Para el cierre del año, anticipamos únicamente un leve descenso de la inflación subyacente, que se ubicaría en 4.1%

AaA.

Hacia 2026, mantenemos la previsión de que concluirá el proceso de desinflación y la inflación entrará en una nueva etapa, situándose por debajo del promedio histórico observado desde la adopción de la meta de 3.0% AaA. En este escenario, anticipamos que tanto la inflación general como la subyacente cierren 2026 en 3.5% AaA, nivel que consideramos consistente con el equilibrio de largo plazo. Los riesgos a la baja han cobrado mayor relevancia por la debilidad de la economía, y el riesgo al alza asociado a una posible depreciación del peso luce cada vez menos probable en un entorno de debilidad del dólar y mayor apetito global por riesgo, la imposición de aranceles a socios comerciales sin tratado y el incremento de impuestos a ciertos productos introducen un riesgo al alza en nuestras proyecciones de inflación para 2026 ([Gráficas 3 y 4](#)).

## **Banxico sigue teniendo espacio para continuar normalizando su postura monetaria en un contexto de debilidad de la demanda interna**

La semana pasada, la Reserva Federal (Fed) reanudó el ciclo de normalización monetaria al recortar su tasa de referencia en 25 pb, ubicándola en 4.00-4.25%. La decisión respondió a un cambio en el balance de riesgos: aunque el banco central reconoció por primera vez en el año un repunte de la inflación, asociado a los aranceles, puso mayor énfasis en la debilidad del mercado laboral reflejada en las cifras recientes de empleo. La duda ahora es si esta decisión marcará el inicio de una secuencia de recortes o si la transición hacia una postura neutral será más gradual. El presidente Powell dejó abierta la posibilidad de una pausa en la próxima reunión, pero subrayó que un balance de riesgos más equilibrado implica que la Fed debería avanzar hacia la neutralidad, una señal clara de que vendrán más recortes. Aunque una sorpresa inflacionaria o un repunte del mercado laboral podrían justificar una pausa, ambos escenarios parecen poco probables en el corto plazo. Así, aumentan las probabilidades de un segundo recorte consecutivo en octubre, lo que inclina nuestro escenario base hacia dos reducciones adicionales este año.

En México, la debilidad de la demanda interna sigue justificando una trayectoria de normalización de la postura monetaria. Banxico aplicó un recorte de 50 pb en junio y moderó el ritmo en agosto con una reducción de 25 pb. Esta semana se anticipa ampliamente otro recorte de 25 pb, que ubicaría la tasa objetivo en 7.50%. Con ello, la tasa habría acumulado 250 pb de reducciones en lo que va del año (375 pb desde el máximo alcanzado en marzo de 2023) y quedaría apenas 18 pb por encima del rango superior de la estimación del propio banco central para la tasa neutral. Aun así, consideramos que persiste espacio para que Banxico siga llevando la tasa hacia una postura más neutral, en un contexto de marcada debilidad de la actividad económica y bajo dinamismo del empleo formal, factores que deberían favorecer una desaceleración más clara de la inflación de servicios. Otros elementos también apoyan la continuidad del ciclo: la fortaleza relativa del peso, la baja volatilidad en los mercados financieros y la reanudación de los recortes por parte de la Fed, que reduce la presión sobre el diferencial de tasas.

Mantenemos nuestra previsión de dos recortes adicionales de 25 pb en noviembre y diciembre, con lo que la tasa de referencia cerraría 2025 en 7.00%. Posteriormente, estimamos que alcanzará un nivel neutral de 6.50% en el primer trimestre de 2026 ([Gráfica 5](#)).

## **Las tasas de largo plazo mantienen espacio para seguir bajando, apoyadas por el ciclo de Banxico y la corrección en las primas de riesgo país**

En EE.UU., los rendimientos gubernamentales de corto plazo registraron reducciones significativas tras el reciente giro en las expectativas de política monetaria de la Fed, mientras que los de mayor plazo mantienen una prima de riesgo relativamente elevada vinculada a las nuevas políticas económicas. Desde finales de julio, el rendimiento del Tesoro a 2 años se redujo en poco más de 30 pb, hasta 3.6%, el de 10 años lo hizo en alrededor de 20 pb, y el de 30 años en poco más de 10 pb. Esta menor sensibilidad en el extremo largo de la curva refleja tanto las dudas persistentes sobre la relación comercial de EE. UU. con el resto del mundo como las crecientes preocupaciones en torno a la falta de acciones fiscales para contener la insostenibilidad de la trayectoria de la deuda pública. Prevemos que esta incertidumbre, asociada a primas de riesgo por plazo más elevadas, persistirá en los próximos trimestres. En consecuencia, estimamos que el rendimiento del bono del Tesoro a 10 años continuará oscilando ligeramente por encima de 4% en los próximos meses.

En México, las tasas a lo largo de la curva han descendido conforme a lo previsto en nuestro escenario anterior, y anticipamos que aún existe margen para ajustes adicionales conforme avance el ciclo de recortes de Banxico. Si bien los rendimientos de largo plazo seguirán mostrando una elevada correlación con los bonos del Tesoro de EE. UU., en las últimas semanas se han visto favorecidos por una corrección en las primas de riesgo país. Esta mejora ha estado respaldada tanto por un entorno global de mayor apetito por riesgo como por factores locales, entre ellos la disciplina fiscal, la presentación de un plan financiero para Pemex y la probable moderación de algunas preocupaciones sobre el marco institucional tras la reciente entrada de la nueva corte.

En nuestro escenario base, proyectamos que el rendimiento de los Bonos M a 10 años descenderá desde su nivel actual de 8.8% a 8.6% a finales de 2025 y a 8.2% a finales de 2026 ([Gráfica 6](#)).

## **El Saldo Histórico de los Requerimientos Financieros del Sector Público se elevará a 52.3% en 2025 de 51.3% del PIB en 2024**

Después de haber conocido los Criterios Generales de Política Económica para 2026 que presentó el gobierno federal ante el congreso, se prevé que el Saldo Histórico de los Requerimientos Financieros del Sector Público (SHRFSP) será 52.3% del PIB al cierre de 2025 vs. 51.3% en 2024. Si bien la consolidación fiscal propuesta para 2026 es de solamente dos décimas de puntos porcentuales, ya que los RFSP pasarían de -4.3% a -4.1% del PIB, las presiones del gasto público y el cada vez menor espacio fiscal para recortarlo, nos hacen

prever que esta consolidación continuará avanzando lentamente durante el próximo año. Dada la fragilidad prevista para las finanzas públicas en los próximos años por la ampliación de los programas sociales, los apoyos patrimoniales a Pemex de parte del gobierno federal, las pensiones públicas, el servicio de la deuda y el poco margen de crecimiento de la recaudación tributaria sin una reforma fiscal, el gobierno federal muy probablemente tendrá que hacer ajustes al gasto programable para generar déficits públicos en torno a 2.0% del PIB y así evitar que la deuda pública (% del PIB) retome su trayectoria ascendente, lo que representará un reto complejo de política fiscal. Si la disciplina fiscal no fuera suficiente y el gobierno federal solamente pudiera reducir el déficit público a niveles promedio de alrededor de 3.7% del PIB en 2025-2030, entonces la deuda podría aproximarse a 58.1% del PIB en 2030. Esta posibilidad podría llevar a las agencias calificadoras a reducir la calificación crediticia soberana y a la probable pérdida del grado de inversión.

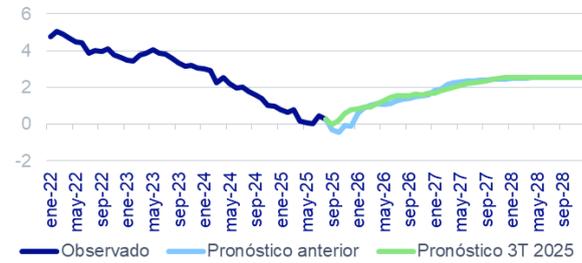
En lo que corresponde al peso mexicano, se anticipa que mostrará una ligera depreciación en los siguientes meses al verse afectado tanto por el muy probable menor diferencial de tasas entre México y Estados Unidos como por la desaceleración económica nacional. Se prevé que el tipo de cambio muy probablemente se ubique en torno a 19.44 pesos por dólar a finales de 2025 después de haber alcanzado un pico promedio mensual de 20.55 en enero de 2025.

**GRÁFICA 1. PIB**



Fuente: INEGI, BBVA Research

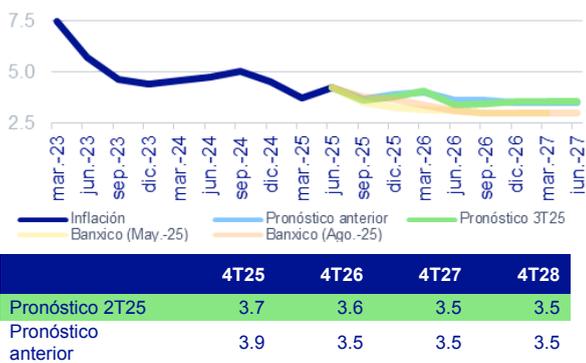
**GRÁFICA 2. PERSPECTIVAS PARA EL EMPLEO FORMAL**



	25	26	27	28
<b>Miles, Fdp</b>				
Pronóstico 2T25	177	380	578	594
Pronóstico anterior	-25	356	556	556
<b>Variación Anual, % Fdp</b>				
Pronóstico 2T25	0.8	1.7	2.5	2.5
Pronóstico anterior	-0.1	1.6	2.5	2.5

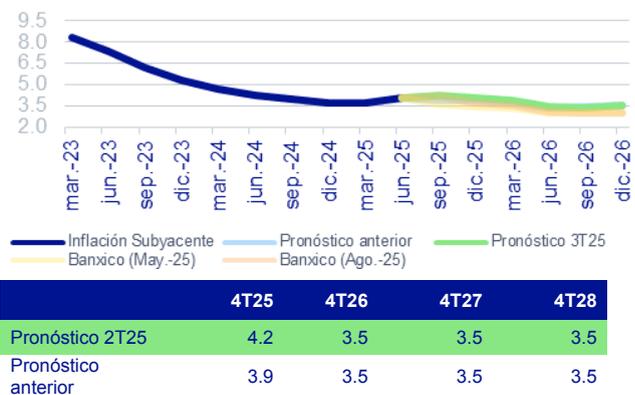
Fuente: BBVA Research, IMSS

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



Fuente: BBVA Research, INEGI

**GRÁFICA 4. INFLACIÓN SUBYACENTE (VAR. % ANUAL)**



Fuente: BBVA Research, INEGI

**GRÁFICA 5. TASA DE REFERENCIA DE BANXICO (%)**



	25	26	27
Pronóstico 3T25	7.00	6.50	6.50
Pronóstico anterior	7.00	6.50	6.50

Fuente: BBVA Research / Banxico

**GRÁFICA 6. RENDIMIENTO GUBERNAMENTAL A 10 AÑOS (%)**



	25	26	27
Pronóstico 3T25	8.6	8.2	8.1
Pronóstico anterior	8.7	8.2	8.1

La línea gris indica la tasa de referencia de Banxico  
Fuente: BBVA Research / Banxico / Macrobond

## 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).