

Situación México

El peso se aprecia ante la expectativa de que México siga exportando un porcentaje elevado de bienes a Estados Unidos libres de arancel y por el atractivo del *carry trade* ajustado por riesgo

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

Ciudad de México, Septiembre 2025

Marginal revisión al alza del crecimiento económico esperado para 2026

Prevemos que Banxico pause su ciclo de bajadas en 1T26

	Actividad económica	Aunque mantuvimos sin cambios nuestro pronóstico de crecimiento para 2025 en 0.7%, la reciente revisión a la baja por parte del INEGI de los crecimientos previamente anunciados de 1T25 a 3T25, en especial el del 2T25, le imprime un sesgo a la baja.
	Empleo	La generación de empleo formal permanece estancada y en su nivel más bajo desde 2010 (excluyendo 2020). El repunte derivado de la incorporación de trabajadores digitales fue temporal. La masa salarial crece a un ritmo limitado por la debilidad del empleo. Se prevé que el empleo formal aumente 0.9% en 2025 y 1.9% en 2026.
	Inflación	Inflación general y subyacente dentro del intervalo de variabilidad a fines de 2026, aunque en 3.8%, +0.3pp respecto a nuestra previsión anterior. La debilidad de la demanda agregada debería ejercer presión a la baja sobre la inflación de servicios.
	Política monetaria	La continuidad del ciclo de recortes de Banxico enfrentará un espacio más limitado el próximo año. Prevemos una pausa en 1T26 seguida de dos recortes adicionales que llevarían la tasa a 6.50%.
	Tasas de interés	Prevemos que la curva de rendimientos tendrá un espacio más acotado para ajustes adicionales a la baja del que tuvo este año, debido a que el ciclo de recortes será menos pronunciado. Proyectamos un rendimiento de 8.2% para los Bonos M a 10 años a finales de 2026.
	Finanzas Públicas	El Saldo Histórico de los Requerimientos Financieros del Sector Público se mantendrá estable en torno a 51.4% del PIB en 2025.
	Tipo de Cambio	Prevemos que el tipo de cambio muy probablemente se ubique en torno a 18.50 y 19.20 pesos por dólar a finales de 2025 y 2026, respectivamente.

Debilidad de la demanda interna en 2S25

El PIB cayó (-)0.3% TaT en 3T25, ante el prolongado debilitamiento de la demanda interna. El consumo privado pierde impulso en un contexto de crecimiento limitado de la masa salarial real y pérdida de confianza del consumidor (el gasto privado crece solamente 0.1% AaA al mes de septiembre, acumulado en el año, 3.3 pp por debajo de la cifra registrada en el mismo periodo de 2024). De acuerdo con los últimos datos del IMSS, la masa salarial real registró en octubre un crecimiento de 4.2% (ae), 5.5 pp por debajo de su máximo histórico de 9.8% de junio de 2023. La inversión fija bruta, por su parte, registra una contracción de (-)7.3% AaA al mes de septiembre (acumulado), ante el entorno de prolongada incertidumbre derivado de la recién implementada reforma judicial, las reformas a la Ley de Amparo, la sugerencia de que casos previamente juzgados pueden reabrirse y a la incertidumbre en la política comercial de EE.UU. A lo anterior se suma la consolidación del gasto público, el efecto base derivado de la finalización de las obras insignia del gobierno federal y los efectos de una política monetaria sumamente restrictiva, considerando los rezagos con que actúa dicha política. Tal como lo señalan los datos más recientes del INEGI, la inversión pública cayó (-)21.9% AaA al mes de agosto (acum.), y la inversión privada (-)8.7% durante el mismo periodo. Esto es motivo de preocupación dado que la caída en la inversión no solamente afecta el crecimiento contemporáneo, sino que también compromete la capacidad de crecimiento futuro.

Por el lado de la oferta, el sector terciario sostiene a la economía con un crecimiento de 1.2% AaA al cierre de 3T25 (acum.), con los servicios profesionales y de apoyo a negocios mostrando el mayor dinamismo. Los servicios turísticos (hoteles y restaurantes) y el comercio al por mayor (más vinculado a la industria) constituyen los únicos componentes que registran contracción (-3.0% y -5.3%, AaA, acum., respectivamente). La industria por su parte reporta una caída de (-)1.5% AaA al cierre de 3T25 (acum.), con la minería reportando la mayor caída (-8.5% AaA, acum.), seguido del segmento de la construcción (-2.8% AaA, acum.). La manufactura registra un estancamiento (0.0% AaA, acum.), con el segmento automotriz reportando una disminución de (-)4.6% en lo que va del año (acum.). Anticipamos que la debilidad en el sector de la construcción se extenderá hacia los siguientes meses, respondiendo a la contracción del segmento no residencial, en un entorno de elevada incertidumbre, tanto interna como externa. La manufactura por su parte, mantendrá un crecimiento modesto, ante el menor dinamismo de la demanda del sector automotriz en EE.UU.

Si bien el adelanto de pedidos de exportación en EE.UU. evitó la caída en la actividad económica en la primera mitad del año, los datos más recientes sugieren que el efecto fue temporal, con la producción total perdiendo impulso en el segundo semestre, ante el prolongado deterioro de la demanda interna y la desaceleración de la externa. A lo anterior se suma la revisión a la baja que realizó el INEGI sobre el crecimiento de los tres primeros trimestres de este año, lo que imprime un sesgo a la baja sobre nuestra estimación de crecimiento para 2025 (BBVA 0.7%). Anticipamos una gradual recuperación en 2026 (BBVA 1.2%), con una paulatina recuperación del empleo y el consecuente efecto favorable sobre la masa salarial real. Una consolidación fiscal significativamente más moderada, y menor incertidumbre, respaldarían gradualmente la recuperación de la inversión.

El mercado laboral continúa mostrando cierta estabilidad con bajas tasas de desempleo, pero en un contexto de mayor informalidad y con una clara debilidad en la creación de empleo formal.

Con base en la información de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE) del Instituto Nacional de Estadística y Geografía (INEGI), en octubre la tasa de participación laboral se ubicó en 59.9%, lo que representó una disminución de 0.32 puntos porcentuales respecto al año previo. Esta menor presión sobre el mercado laboral contribuyó a que la tasa de desempleo permaneciera en 2.6% en cifras desestacionalizadas, nivel significativamente por debajo del promedio histórico de 4.0% desde 2005. No obstante, se observó un aumento importante en la informalidad laboral, que alcanzó 55.4% en octubre en cifras desestacionalizadas, 1.5 puntos porcentuales por encima del dato del año anterior. Esto implica que la relativa estabilidad de la tasa de desempleo está directamente vinculada al bajo crecimiento de la fuerza laboral y al incremento de la informalidad.

Por otra parte, cifras del Instituto Mexicano del Seguro Social (IMSS) indican que en noviembre el empleo formal creció 0.9% anual, mientras que la variación mensual fue de apenas 0.04% en su serie desestacionalizada, la tercera más baja desde 2010. De enero a noviembre se han generado 599 mil empleos formales, cifra 3.2% inferior a la del mismo periodo del año pasado, que ya mostraba debilidad, y 30.3% por debajo del promedio de los tres años previos. Esto evidencia una desaceleración más profunda y un estancamiento reciente, esto incluso considerando la contribución de aquellos trabajadores de plataformas digitales que cumplen con el umbral de ingreso para ser registrados como formales.

En el ámbito salarial, los salarios reales crecieron 3.5% anual en octubre, mientras que la masa salarial real aumentó 4.2%. Con nuestro pronóstico de inflación para noviembre (0.56% mensual), estimamos que el salario real crecerá 3.1% anual y la masa salarial 4.1%, ambos mostrando también señales de desaceleración y estancamiento.

En conjunto, los datos recientes apuntan a un mercado laboral debilitado: baja tasa de desempleo, pero acompañada de un aumento en la informalidad, una limitada generación de puestos formales y un crecimiento más moderado del salario real, lo que continúa restringiendo la dinámica de la masa salarial. Bajo este escenario, estimamos que el empleo formal crecerá 0.9% en 2025 y mostrará una recuperación gradual hacia 2026, cuando podría avanzar 1.9%, en un contexto en el que la actividad económica seguirá limitando la generación de empleo y el desempeño del ingreso laboral ([Gráfica 2](#)).

Inflación general se mantiene dentro del intervalo de variabilidad; la tendencia al alza de la inflación subyacente se ha detenido

Como resultado de un menor ritmo de aumento de la inflación de mercancías, una ligera desaceleración de la de servicios, una disminución en la inflación no subyacente, y efectos base favorables, el repunte de la inflación general que se observó durante el segundo trimestre se revirtió en el 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 3.6% AaA en el tercero. En octubre se ubicó en 3.6% AaA, y prevemos que promedie 3.7% AaA en el cuarto trimestre. Así, mantenemos sin cambios nuestra expectativa de que, tras la volatilidad observada en el segundo y tercer trimestres, la inflación se estabilice en un promedio de 3.7% AaA en el cuarto trimestre, cerrando el año en 3.8% AaA, dentro del intervalo objetivo del Banco de México.

La inflación subyacente, la que mejor refleja la tendencia de la inflación de mediano plazo, exhibió una tendencia al alza en el segundo y tercer trimestres, que se ha detenido al inicio del cuarto trimestre. Tras promediar 3.6% AaA en el primer trimestre, aumentó a 4.1% AaA en el segundo trimestre y a 4.2% en el tercero. Al cierre del tercer trimestre se ubicó en 4.3% AaA, mismo nivel en el que permaneció en octubre. Prevemos un promedio de 4.3% AaA en el último trimestre y que se ubique en 4.2% AaA al cierre del año (+0.1pp respecto a nuestro pronóstico previo), 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 el ritmo de aumento de la inflación de mercancías se ha moderado durante julio-octubre a 0.24 MaM, el de la inflación de servicios no se ha moderado: su promedio de 0.33% MaM en este periodo es prácticamente idéntico al del primer semestre. No obstante, el menor ritmo de aumento de la inflación de mercancías ha permitido que se detenga la tendencia al alza de la inflación subyacente.

Aunque la inflación de servicios se ha moderado lentamente, la debilidad de la demanda agregada debería ejercer presión a la baja sobre la inflación de servicios y debería seguir propiciando aumentos moderados de la inflación de mercancías. En ausencia de choques, esto provocaría una tendencia descendente de la inflación subyacente hacia delante. No obstante, el aumento del IEPS a algunos productos así como la aplicación de aranceles a productos provenientes de países con los que México no tiene tratados de libre comercio, provocarán un aumento adicional en el primer trimestre del próximo año que deberá ser transitorio. Anticipamos que tras estabilizarse en 4.3% AaA en el cuarto trimestre de este año, aumentará a 4.5% AaA en enero y 4.4% AaA en promedio en el primer trimestre de 2026, antes de moderarse a 4.0% AaA en el segundo trimestre del próximo año, y descender a un promedio de 3.8% en el segundo semestre de 2026, mismo nivel en el que anticipamos se ubicará en diciembre del próximo año.

Así, el aumento transitorio en 1T26 interrumpirá de forma temporal el proceso de desinflación el próximo año. Antes de conocerse el aumento del IEPS en algunos productos preveíamos que la inflación entraría en una nueva etapa, situándose por debajo del promedio histórico observado desde la adopción de la meta de 3.0% AaA. En ese escenario, anticipábamos que

tanto la inflación general como la subyacente cerrarían 2026 en 3.5% AaA, nivel que consideramos consistente con el equilibrio de largo plazo. Ahora prevemos que el efecto del aumento de dichos impuestos implicará 0.3pp más de inflación, por lo que nuestros nuevos pronósticos tanto para la inflación general como la subyacente son de 3.8% para el cierre de 2026.

Si bien los riesgos a la baja siguen cobrando más relevancia en nuestra opinión por la debilidad de la economía, y el riesgo al alza asociado a una posible depreciación del peso luce cada vez menos probable, sobre todo considerando que el grado de traspaso de tipo de cambio a precios suele ser cercano a cero en situaciones en que la brecha de producto es negativa, la persistencia de la inflación de servicios a pesar de la debilidad de la demanda, que sigue sorprendiendo, representa un riesgo al alza para nuestros pronósticos. ([Gráficas 3 y 4](#)).

Con la política monetaria ya en el rango neutral, la continuidad del ciclo de recortes de Banxico enfrentará un espacio más limitado el próximo año

En octubre, la Fed recortó su tasa de referencia en 25 pb por segunda reunión consecutiva, llevándola a un rango de 3.75-4.00%. El comunicado volvió a señalar que los riesgos a la baja para el empleo han aumentado en los últimos meses. Aun así, Powell, el presidente de dicha institución, advirtió que un recorte en diciembre no estaba asegurado, en un intento por moderar las expectativas de mercado que entonces descontaban un ciclo lineal de recortes. Datos recientes—aunque aún limitados tras el cierre del gobierno—sugieren que la actividad estadounidense se mantiene resiliente gracias a la inversión vinculada a la IA. Al mismo tiempo, persiste la incertidumbre en torno al mercado laboral. En este contexto, aunque el voto probablemente estará dividido, las posturas más recientes de algunos miembros clave del FOMC y la debilidad del mercado laboral apuntan a un apoyo mayoritario para un tercer recorte consecutivo de 25 pb esta semana. Hacia adelante, anticipamos que la Fed se tomará un tiempo para evaluar los efectos acumulados de los recortes antes de retomar el ciclo hacia mediados de 2026, cuando prevemos que la tasa converja hacia un nivel terminal de 3.25%.

En México, la postura monetaria de Banxico entró finalmente en el rango de neutralidad tras la decisión de noviembre, un hito relevante luego de tres años de postura restrictiva y más de dos años y medio de restricción desde que la tasa alcanzó 11.25% en marzo de 2023 hasta ubicarse ahora en 7.25%. El comunicado de noviembre fue, sin embargo, menos *dovish*: subrayó el riesgo de persistencia de la inflación subyacente y ajustó la orientación prospectiva al indicar que se “valorará recortar la tasa de referencia”, reemplazando el mensaje previo de considerar “recortes adicionales”. Las minutas también reflejaron un menor consenso sobre la trayectoria futura de la postura monetaria, pues solo un miembro apoyó explícitamente que la tasa real “debe adentrarse” más en el intervalo neutral. Aun así, durante el Informe Trimestral se reiteró que la holgura prevista para la actividad económica permitiría continuar gradualmente con el ciclo de recortes en 2026, incluso tras el impacto inflacionario derivado de los cambios al IEPS.

En este contexto, y dado el bajo dinamismo de la actividad y del empleo formal, así como la estabilidad del peso, seguimos anticipando un recorte de 25 pb este mes. No obstante, ahora estimamos que Banxico hará una pausa en el 1T26 antes de aplicar dos reducciones adicionales que llevarían la tasa a un nivel de 6.50% ([Gráfica 5](#)).

Prevemos que la curva de rendimientos avanzará hacia niveles de equilibrio, si bien el espacio para nuevos ajustes a la baja se ha reducido

En EE. UU., los rendimientos de los bonos gubernamentales repuntaron moderadamente en noviembre tras el recorte con sesgo *hawkish* de la Fed y la consecuente revisión de las expectativas sobre la trayectoria de la política monetaria. La curva se desplazó de forma casi paralela, con spreads por plazo relativamente estables, lo que sugiere que el reciente movimiento no respondió a cambios significativos en las primas de riesgo asociadas a la percepción de riesgos fiscales e institucionales. Las expectativas de inflación implícitas en los bonos del Tesoro se han mantenido bien ancladas. Por otro lado, algunas señales emergentes de tensión en el mercado de dinero llevaron a la Fed a anunciar el fin de la reducción de su hoja de balance, al considerar que las reservas bancarias han pasado de ser “abundantes” a “amplias”. Seguimos anticipando que el rendimiento del bono del Tesoro a 10 años continuará oscilando ligeramente por encima de 4% en los próximos meses.

En México, el descenso de los rendimientos a lo largo de la curva se detuvo en meses recientes tras la corrección acumulada durante el año. Esta caída acumulada en el año estuvo impulsada principalmente por una reducción significativa en las prima de riesgo país, que probablemente se relacionan con el desempeño favorable del peso y el mercado accionario a lo largo del 2025. En adelante, anticipamos que las tasas continuarán acercándose gradualmente a sus niveles de equilibrio, aunque el menor margen de Banxico para seguir relajando su postura reduce de manera natural el espacio para nuevos descensos a lo largo de todos los plazos. En este contexto, prevemos ajustes adicionales, pero más acotados, consistentes con un ciclo de flexibilización que avanzará a un ritmo más gradual conforme la política monetaria se adentra en terreno neutral.

En nuestro escenario base, proyectamos que el rendimiento de los Bonos M a 10 años cerrará el año 2025 en torno a 8.8% y a 8.2% a finales de 2026 ([Gráfica 6](#)).

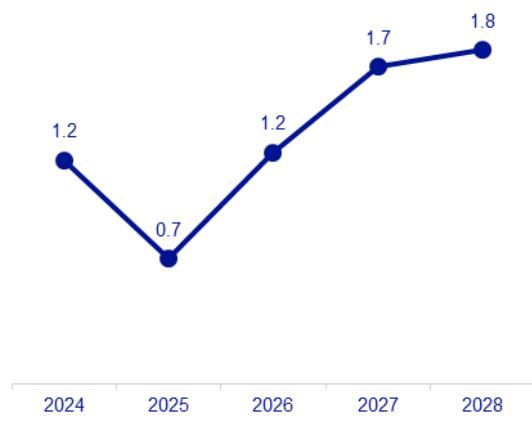
El Saldo Histórico de los Requerimientos Financieros del Sector Público se mantendrá estable en torno a 51.4% en 2025

Después de haber analizado el Informe sobre las Finanzas Públicas al Tercer Trimestre de 2025 que presentó la SHCP, prevemos que el Saldo Histórico de los Requerimientos Financieros del Sector Público (SHRFSP) será 51.4% 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, el cada vez menor espacio fiscal y la ausencia de una reforma fiscal que

aumente la recaudación tributaria, nos hacen prever que esta consolidación difícilmente podrá avanzar 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, el pago de pensiones, tanto de trabajadores del sector público como del privado, 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 2.5% del PIB para mantener la deuda pública en 51.4% durante el periodo 2026-2030, lo que representará un reto enorme de política fiscal que resultaría en presiones a la baja en el crecimiento económico. 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 2026-2030, entonces la deuda podría aproximarse a 57.6% 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.

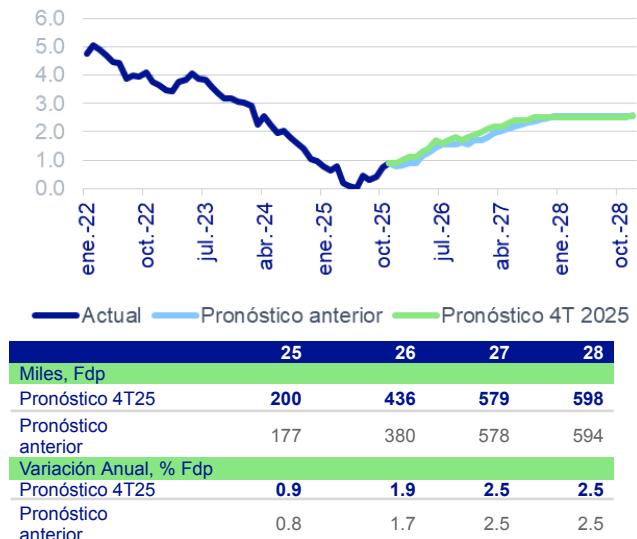
En lo que corresponde al peso mexicano, se anticipa que mostrará una ligera depreciación en 2026 al verse afectado por el menor crecimiento económico proyectado para México con respecto a Estados Unidos. Se prevé que el tipo de cambio muy probablemente se ubique en torno a 18.50 y 19.20 pesos por dólar a finales de 2025 y 2026, respectivamente.

GRÁFICA 1. PIB



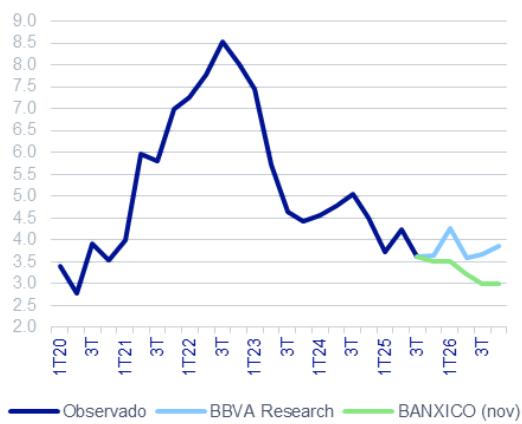
Fuente: INEGI, BBVA Research

GRÁFICA 2. PERSPECTIVAS PARA EL EMPLEO FORMAL



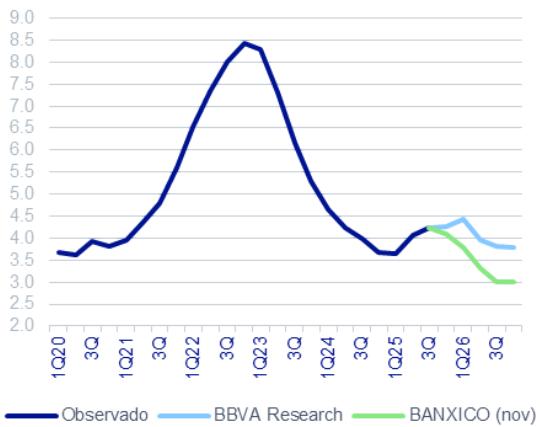
Fuente: BBVA Research, IMSS

GRÁFICA 3. INFLACIÓN GENERAL (VAR. % ANUAL)



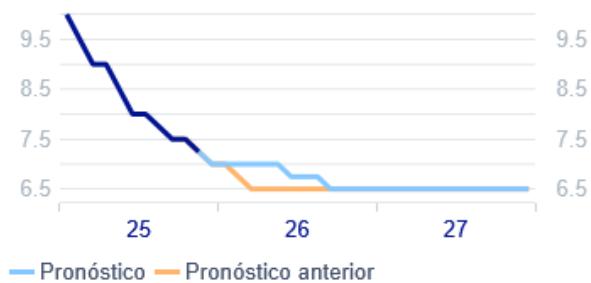
Fuente: BBVA Research, INEGI

GRÁFICA 4. INFLACIÓN SUBYACENTE (VAR. % ANUAL)



	25	26	27
Pronóstico 4T25 (fdp)	4.2	3.8	3.5
Pronóstico anterior	4.1	3.5	3.5

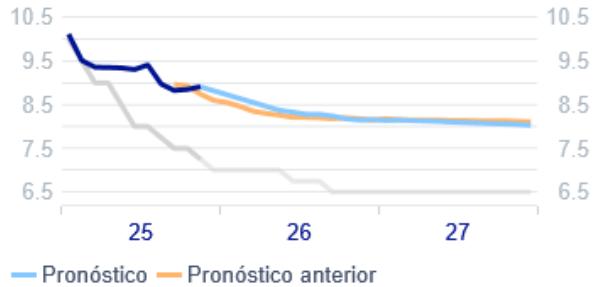
Fuente: BBVA Research, INEGI

GRÁFICA 5. TASA DE REFERENCIA DE BANXICO (%)


— Pronóstico — Pronóstico anterior

	25	26	27
Pronóstico 4T25	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 (%)


— Pronóstico — Pronóstico anterior

	25	26	27
Pronóstico 4T25	8.8	8.2	8.0
Pronóstico anterior	8.6	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.bbvareresearch.com.