

Análisis macroeconómico

¿Cómo la posible sobrevaluación del peso podría afectar a la economía mexicana?

Arnulfo Rodríguez

La apreciación persistente del peso mexicano ha generado un debate importante sobre sus efectos sobre la estructura productiva y el crecimiento económico del país. Aunque un peso fuerte tiene beneficios inmediatos sobre inflación, consumo y estabilidad financiera, la literatura sobre las desalineaciones cambiarias sugiere que una sobrevaluación sostenida podría deteriorar gradualmente la capacidad productiva de los sectores de bienes transables, particularmente la manufactura exportadora y las cadenas de suministro asociadas. En esta discusión retomamos el mecanismo planteado por el documento *Exchange rate misalignments, growth, and institutions* (publicado en la revista académica *Empirical Economics* en mayo de 2024): un tipo de cambio desalineado afecta la competitividad, la rentabilidad y, posteriormente, la inversión y el crecimiento económico.

Efectos de la sobrevaluación sobre el sector de bienes transables

El principal canal de transmisión de una sobrevaluación cambiaria ocurre a través del sector de bienes transables, especialmente la manufactura orientada a la exportación. En el caso mexicano, esto incluye sectores estratégicos como el automotriz, productos electrónicos, maquinaria y la manufactura asociada a la inteligencia artificial.

Un peso apreciado incrementa los costos medidos en dólares de los factores internos de la producción, particularmente: salarios, logística, energía y servicios locales. Dado que los precios internacionales de exportación están determinados por los mercados globales, muchas empresas no pueden trasladar estos mayores costos al precio final. Como consecuencia, los márgenes de rentabilidad se comprimen.

Este efecto es especialmente relevante para proveedores pequeños y medianos integrados a las cadenas manufactureras globales. Por lo general estos proveedores operan con márgenes reducidos, tienen poco poder de mercado (p.ej. fijación de precios) y limitado acceso a coberturas cambiarias o financiamiento. Por ello, una significativa apreciación del peso podría reducir significativamente sus utilidades y, con ello, su capacidad de inversión.

La literatura citada sostiene que este mecanismo opera a través de la acumulación de capital: menores márgenes implican menores incentivos para invertir en capacidad productiva, innovación y expansión de proveedores locales. Así, el problema no necesariamente se refleja en una caída o

en un menor crecimiento de las exportaciones manufactureras en el corto plazo, sino en un debilitamiento gradual de la profundidad industrial de la economía y, consecuentemente, en un crecimiento económico de menor calidad. Es decir, el crecimiento se vuelve menos sostenible, productivo y poco promotor del bienestar material de una sociedad.

El riesgo de un *nearshoring* más “superficial”: un desarrollo manufacturero menos amplio y profundo

La sobrevaluación del peso también podría estar afectando las decisiones de localización de la inversión extranjera directa (sobre todo la que se refiera a las nuevas inversiones). Las empresas globales comparan constantemente los costos relativos entre México y otros destinos manufactureros como Vietnam, China o Europa del Este. Un peso fuerte reduce parte de la ventaja de costos laborales, logísticos y operativos que México ofrece como plataforma exportadora.

Aunque México sigue siendo favorecido por ciertos factores estructurales como la cercanía con Estados Unidos, la integración comercial bajo el T-MEC (que le ha permitido tener una posición relativa favorable ante los aranceles de Estados Unidos) y la reconfiguración de cadenas globales de valor, la significativa apreciación del peso podría provocar retrasos en proyectos de inversión, reducción de escalas productivas, menor integración de proveedores nacionales y sustitución de insumos locales por importados. El riesgo más preocupante no es necesariamente una interrupción del *nearshoring*, sino que éste se vuelva más “superficial”: más ensamblaje y menos integración industrial interna que implique un menor valor agregado nacional.

¿Por qué México no es totalmente vulnerable a la sobrevaluación del peso?

A pesar de estos riesgos, México posee características estructurales que amortiguan parcialmente los efectos negativos de un peso fuerte.

1. Integración con Estados Unidos

La demanda externa proveniente de Estados Unidos continúa siendo sólida y sostiene buena parte de la producción manufacturera mexicana. Esto reduce la sensibilidad inmediata de las exportaciones a movimientos cambiarios.

2. Estructura maquiladora

Muchas exportaciones manufactureras mexicanas utilizan una alta proporción de insumos importados. Esto implica que la apreciación del peso también abarata componentes, maquinaria y bienes intermedios importados, compensando parcialmente el deterioro de competitividad.

Sin embargo, la parte vulnerable es el valor agregado nacional: salarios, servicios locales, logística y proveedores nacionales. Es decir, la presión recae principalmente sobre la capa productiva mexicana dentro de las cadenas globales.

3. Flujos financieros y fortaleza macroeconómica

México también cuenta con mercados financieros líquidos y profundos, relativas altas tasas de interés reales, fuertes entradas de capital y estabilidad macroeconómica. Estos factores sostienen temporalmente la apreciación del peso sin generar desequilibrios inmediatos.

Efectos sobre el sector servicios

Una sobrevaluación persistente del peso también podría generar una gradual reasignación de recursos hacia sectores no transables, particularmente los servicios. Un peso fuerte abarata bienes importados, reduce la inflación de mercancías e incrementa el poder adquisitivo real de los hogares. Como consecuencia, *ceteris paribus*, aumenta el consumo en restaurantes, entretenimiento, salud, educación, comercio y servicios financieros. Al mismo tiempo, muchos servicios utilizan insumos importados, cuyo costo disminuye con la apreciación del peso. Esto mejora sus márgenes relativos frente al sector manufacturero. Por ello, la economía podría seguir creciendo en el corto plazo incluso mientras el sector de bienes transables pierde dinamismo. El crecimiento entonces se desplazaría hacia consumo, servicios, comercio e importaciones (más de bienes de consumo que intermedios).

Persistencia de la inflación en servicios

Un fenómeno importante observado recientemente en México es que, aun con un peso fuerte y la inflación anual del componente subyacente de mercancías por debajo de 4% al mes de abril, la inflación anual de los servicios sigue mostrando rigidez a la baja y permanece relativamente elevada (4.5% en abril). Esto podría deberse a varias razones, entre las que destacan: los servicios son intensivos en el uso del factor trabajo, dependen principalmente de la demanda interna y, por su misma naturaleza, tienen una menor competencia internacional.

Dada la presunta holgura (que pudiera ser menor o de plano no existir porque la brecha del producto no es estadísticamente diferente a cero) por la que atraviesa la economía mexicana desde finales de 2024 según las estimaciones de Banxico reportadas en su Informe Trimestral Octubre-Diciembre 2025, resulta difícil explicar la persistencia de la inflación de los servicios en niveles relativamente altos. Al considerar que el factor trabajo se usa de manera intensiva en los servicios, es muy probable que aumentos continuos al salario (que no estén justificados por ganancias acumuladas en la productividad laboral) terminan reflejándose en mayores precios. Por su parte, la posible reasignación en curso de los recursos de la economía mexicana hacia los servicios también podría ser una causa de presión inflacionaria en los mismos al estar apretando el mercado laboral de este sector.

La apreciación significativa del peso aumenta el ingreso real y ayuda a sostener el consumo interno, lo que mantiene presión sobre salarios, rentas, servicios educativos, restaurantes y vivienda. Así, un peso fuerte podría simultáneamente contribuir a una menor inflación de los bienes transables y ser un factor relevante que, en combinación con otros, estaría manteniendo la inflación de los servicios persistente.

Riesgos de mediano plazo para el crecimiento económico

Del documento *Exchange rate misalignments, growth, and institutions* se podría inferir que los efectos de la sobrevaluación no suelen manifestarse inmediatamente mediante crisis económicas o colapsos exportadores. Más bien, estos operan gradualmente mediante cambios estructurales como los siguientes: menor acumulación de capital físico, humano y organizacional en manufactura, debilitamiento de proveedores locales, menor sofisticación industrial y menor crecimiento de la productividad total de los factores (PTF).

En este sentido, el mayor riesgo para México no es una recesión económica en el corto plazo, sino una erosión gradual de la calidad y profundidad del crecimiento económico. Por crecimiento profundo entendemos uno basado en PTF, cadenas productivas y desarrollo industrial mientras que un crecimiento “superficial” estaría impulsado por consumo, servicios y abaratamiento de importaciones. La preocupación relevante es que una sobrevaluación persistente del peso esté incentivando el segundo tipo de crecimiento en detrimento del primero.

Conclusiones

La significativa apreciación del peso mexicano de los últimos 12 meses ha apoyado el consumo interno y el desempeño del sector servicios; sin embargo, también genera presiones importantes sobre el sector de bienes transables, particularmente sobre manufactura exportadora y proveedores nacionales con bajos márgenes de utilidad.

México no es completamente vulnerable a esta apreciación debido a varios factores, entre los que sobresalen: su integración comercial y financiera con Estados Unidos, el impulso del *nearshoring* (que podría reanimarse con una renegociación relativamente exitosa del T-MEC), la estructura maquiladora y la estabilidad macroeconómica.

No obstante, la literatura sobre desalineaciones cambiarias nos deja entrever que una sobrevaluación sostenida podría deteriorar gradualmente la inversión manufacturera (y más en un contexto de debilitamiento institucional), limitar el desarrollo de cadenas de suministro locales y reducir la profundidad industrial del crecimiento económico.

En consecuencia, el principal riesgo para México no es una recesión económica en el corto plazo, sino un patrón de crecimiento cada vez más apoyado en servicios y consumo, con menor

fortalecimiento de la capacidad productiva nacional y menor crecimiento de la PTF en el mediano plazo.

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.bbvaresearch.com.