

JUNIO DE 2024



# | Después del 2 de junio

¿Qué esperar para los mercados y la economía?

#wearevitalis

# | AGENDA

01-02 ¿Qué pasa cuando hay un cambio de gobierno?

Economía

Finanzas y mercados

03-04 ¿Qué podemos esperar a corto y mediano plazo?

Corto plazo

Retos a mediano plazo

05 Por último



## 01. ECONOMÍA:

# ¿Qué pasa cuando hay un cambio de gobierno?

### A. Incertidumbre

Cuando entra una administración nueva, el sector privado enfrenta:

**Nuevos interlocutores:** Tiene que encontrar a los funcionarios que escuchen y puedan atender necesidades, así como establecer una relación con ellos. Esto lleva tiempo.

**Nuevas políticas:** Todo gobierno nuevo trae nuevas políticas y prioridades que pueden tener impactos significativos en los sectores afectados. Estas sólo se expresan vagamente en las campañas y tardan tiempo en articularse una vez que hay cambio de mandos (especialmente en presupuestos).

# 01. ECONOMÍA:

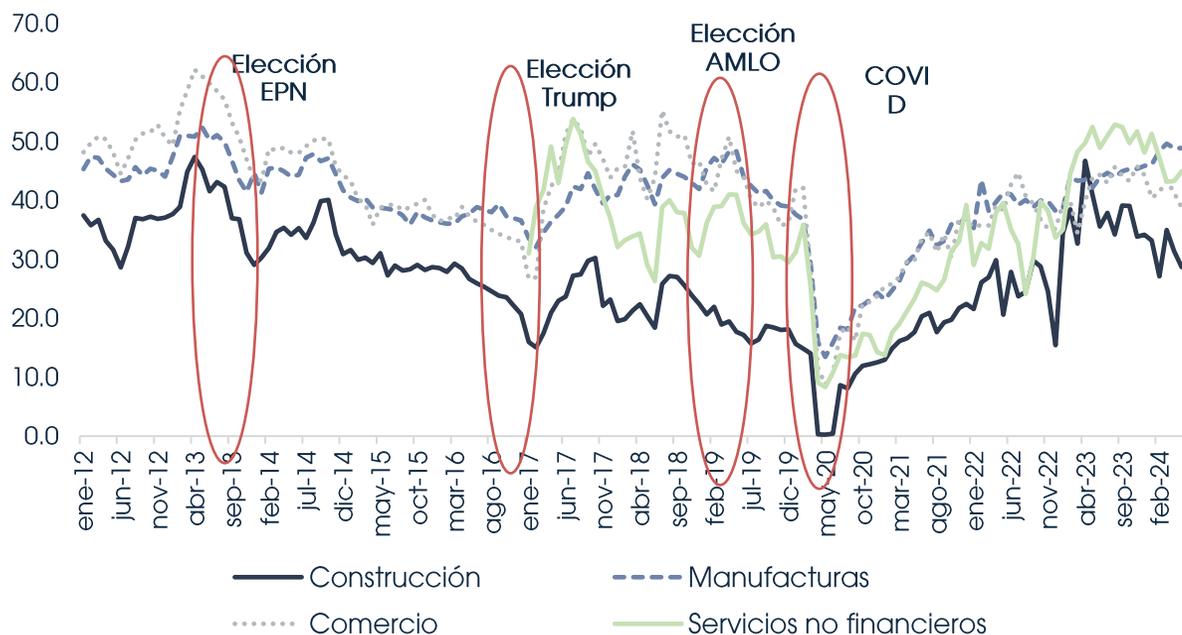
## ¿Qué pasa cuando hay un cambio de gobierno?

### A. Incertidumbre: El impacto en la confianza del sector privado

La incertidumbre reduce la confianza de las empresas para invertir y crecer. Esto lo observamos claramente en encuestas a empresas y en las cifras de inversión.

Claro, también puede haber choques de confianza en otros momentos (elección de Trump, COVID) y por otras CAUSAS.

Encuesta Mensual de Opinión Empresarial: Momento para invertir en el país y la empresa



Inversión real privada (var. % anual)





## 01. ECONOMÍA:

¿Qué pasa cuando hay un cambio de gobierno?

### B. Capacidad de gestión al interior del gobierno

**Nuevo personal:** Muchas veces hay cambios significativos de personal en las dependencias y tienen una curva de aprendizaje que puede reducir significativamente el ejercicio de presupuestos y aumentar los tiempos de decisión. Esto es especialmente relevante cuando hay una transición de un partido a otro.

**Nueva organización:** Con una nueva administración, es común que haya cambios de organización (nuevas dependencias, consolidación de instituciones, reasignación de funciones ). Esto también puede entorpecer la capacidad de gestión por un tiempo.

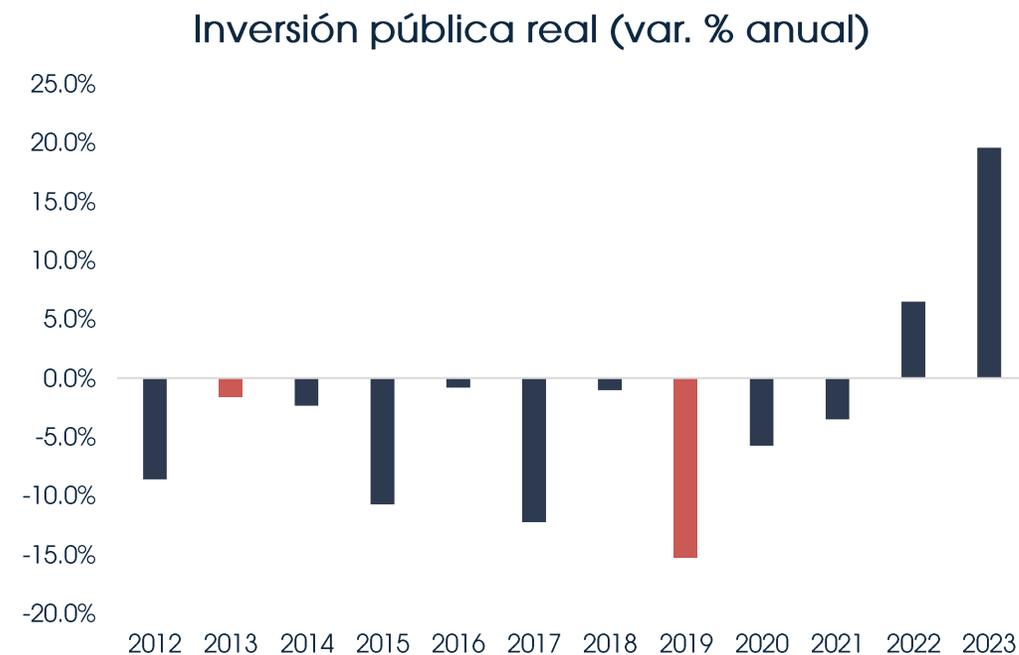
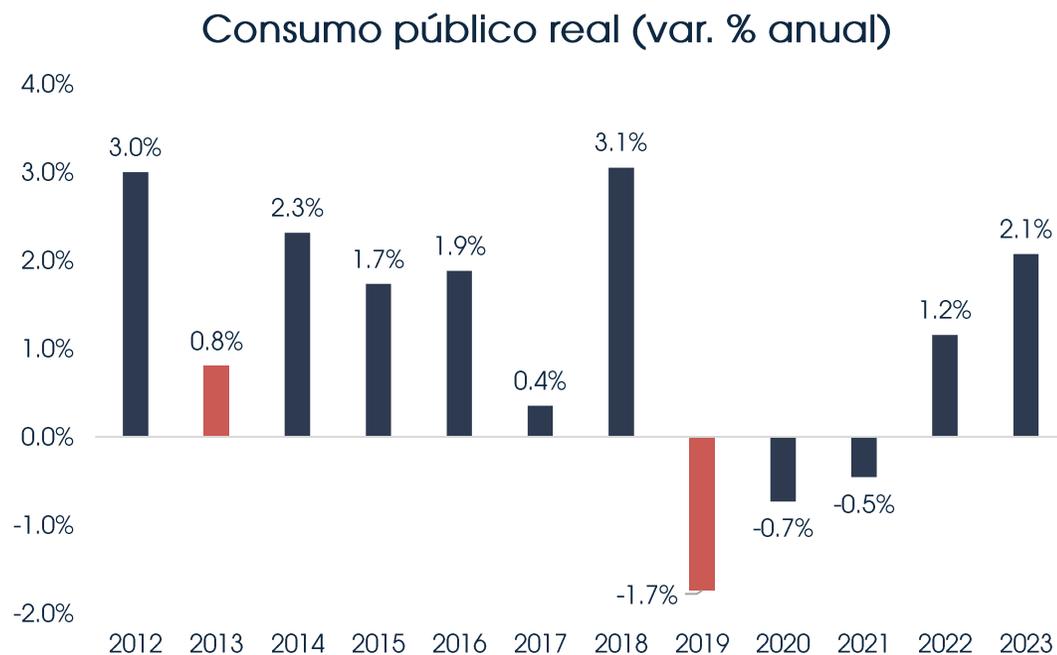
# 01. ECONOMÍA:

## ¿Qué pasa cuando hay un cambio de gobierno?

### B. Capacidad de gestión al interior del gobierno

El consumo y la inversión del sector público tienen mal desempeño en años de transición (sin olvidar la necesidad de reducir el gasto tras el despilfarro en años electorales).

Nuevamente, no son los únicos años con mal desempeño, pero claramente no ayuda.



## 01. ECONOMÍA:

### ¿Qué pasa cuando hay un cambio de gobierno?

#### C. Resaca post-electoral

Los gobiernos en turno suelen elevar el gasto y déficit público en años electorales, aunque la magnitud es variable. Para no desequilibrar las finanzas públicas de arranque, el gobierno entrante a veces tiene que hacer una consolidación fiscal.

Este no fue un factor tan relevante en 2012-2013 y 2018-2019, pero sin duda lo será en 2025, ya que el gobierno entrante deberá reducir el déficit en casi 3 puntos porcentuales. Esto implica recortes principalmente al gasto de capital, pero también al gasto corriente.

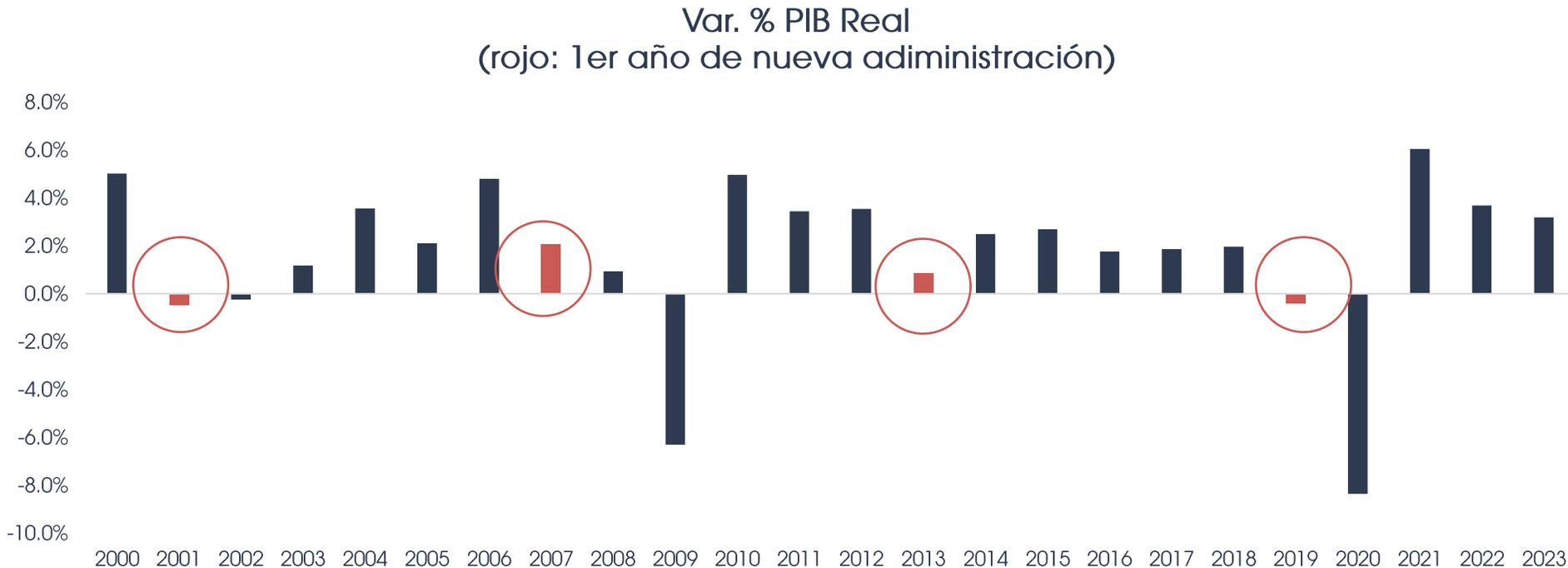


## 01. ECONOMÍA:

# ¿Qué pasa cuando hay un cambio de gobierno?

D. Resumen: Los primeros años de gobierno no son buenos en términos económicos

La combinación de menor dinamismo (o incluso caída) en la inversión privada y gasto público llevan a que el primer año de los sexenios históricamente sea de muy bajo crecimiento.



## 02. FINANZAS Y MERCADOS:

### ¿Qué pasa cuando hay un cambio de gobierno?

Ya establecimos que el primer año de gobierno es relativamente negativo. En principio, podemos esbozar los posibles impactos en variables financieras clave:

La actividad económica débil debería favorecer reducciones en la inflación y, consecuentemente, menores tasas de interés.

Las ganancias corporativas crecen por debajo del promedio y la incertidumbre aumenta, lo cual tiende a ser negativo para las acciones.

La combinación de estos factores debería favorecer un tipo de cambio más débil

En la práctica, la situación es más compleja porque las variables financieras internas también están muy influenciadas por lo que pasa en el exterior.

Por ejemplo, aunque los factores internos pueden presionar las tasas de interés a la baja, si la Reserva Federal está subiendo su tasa, el efecto neto es incierto.

Lo mismo sucede con acciones. Si hay un boom bursátil mundial, esto puede contrarrestar los factores internos.

## 02. FINANZAS Y MERCADOS:

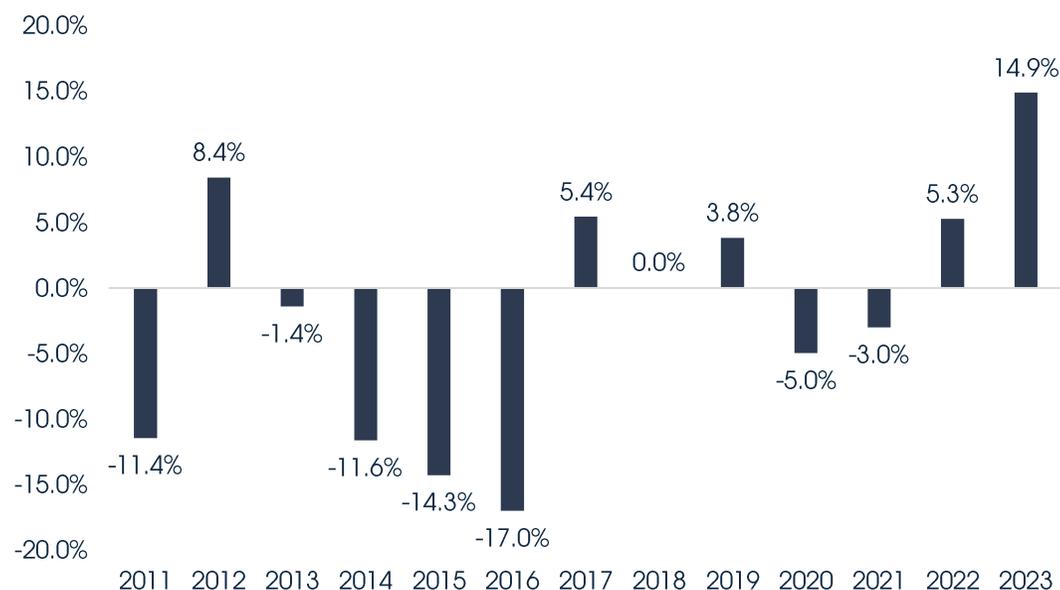
# ¿Qué pasa cuando hay un cambio de gobierno?

### A. Tipo de cambio

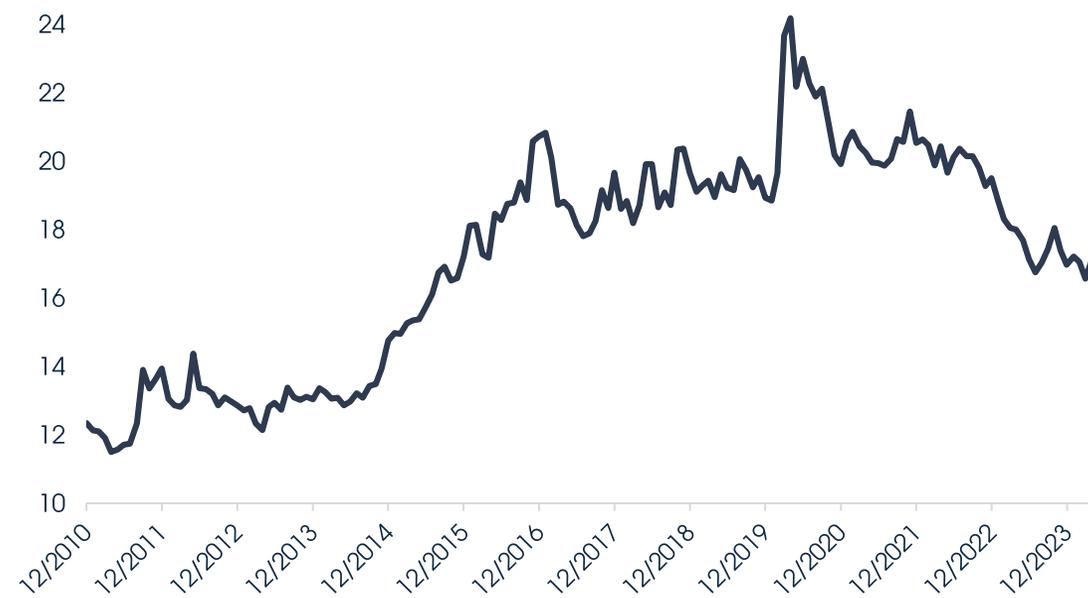
Históricamente, los mexicanos lo vemos como el indicador de confianza por excelencia y el mayor riesgo en periodos post-electorales. Pero los datos muestran claramente que en 2013 y 2019 los movimientos fueron marginales. No quiere decir que en 2024 este sea el caso, pero por lo menos podemos señalar que la turbulencia cambiaria electoral no es automática.

De hecho, los movimientos cambios reflejaron más temas externos (elección de Trump en 2016, caída del petróleo en 2015, COVID, alto diferencial de tasas en 2023) que internos propiamente.

Apreciación (+) y depreciación (-) del peso frente al USD (% anual)



MXN/USD



## 02. FINANZAS Y MERCADOS:

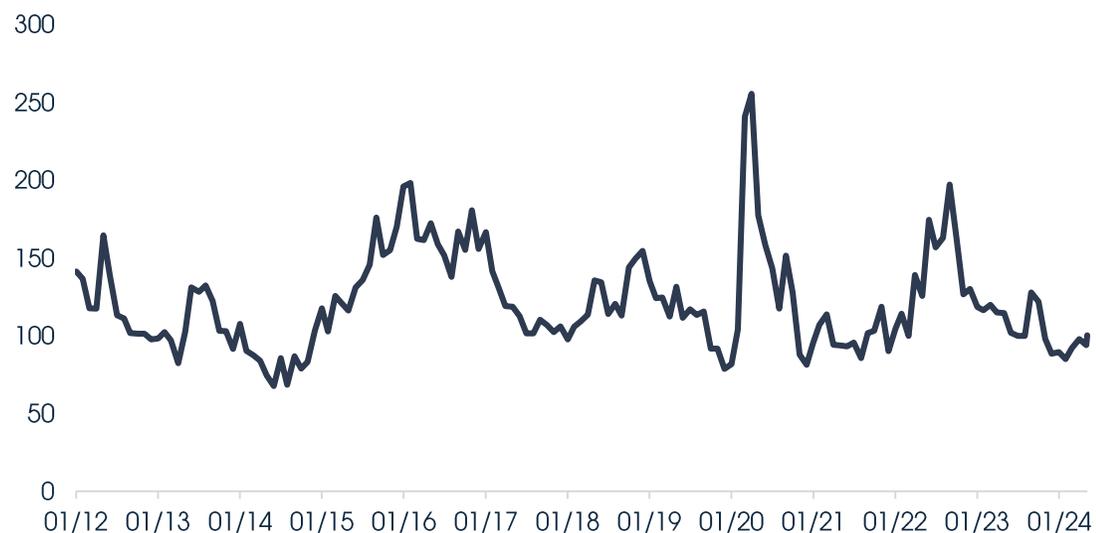
# ¿Qué pasa cuando hay un cambio de gobierno?

### A. Tipo de cambio

En este tema también cabe examinar cómo reaccionan los inversionistas extranjeros. Hay muchas formas de medir esto, pero veamos los spreads que miden la probabilidad de incumplimiento en deuda mexicana en dólares (CDS) y su adquisición de valores mexicanos.

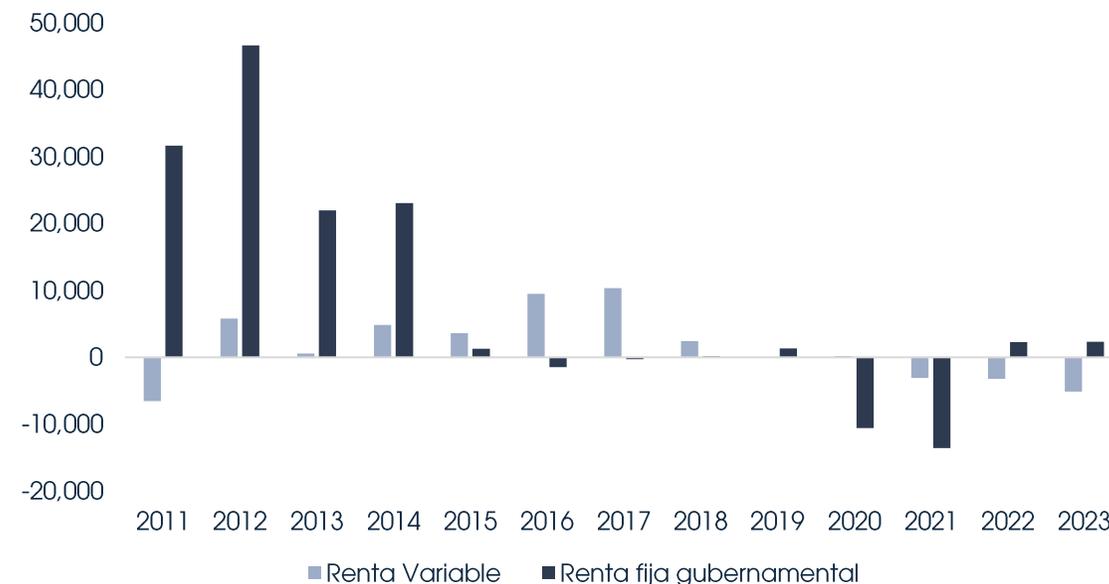
Los spreads no muestran una volatilidad o tendencia negativa mayor al promedio en estos años, a la vez que la inversión en valores parece mantenerse conforme a tendencias en años previos.

Spread CDS 5 años bonos UMS (puntos básicos)



Fuente: Bloomberg

Adquisición neta de títulos mexicanos por no residentes (Mill. USD)



Fuente: Banco de México

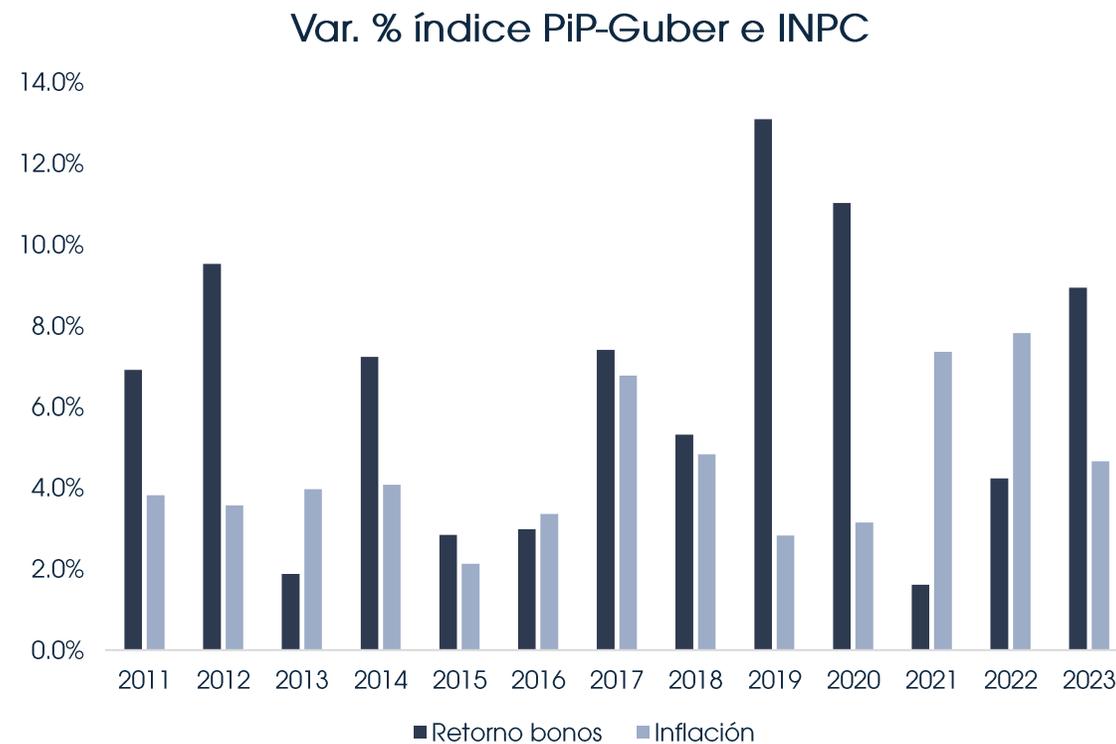
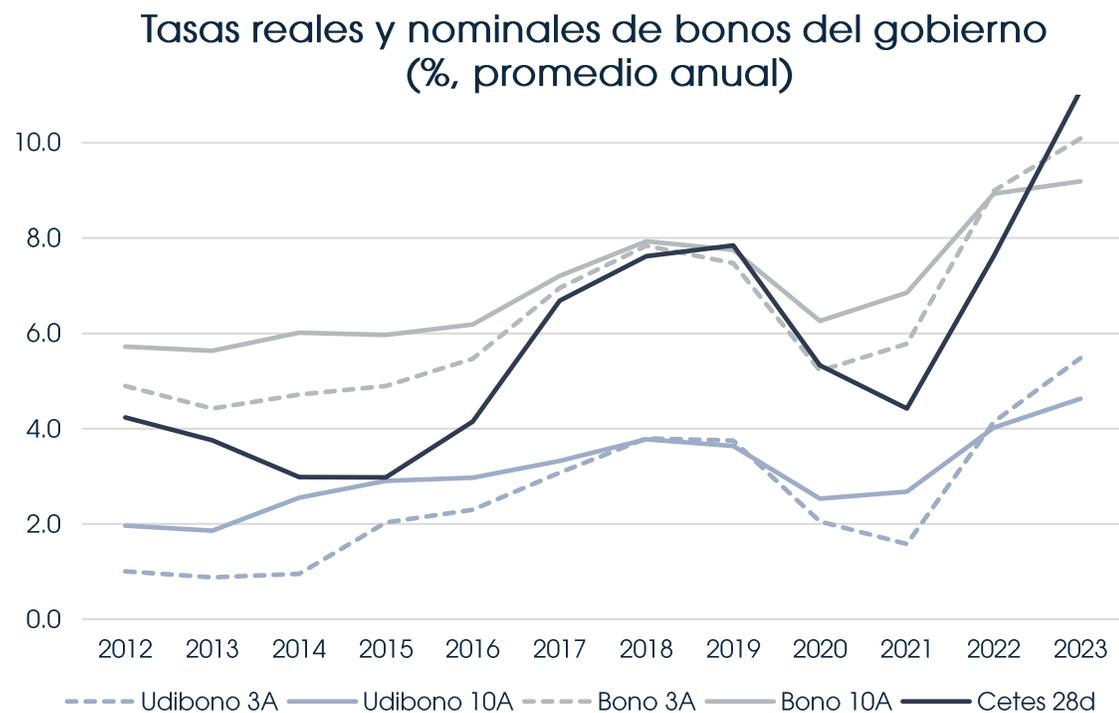
## 02. FINANZAS Y MERCADOS:

# ¿Qué pasa cuando hay un cambio de gobierno?

### B. Tasas y renta fija

La evidencia histórica no es clara. Tanto en 2013 como 2019 las tasas reales y nominales bajaron marginalmente. En esos dos años las tasas en dólares estuvieron estables a corto plazo, mientras que las de largo plazo subieron en 2013 y bajaron en 2019.

Los retornos de renta fija gubernamental fueron menores al promedio en 2013, pero muy altos en 2019. En ambos años la inflación fue menor al promedio, como era de esperarse.

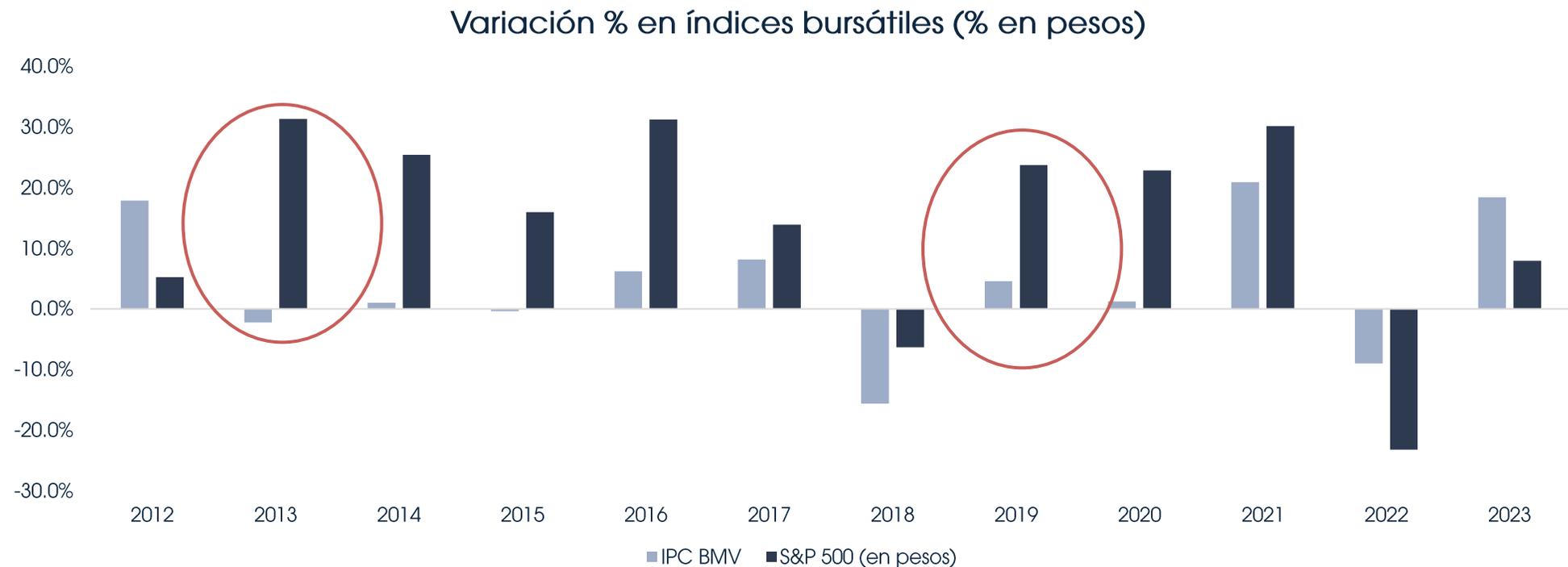


## 02. FINANZAS Y MERCADOS: ¿Qué pasa cuando hay un cambio de gobierno?

### C. Renta variable

Aunque hay que tener cuidado al extrapolar con base en muestras pequeñas, es claro que en los años de transición el mercado mexicano tuvo un mal desempeño frente a índices como el S&P 500.

Esto es lógico considerando que el ambiente económico en esos años no es favorable y el nivel reducido de confianza.



An aerial photograph of a city skyline, featuring a prominent skyscraper (Shanghai Tower) and other high-rise buildings. The image is partially obscured by a white diagonal shape on the right side.

## 02. FINANZAS Y MERCADOS: ¿Qué pasa cuando hay un cambio de gobierno?

### D. Resumen

Las variables financieras han tenido un comportamiento mixto en los primeros años de gobierno.

Incluso en casos donde hay un poco más de claridad, como renta variable, tampoco puede hablarse de un impacto consistentemente significativo.

A diferencia del pasado (años 70's a 90's), en las últimas dos décadas y media la economía no presenta grandes desequilibrios como los que llegamos a ver: altos déficits comerciales, deuda externa excesiva, tipos de cambio fijos, etc.

En otras palabras, hemos tenido un manejo de la economía sensato y eso amortigua el impacto muy real de las transiciones en la economía.

## 03. ¿Qué podemos esperar a corto plazo?

### A. Entorno externo

La siguiente tabla presenta las expectativas para la economía estadounidense en 2025.

En general, se espera una desaceleración en el crecimiento, así como en menor inflación y tasas.

Claro, siempre hay riesgos, pero el panorama es decente. Pero tampoco será un gran impulsor de la economía mexicana vía la compra de nuestras exportaciones y las remesas.

### Expectativas económicas para Estados Unidos

Variable	Medición	2024	2025
PIB	Var. % real	2.4%	1.7%
Producción industrial	Var. % real	0.15%	1.35%
Inflación (CPI)	%	3.2%	2.4%
Inflación subyacente PCE	%	2.8%	2.3%
Tasa Fed (límite superior)	%, cierre año	5.0%	4.0%
Tasa Treasury 10 años	%, cierre año	4.25%	3.80%
Tipo de cambio	fin de año	na	na

Fuente: Encuesta de expectativas económicas de Bloomberg (mayo 2024)

## 03. ¿Qué podemos esperar a corto plazo?

### B. Entorno interno

El consenso de los analistas, formulado previo a las elecciones, es una moderación en el crecimiento en México de 2.2% este año a 1.8% en 2025. También pronostican menor inflación y una caída muy fuerte en tasas de interés, con estabilidad cambiaria.

Incluso antes de tomar en cuenta el choque post-electoral a la confianza, nos parecen expectativas demasiado optimistas en crecimiento (que vemos en 1% o menos) por el ajuste que requiere el gasto público, pero tampoco vemos una recesión.

Vemos con escepticismo la reducción esperada en tasas, si bien es claro que habrá una baja (niveles de 9% son más razonables). El panorama para la inflación es incierto: los aumentos salariales y la depreciación del peso pueden frenar la tendencia a la baja.

### Expectativas económicas para México

Variable	Medición	2024	2025
PIB	Var. % real	2.2%	1.8%
Producción industrial	Var. % real	2.4%	1.9%
Inflación (INPC)	%	4.4%	3.8%
Inflación subyacente (INPC)	%	na	na
Tasa Banxico	%, fin de año	10%	7.75%
Tasa Bono M 10 años	%, fin de año	8.88%	8.34%
Tipo de cambio (MXN/USD)	fin de año	17.25	17.5

Fuente: Encuesta de expectativas económicas de Bloomberg (mayo 2024)

## 03. ¿Qué podemos esperar a corto plazo?

### B. Entorno interno

El principal tema macro en México en 2024 y 2025 va a ser el estado de las finanzas públicas. Las proyecciones actuales de los Pre-Criterios 2025 se muestran aquí junto.

En general, son bastante optimistas, salvo en el precio del petróleo. Si hay menos crecimiento, más inflación y las tasas bajan menos, la presión sobre las finanzas públicas va a ser fuerte (el único factor que puede jugar a su favor es el tipo de cambio).

En ese sentido, esperamos que la perspectiva de iniciar el sexenio en un entorno muy complicado sea un factor que ayude a moderar las ansias del gobierno entrante por hacer cambios políticos de gran calado.

Principales indicadores del marco macroeconómico 2024-2025 <sup>e/</sup>

	2024	2025
<b>Producto Interno Bruto</b>		
Crecimiento % real (rango)	[2.5, 3.5]	[2.0, 3.0]
Nominal (miles de millones de pesos)	33,927.7	36,132.4
Deflactor del PIB (variación anual, % promedio)	4.1	3.9
<b>Inflación (%)</b>		
Dic. / dic.	3.8	3.3
<b>Tipo de cambio nominal (pesos por dólar)</b>		
Fin de periodo	17.8	18.0
Promedio	17.6	17.9
<b>Tasa de interés (Cetes 28 días, %)</b>		
Nominal fin de periodo	9.5	7.0
Nominal promedio	10.3	8.1
Real acumulada	6.8	4.9
<b>Cuenta Corriente</b>		
Millones de dólares	-4,044.0	-5,047.7
% del PIB	-0.2	-0.3
<b>Petróleo (canasta mexicana)</b>		
Precio promedio (dólares / barril)	71.3	58.4
Plataforma de producción crudo total (mbd)	1,852.0	1,863.1
Plataforma de exportación de crudo (mbd)	967.6	958.4

<sup>e/</sup> Estimado.

Fuente: SHCP.

Efecto en los ingresos y gastos públicos para 2025  
(Miles de millones de pesos)

1. Variación en los ingresos por cambio en la plataforma de producción de crudo de 100 mbd	37.7
2. Variación en los ingresos por cambio de un dólar adicional en el precio del petróleo	12.0
3. Variación en ingresos tributarios por cambio de un punto real de crecimiento económico	52.8
4. Variación en el costo financiero por cambio de 100 pb en la tasa de interés	29.5
5. Variación por apreciación en el tipo de cambio de un peso	-34.8
Ingresos petroleros	-49.9
Costo financiero	15.1
6. Variación en el costo financiero por cambio de 100 pb en la inflación	1.8

Fuente: SHCP.

## 03. ¿Qué podemos esperar a corto plazo?

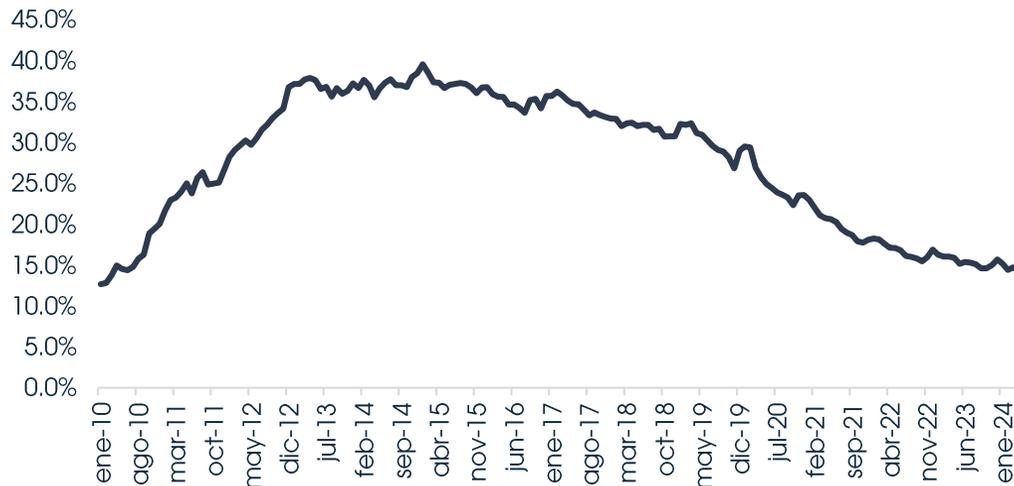
### C. Tipo de cambio

Es un hecho que hay un choque a la confianza y que el tipo de cambio se movió de 17 o menos por dólar antes de las elecciones a un rango entre 17.5 y 18.5 pesos por dólar después del evento.

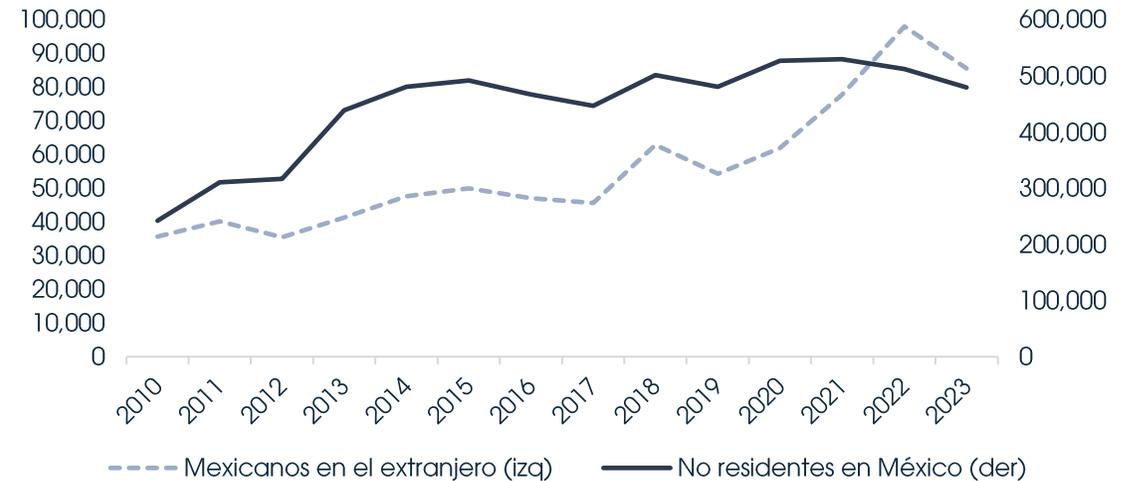
Es fácil hacer analogías a otro choque fuerte: la elección de Donal Trump en 2016, que llevó el tipo de cambio de 17.2 al cierre de 2015 a un máximo de 20.7 a fines de 2016. No obstante, creemos que las circunstancias son diferentes hasta cierto punto.

En 2015 la inversión extranjera en valores mexicanos era muy alta y desde entonces ha bajado continuamente en términos relativos. Asimismo, las personas físicas mexicanas de altos recursos también diversificaron su inversión geográficamente desde antes de 2018. Si además consideramos el bajo endeudamiento externo del país y el equilibrio en cuentas externas, no vemos combustible para una depreciación tan fuerte a menos que el choque de confianza sea extremo.

% bonos gubernamentales mexicanos que pertenecen a no residentes



Saldo de inversión en valores financieros (USD mm)



## 03. ¿Qué podemos esperar a corto plazo?

### C. Tipo de cambio

El desempeño del tipo de cambio está muy ligado a su percepción de riesgo (volatilidad). La siguiente gráfica muestra la volatilidad implícita de las opciones del peso (eje izquierdo) contra el tipo de cambio (eje derecho). El choque de riesgo ha sido fuerte pero todavía no llega al nivel de la elección de Trump o COVID. No obstante, los choques de este tipo producen ajustes duraderos..

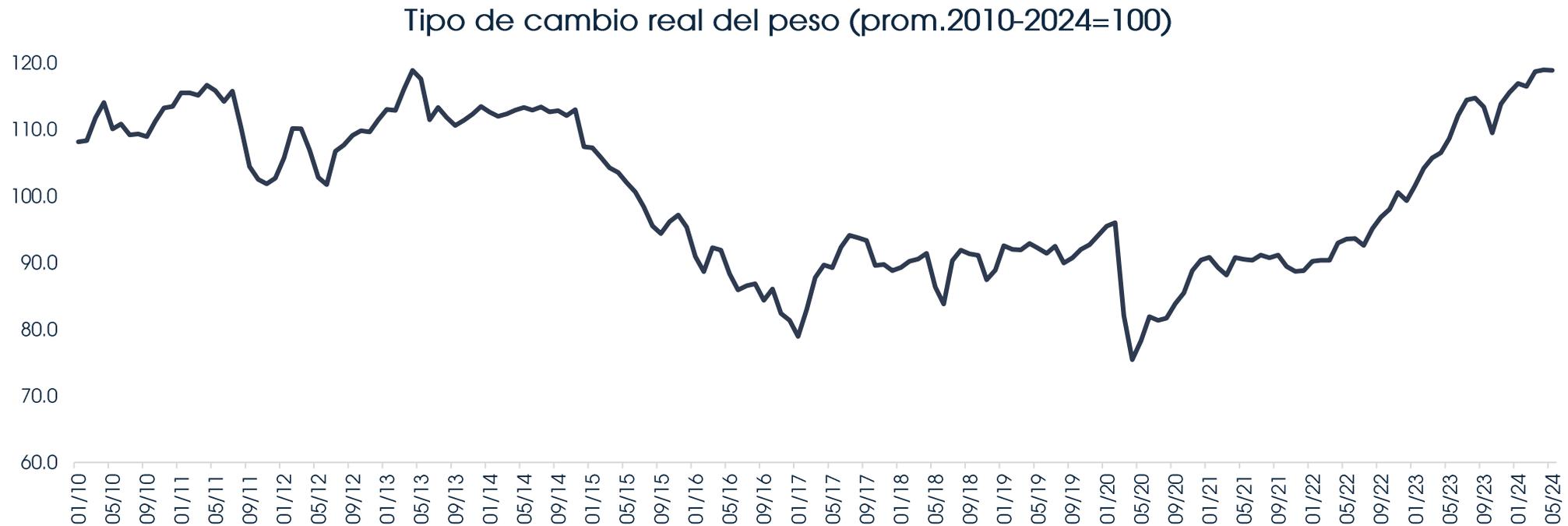


## 03. ¿Qué podemos esperar a corto plazo?

### C. Tipo de cambio

También hay que tomar en cuenta que el valor del peso (ajustado por precios relativos internos y externos) estaba en un nivel muy elevado y podría esperarse cierta reversión a la media con el tiempo.

Salvo que suceda algo drástico, creemos que será difícil que el peso cotice arriba de 19 pesos por dólar de manera sostenida y probablemente observemos un rango de 18 a 19 pesos por dólar, con picos ocasionales al alza y la baja.



## 03 . ¿Qué podemos esperar a corto plazo?

### D. Otros temas relevantes

- a) Prioridades del nuevo gobierno: Si bien sabemos que es un gobierno de continuidad, seguramente establecerán prioridades propias. Algunas de las que han citado, sin dar muchos detalles, son:
- Construcción de vivienda vía Infonavit
  - Desarrollo de energías limpias
  - Plan hídrico
  - Nuevos programas sociales: apoyos a mujeres de 60-64 años, becas a niños preescolar-secundaria
- b) Presupuesto: El gobierno entrante diseñará el presupuesto que se presentará en septiembre.
- La nueva administración enfrenta la necesidad de recortar el gasto programable en términos reales.
  - Si las tasas de interés no bajan y la economía crece poco, el recorte en el gasto tendría que ser incluso mayor.
  - Si bien han negado que plantearán una reforma fiscal, quizá establezcan medidas menores (subir impuestos existentes, limitar deducciones, etc.) que pueden tener un efecto significativo en algunos sectores. Por ejemplo, el equipo de campaña ya comentó anónimamente que buscarán subir la recaudación proveniente de los bancos.
- c) Cambios regulatorios:
- Es común que un gobierno entrante plantee cambios a las reglas de operación de programas existentes, como requisitos para aprobar proyectos, condiciones de financiamiento, etc.
  - Esto puede tener impactos muy importantes en ciertos sectores (ej. los cambios a las reglas para financiar proyectos de vivienda en 2012 que causaron la quiebra de muchas empresas del sector).

## 04 . Retos a mediano plazo

### A. Finanzas públicas

- Los aumentos anunciados en salarios y programas sociales, más cualquier programa nuevo, requerirán financiamiento y enfrentan la realidad de un brutal recorte presupuestal en 2025. Ni hablar de requerimientos de gasto en salud, seguridad, etc.
- Creemos que una reforma fiscal será inevitable en 2025, aunque no se le quiera llamar así.

### B. Empresas Productivas del Estados

- En el sexenio actual, PEMEX recibió 90 mil millones de dólares en apoyos, pero su producción no subió y su deuda se mantiene. La CFE no está en tantos problemas financieros, pero tampoco está en posición de financiar la inversión que requiere el país.
- Ambas requieren una profunda reestructura, lo cual va a ser difícil en todo sentido.

### C. Nearshoring

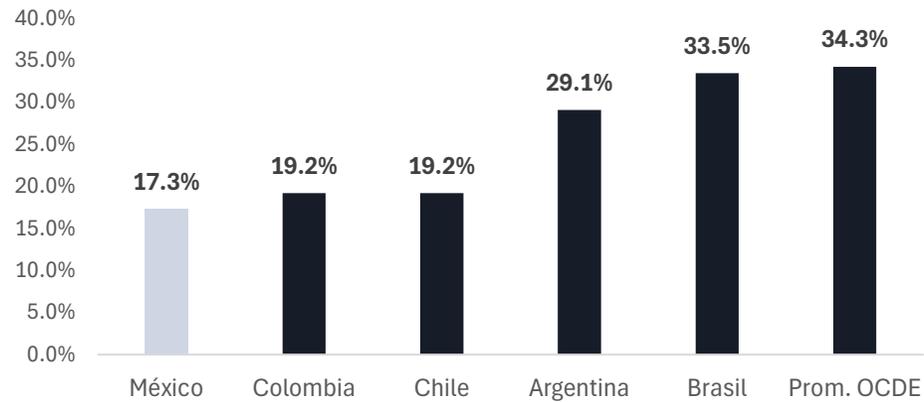
- Para que este sea un factor de crecimiento significativo, se requerirá resolver múltiples cuellos de botella (disponibilidad de mano de obra, infraestructura, electricidad, agua, etc.).
- Asimismo, la revisión y posible renegociación del T-MEC en 2026 requerirá alcanzar un entendimiento político y estratégico con Estados Unidos, lo cual se complicará si Donald Trump gana las elecciones estadounidenses en noviembre.

# 04 . Retos a mediano plazo

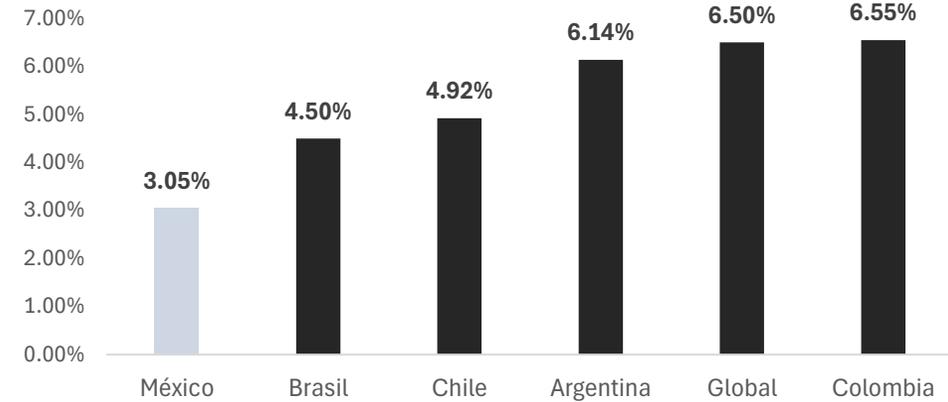
## A. Finanzas públicas

- El gobierno recauda poco y hay inmensas necesidades de inversión y gasto (incluso dejando a un lado salarios y programas sociales)

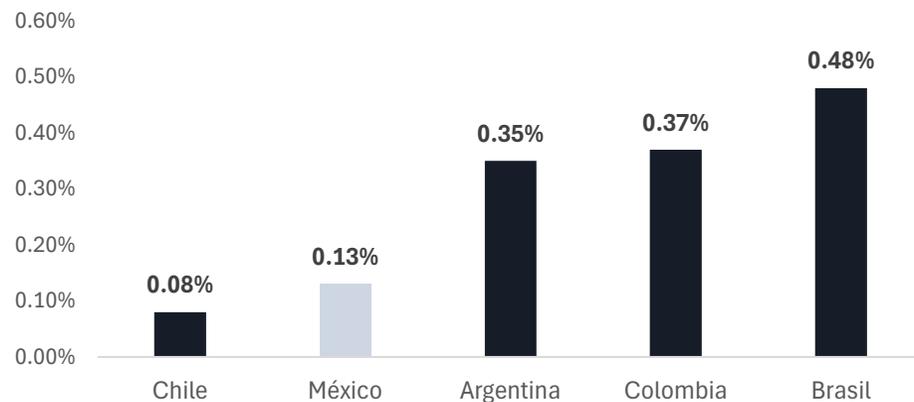
**Ingresos por impuestos (% PIB, 2021)**



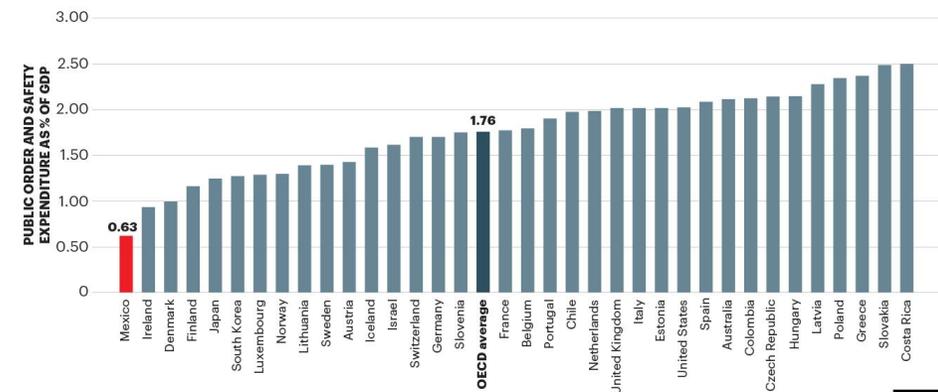
**Gasto público en salud (% PIB, 2022)**



**Inversión en infraestructura hídrica (% PIB, 2020)**



**Domestic security and justice system spending in OECD countries, percentage of GDP**



Source: OECD; Mexican Secretariat of Finance and Public Credit (SHCP); IEP calculations  
 Note: Where data isn't available for the latest year, the latest available data is used.

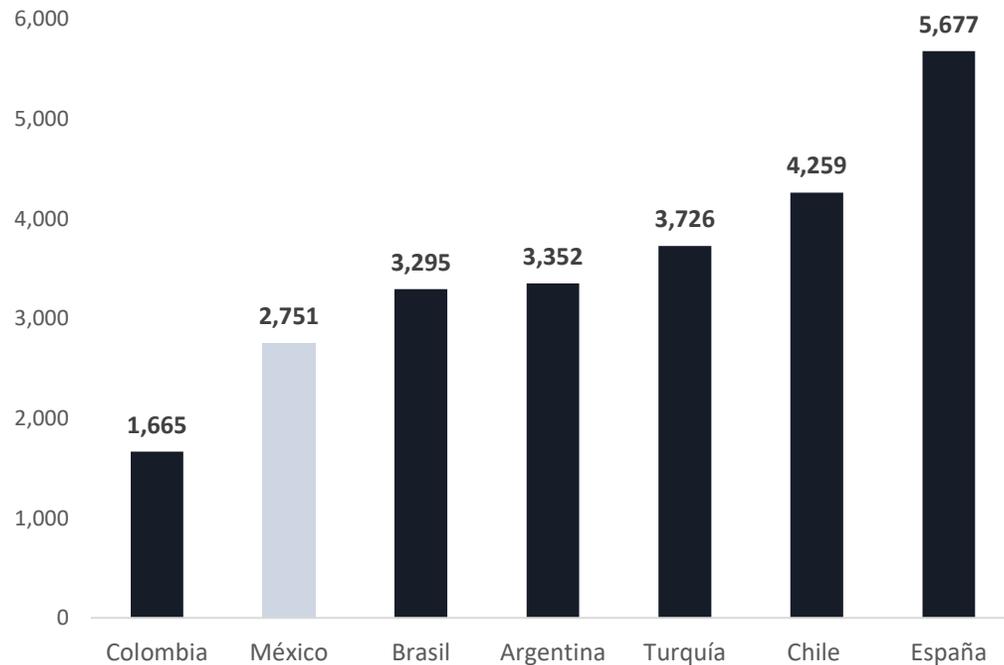


## 04 . Retos a mediano plazo

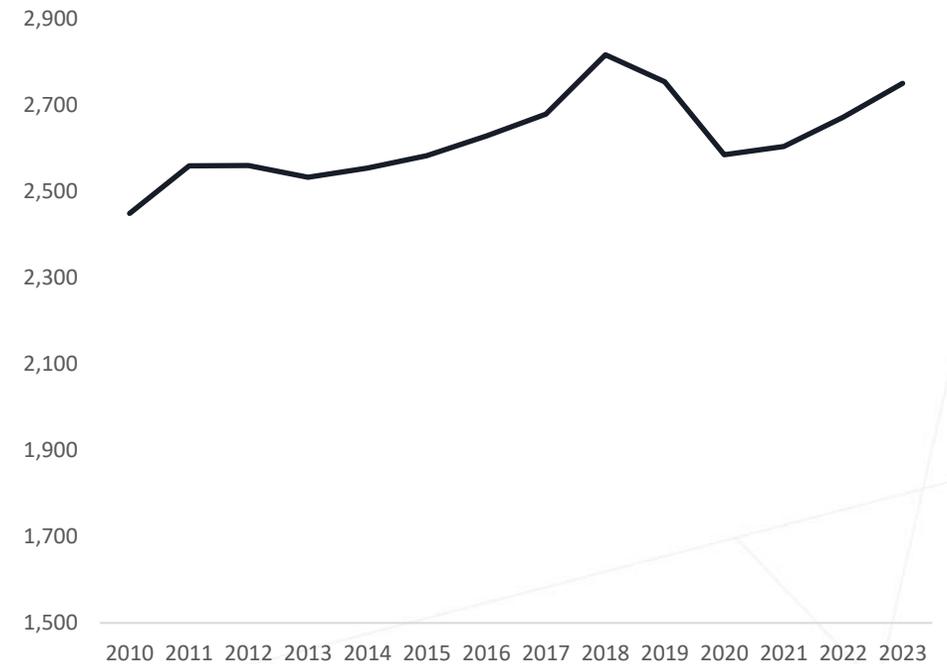
### B. Finanzas públicas

- México presenta un bajo nivel de generación eléctrica relativo a su nivel de desarrollo económico y planta industrial. El crecimiento por habitante promedió menos de 1% anual en los últimos 13 años y entre 2018 y 2023 disminuyó 2%.

Generación de electricidad por habitante  
(horas kilowatt, 2023)



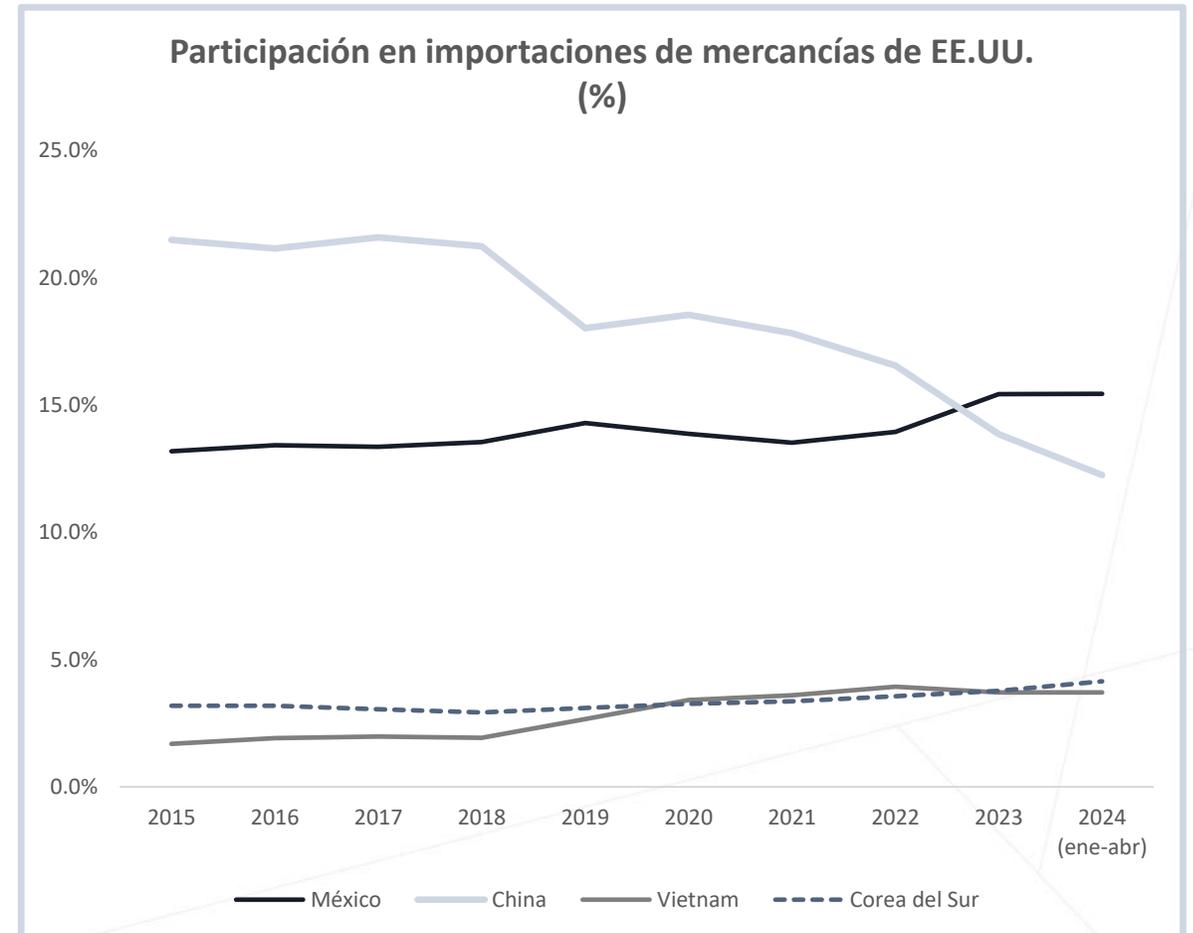
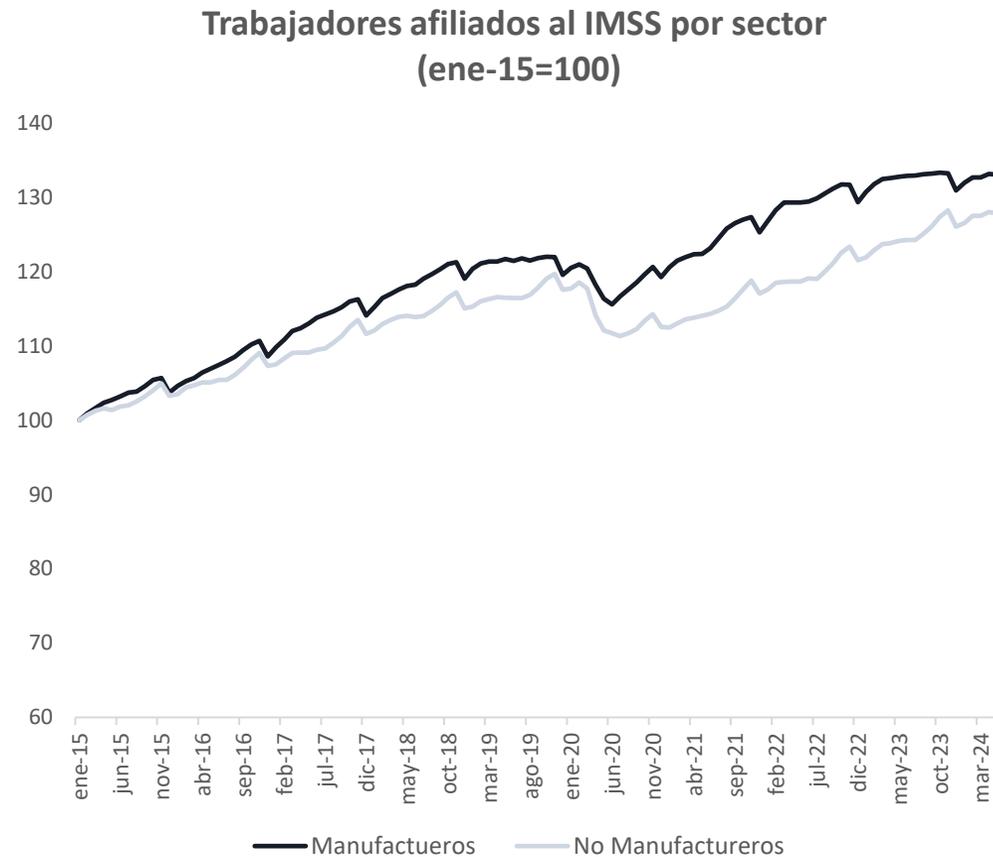
México: Generación de electricidad por habitante  
(horas-kilowatt al año)



## 04. Retos a mediano plazo

### C. Nearshoring

- El nearshoring es real, pero es fácil exagerar el impacto. Tenemos competencia y potenciar el crecimiento requerirá tomar muchas acciones concretas internas, así como alcanzar acuerdos de gran calado con Estados Unidos. Esto no será sencillo, especialmente si hay cambio de partido en las elecciones de noviembre. Además, no debe ser nuestro único eje para promover el crecimiento de la economía.



## | Por último

El nuevo gobierno tendrá un mandato político abrumador

Tendrá que escoger en qué gastar su capital político y este no es infinito:

- Arreglar temas muy problemáticos como seguridad y salud.
- Reestructurar las empresas paraestatales.
- Expandir más los programas sociales.
- Mejorar el perfil estructural de las finanzas públicas con una reforma fiscal.
- Nuevos programas de infraestructura (ej. vivienda, hídricos).
- Reformas constitucionales para reorganizar el estado.
- Transición energética y cambio climático.



# Por último

Dos escenarios:

## A. Continuidad y control político

- Reformas constitucionales para establecer su control sobre todos los poderes del estado.
- Priorización absoluta para programas sociales y políticas salariales, hasta el límite que permita el presupuesto y la inflación.
- Atención a problemas como salud y seguridad limitadas por topes presupuestales.
- Esfuerzos aislados para aumentar recaudación, sobre todo a personas morales, pero no hay reforma fiscal.
- Contados proyectos de infraestructura muy visibles, poca inversión a infraestructura menos visible.
- Economía mantiene bajo crecimiento y la promesa del nearshoring se quedará más bien en eso

## B. Pragmatismo y atención a la economía

- Esfuerzo serio para establecer una relación de trabajo con la IP desde un inicio
- Reestructuración discreta de paraestatales y reglas claras para la inversión privada en energía
- Reforma fiscal modesta en 2025
- Moderación de las reformas constitucionales propuestas
- Enfoque estratégico y activo en política exterior, sobre todo la relación con Estados Unidos.
- Impulso a la infraestructura no visible
- Crecimiento moderado (2%-3%) basado en demanda interna (programas sociales y salarios) y nearshoring.

# Contacto

Ana Mondragón

Dirección Comercial y Client Service

[amondragon@vitalis.com.mx](mailto:amondragon@vitalis.com.mx)

55 5235 3000 Ext. 131

---

Andrés Vernon

Chief Investment Officer

[andresvernon@vitalis.com.mx](mailto:andresvernon@vitalis.com.mx)

55 5235 3000

---



Gobernador Rafael Rebollar No. 47,  
San Miguel Chapultepec, C.P. 11850  
CDMX, México | T: 52 (55) 5235-3000  
[contacto@vitalis.com.mx](mailto:contacto@vitalis.com.mx)

4400, Ch. Cote de Liesse, Porte  
200, Mont-Royal H4N  
297, Canadá | T: (514) 987-9550

Campo Grande 35, 4ºD, 1700-087,  
Lisboa Portugal | T: +351 211 306 459  
[geral@todayfortomorrow.pt](mailto:geral@todayfortomorrow.pt)