

# Situación México

4T21



# Aumento de la inflación en México obedece a choques de oferta y cederá el próximo año

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

Octubre 2021

- **La economía se recupera de la crisis, pero de forma lenta e incompleta**
- **Revisamos a la baja nuestra estimación de crecimiento para 2021 a 6.0% (6.3% previo)** ante la debilidad del consumo interno y la prolongación de los cuellos de botella.
- **Los datos más recientes del Indicador de Consumo Big Data BBVA Research muestran una contracción** del consumo privado en el 3T21
- **El sector de fabricación de equipo de transporte del país se ha visto afectado por la** persistente escasez de semiconductores y otros insumos.
- **Nuestro escenario base asume que la recuperación continuará el próximo año**, con una estimación de crecimiento para 2022 de 3.2% (frente al 3.0% previsto anteriormente).
- **El ritmo de creación de empleo formal (IMSS) se ha acelerado en el 2S21**, pero prevalecen altos niveles de informalidad laboral y subocupación.
- **Anticipamos el usual ajuste estacional negativo para diciembre**, pero probablemente será menos fuerte de lo habitual, ya que la reforma al *outsourcing* podría mitigar dicho ajuste.
- **Anticipamos que la inflación continuará elevada en los próximos meses por cambios en precios relativos, pero cederá con fuerza a partir de 2T22.**
- **Banxico aumentará la tasa monetaria en las dos próximas reuniones hasta alcanzar 5.25%**, pero iniciará después una pausa con la expectativa de que la inflación cederá notablemente a partir de 2T22.
- **El tapering y la conversación sobre el incremento de tasas de la Reserva Federal** se reflejarán sobre un tipo de cambio que alcanzará 20.90 ppd a finales de 2022.
- **La curva de rendimientos se aplanó en los últimos meses** por un ajuste significativo en las expectativas de subidas por parte de Banxico; recientemente, el nivel de la curva aumentó tras la corrección al alza de las tasas de rendimiento en EE. UU. y un ajuste adicional en las expectativas de subidas de la tasa monetaria.
- **Pronosticamos un déficit de cuenta corriente de 0.1% del PIB para 2021** ante una recuperación económica en marcha hacia la consolidación. México no tiene problemas de desequilibrios externos.
- El equilibrio actual en el sector eléctrico es mejorable, **pero la reforma sería una grave regresión.**
- **La deuda pública (% del PIB) permanecerá relativamente estable en los próximos años.**

Revisamos a la baja nuestra estimación de crecimiento para 2021 a 6.0% (6.3% previo) como resultado de la debilidad del consumo interno y el bajo crecimiento de la manufactura en el segmento automotriz. Los datos más recientes del Indicador de Consumo Big Data BBVA Research (ICBD BBVA Research) muestran una contracción del consumo privado en el 3T21 ante el desvanecimiento del impulso por la reapertura y el incremento de casos de

la variante Delta (con efecto negativo sobre las actividades de los hogares). La caída fue más pronunciada en el sector servicios, con sectores como hoteles y restaurantes -los más beneficiados por el impulso de la reapertura- corrigiendo el rebote de 1S21 de una manera más drástica. En términos globales, el ICBT BBVA Research se contrajo (-)1.0% TaT (ae) en el 3T21.

A la debilidad del consumo interno se suma la prolongación de los cuellos de botella derivados del impacto que la pandemia ha tenido en las cadenas de valor alrededor del mundo. En particular, el sector de fabricación de equipo de transporte (automóviles) del país se ha visto afectado por la persistente escasez de semiconductores y otros insumos. Al mes de julio, la capacidad utilizada en la industria de vehículos ligeros se encontraba en un nivel cercano a 60%, 20 pp por debajo de su nivel pre-pandemia, y los datos más recientes de los indicadores PMI del sector manufacturero señalan que los tiempos de entrega de proveedores no han mejorado.

Con respecto a la inversión, los primeros datos del 3T21 se encuentran por debajo de lo previsto, tras el crecimiento de 11.0% registrado en la primera mitad del año. Anticipamos que la inversión retomará su senda de recuperación en 2022, a medida que el sector terciario cobre impulso por la mayor cobertura del programa de vacunación, con un efecto favorable sobre las actividades de hogares y empresas. Nuestro escenario base asume que la recuperación continuará el próximo año, con una estimación de crecimiento para 2022 de 3.2% (vs 3.0% previo), con un crecimiento del consumo privado de 3.4% y de la inversión privada de 3.2%. Se trata, sin embargo, de una recuperación gradual e incompleta, y menor a la observada en otros países de la región.

Se confirma mejor dinamismo del empleo para el segundo semestre de 2021. La creación de empleo formal del Instituto Mexicano del Seguro Social (IMSS) ha sido incluso mayor a la esperada: el dato de septiembre de 2021 arroja una creación de empleo sin precedentes. Uno de los factores que explican este dinamismo es el ajuste generado en el mercado laboral por la reforma para eliminar el *outsourcing*.

Como hemos enfatizado, la recuperación del mercado laboral sigue siendo parcial y heterogénea; de acuerdo con datos de agosto de 2021 de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE), el nivel de participación laboral aún se ubica (-)0.8pp por debajo del nivel pre-pandemia, lo que implica que tras 19 meses de normalización del mercado laboral difícilmente se alcanzará el nivel de creación de empleo de tendencia previa. La pandemia reflejó que los trabajadores con empleo informal han sido los más vulnerables y afectados durante el cierre de la economía, que implicó la pérdida total de flujo de ingresos de hasta 8.0% de este tipo de trabajadores que fueron expulsados del mercado laboral (56.3% ago-21 vs. 48.0% abr-20). En contraparte, en el proceso de recuperación de la actividad económica ha presentado la mayor recuperación (+1.4pp respecto agosto de 2020). Lo anterior ha incidido directamente en los niveles de precariedad laboral, reflejados claramente en los altos niveles de la tasa de condiciones críticas de ocupación (24.5% en agosto).

En contraste, el empleo formal del IMSS en septiembre muestra la variación de empleo mensual (174 mil) y acumulada (821 mil) más alta de los últimos 24 años; en este sentido, los resultados de los últimos tres meses han superado lo previsto en nuestro escenario base, lo cual es una buena señal para la recuperación del empleo. La reforma para la eliminación del *outsourcing* ha tenido efectos positivos para el empleo permanente, que en el corto plazo implica mayor estabilidad en el empleo para los trabajadores y en el largo plazo representará una mejora en las condiciones de retiro y mayor acceso al sistema financiero. El ajuste en la composición del empleo por nivel de salario mínimo (SM) muestra un rezago en la recuperación de los empleos de mayores ingresos (5 SM), ajuste probablemente generado por la eliminación del *outsourcing*; pese a lo anterior, a nivel agregado no ha tenido efectos negativos sobre el nivel de salario real y masa salarial. Como era de esperar, estamos más cerca del nivel de empleo pre-pandemia. Todavía esperamos un ajuste negativo en diciembre; sin embargo, la reforma para

eliminar el *outsourcing* podría contrarrestar el ajuste, mejorando aún más la perspectiva del empleo formal en el corto plazo.

Es necesario puntualizar que aún nos encontramos a una distancia lejana de una recuperación plena del empleo, sobre todo si comparamos el nivel de empleo actual respecto a la tendencia de creación de empleo que teníamos previo a la pandemia (1.3 millones por debajo). Es decir, el mercado laboral todavía muestra niveles importantes de holgura. Dada la dinámica reciente del empleo, y aunado a que octubre-noviembre son meses históricamente fuertes en la creación de empleo, mejora nuestra perspectiva a cierre de año, ahora esperamos una creación de 823 mil empleos para fines de 2021 y de 712 mil para cierre de 2022.

Con respecto a la inflación, los cuellos de botella en la producción han continuado presionando al alza las inflaciones general y subyacente. Así, el subíndice de mercancías de la inflación subyacente ha tenido un aumento promedio de 0.59% MaM de enero a septiembre, con lo que la inflación de las mercancías ha acentuado la tendencia alcista que había mostrado desde que inició la pandemia, consecuencia de la mayor demanda relativa por mercancías, particularmente alimentos y de choques de oferta debido a los cuellos de botella ya mencionados. Con ello, la inflación interanual de las mercancías se aceleró a 6.3% en septiembre, frente al 5.8% observado tanto al cierre del primer trimestre como del segundo, derivado de una aceleración de los precios de las mercancías a 6.9% AaA al cierre de 3T21, 0.5 puntos porcentuales (pp) más alta que en junio, y de la permanencia en niveles elevados de la inflación de las mercancías no alimenticias: 5.6% AaA en septiembre, nivel similar al 5.7% observado en junio.

Por su parte, si bien la inflación subyacente de los servicios es moderada (3.4% AaA en septiembre), su nivel ha aumentado durante este año, consecuencia de la reapertura de la economía, y el ajuste al alza de los precios de algunos servicios, más relacionados con la movilidad, después de los niveles históricamente bajos alcanzados durante 2020 (2.0% AaA en diciembre de 2020). A pesar de ello, es previsible que la inflación de los servicios, más relacionada con la fortaleza de la demanda y las condiciones de holgura en la economía, y por tanto, más persistente, se estabilice en niveles moderados en los próximos meses. De hecho, la inflación de los servicios distintos a colegiaturas y vivienda ha caído ligeramente en tres de las últimas cinco quincenas, aumentando sólo 0.01% QaQ en las otras dos. Los datos parecen indicar de forma clara que la fuerte tendencia alcista y los elevados niveles alcanzados por la inflación este año responde a un cambio en precios relativos. No obstante, las continuas afectaciones a la producción, sumadas a nuevos incrementos en precios energéticos, evitarán un descenso de la inflación en el corto plazo. Por ello, ajustamos al alza nuestras previsiones de fin de año para las inflaciones general y subyacente a 6.5% y 5.0%, respectivamente. No obstante, con la normalización de la producción prevista para la segunda mitad del año, seguimos previendo que la inflación cederá con fuerza en 2022. Anticipamos niveles de 3.5% para las inflaciones general y subyacente al cierre de 2022.

A pesar de que las presiones sobre la inflación obedecen a un cambio en precios relativos y que las expectativas de inflación de mediano y largo plazo permanecen bien ancladas y estables, Banxico inició un ciclo de subidas "preventivo" en junio y ha aumentado la tasa monetaria en tres reuniones consecutivas hasta llevarla a 4.75%. Las minutas de la última reunión sugieren que una mayoría de 4 a 1 de la Junta de Gobierno considera que subidas adicionales serán necesarias en un contexto de posibles aumentos adicionales, si bien transitorios, de la inflación en los próximos meses. Por ello, revisamos al alza nuestra previsión para la tasa monetaria a 5.25% para fin de este año, anticipando dos aumentos más de la tasa monetaria en noviembre y diciembre, respectivamente. No obstante, considerando los pronósticos de la inflación de Banxico para 2022, similares a los nuestros, la postura monetaria tenderá a restringirse en la primera mitad de 2022 y significativamente a partir de 2022. Por ello, y considerando la ineffectividad de un aumento en la tasa monetaria para contrarrestar los efectos que han

impulsado al alza la inflación -i.e., afectaciones en las cadenas de producción y aumento de precios internacionales de los insumos-, prevemos que Banxico mantendrá una pausa prolongada durante la mayor parte de 2022, solo haciendo un ajuste adicional a 5.5% en diciembre de 2022, llevando la tasa monetaria al nivel neutral, coincidiendo este movimiento con el inicio de un ciclo de gradual aumento en la tasa de fondos federales.

Por su parte, las tasas de interés de largo plazo han fluctuado en un rango relativamente estrecho. La tasa de rendimiento de los bonos gubernamentales a tasa fija a 10 años osciló alrededor de un nivel promedio de 7% hasta la primera quincena de septiembre. En un contexto de tasas de interés de corto plazo al alza y de largo plazo en niveles estables, la curva de rendimientos de México se aplanó ligeramente en comparación con el trimestre anterior. No obstante, desde las últimas dos semanas de septiembre el nivel de la curva de rendimientos de México aumentó tras la corrección al alza de las tasas de rendimiento de los bonos del Tesoro de Estados Unidos, explicado a su vez por una mayor claridad en relación con el inicio del proceso de reducción de compra de activos por parte de la Reserva Federal y una mayor aversión al riesgo entre los inversionistas debido a una persistencia mayor a la anticipada de los factores de naturaleza transitoria que han incidido sobre la inflación.

Para el cuarto trimestre de 2021 anticipamos que, ante un escenario de menor incertidumbre en relación con las próximas decisiones de política monetaria del Banco de México, las tasas de interés de corto plazo continuarán evolucionando de manera ordenada. De igual manera, prevemos que el incremento reciente en el nivel de la curva de rendimientos de México tenderá a moderarse hacia finales de año. De manera particular, prevemos un nivel de 7.2% para la tasa de rendimiento de los bonos gubernamentales a tasa fija a 10 años para el cierre de 2021.

Anticipamos que el déficit de la cuenta corriente se estabilizará en alrededor de 1.3% del PIB en el mediano plazo. Asimismo, se prevé que dicho déficit será de alrededor de 0.8% del PIB en 2022 con la consolidación de la recuperación económica. Ello sugiere que la economía mexicana no exhibe desequilibrios fiscales.

En el periodo enero-agosto, el balance primario del sector público registró un monto de 132.9 mil millones de pesos vs. 151.7 mil millones de pesos en el mismo lapso de 2020. Para este año, el gobierno federal tiene una meta de -107.3 mil millones de pesos (-0.4% del PIB) para dicho balance. Los ingresos públicos aumentaron 5.6% en términos anuales reales durante enero-agosto mientras que el gasto público se expandió en 5.4% en dicho periodo. En lo concerniente a los ingresos tributarios, estos se incrementaron 3.5% en términos anuales reales en el periodo mencionado.

El paquete económico 2022 refuerza el compromiso con la disciplina fiscal sin crear ni aumentar impuestos. Como consecuencia del mayor optimismo del gobierno federal para el crecimiento económico de 2022, el balance de riesgos para los ingresos tributarios es a la baja. La estimación de mayores ingresos tributarios se apoya en mejoras recaudatorias y acciones de simplificación administrativa y tecnológica con más autoridad de fiscalización para el cumplimiento en el pago de impuestos. Hacia delante, las presiones fiscales se incrementarán debido al pago de pensiones y jubilaciones, las cuales representarán 22.3% del gasto programable en 2022. La deuda pública (% del PIB) permanecerá estable en el mediano plazo. La pérdida del grado de inversión parece muy improbable en los próximos dos años.

Otro factor adicional de presión para las finanzas públicas en el mediano plazo es Pemex. En los años recientes las finanzas de esta empresa han sido beneficiadas por reducciones significativas en la tasa del Derecho de Utilidad Compartida, estímulos fiscales y aportaciones patrimoniales alineadas al perfil de vencimiento de su deuda de corto plazo, factores que presionan a las finanzas públicas. Este paquete de apoyo financiero del gobierno federal sin lugar a dudas ha contribuido a mitigar el impacto adverso de la pandemia por Covid-19 así

como a disminuir considerablemente el endeudamiento neto de Pemex aunque se requiere de un cambio en el modelo de negocios de la empresa, que aumente la inversión privada y reduzca la actividad en refinación para lograr una solución más estructural.

La reforma constitucional que hoy discute la Cámara de Diputados en caso de aprobarse, representaría un retroceso significativo ya que implicaría privilegiar fuentes de electricidad más caras y más contaminantes, lo cual pondría en entredicho la transición energética del país. Además, la cancelación de contratos, permisos y certificados de energía limpia, como lo establece el transitorio de la reforma en cuestión, mandaría una nueva señal de incertidumbre que estimamos reduciría la inversión.

## AVISO LEGAL

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA"), con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

**El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe**, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

**El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.**

BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA u otra entidad del Grupo BBVA pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Este documento se proporciona en el Reino Unido únicamente a aquellas personas a quienes puede dirigirse de acuerdo con la Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001 y no es para su entrega o distribución, directa o indirecta, a ninguna otra clase de personas o entidades. En particular el presente documento únicamente se dirige y puede ser entregado a las siguientes personas o entidades (i) aquellas que están fuera del Reino Unido (ii) aquellas que tienen una experiencia profesional en materia de inversiones citadas en el artículo 19(5) de la Order 2001, (iii) a aquellas con alto patrimonio neto (High net worth entities) y a aquellas otras a quienes su contenido puede ser legalmente comunicado, incluidas en el artículo 49(1) de la Order 2001.

Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a los Estados Unidos de América ni a personas o entidades americanas. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de los Estados Unidos de América.

El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

BBVA Bancomer y el resto de entidades del Grupo BBVA que no son miembros de FINRA (Financial Industry Regulatory Authority), no están sujetas a las normas de revelación previstas para dichos miembros.

**"BBVA Bancomer, BBVA, y sus sociedades afiliadas, entre las que se encuentra BBVA Global Markets Research están sujetas a la Política Corporativa del Grupo BBVA en el ámbito de los Mercados de Valores. En cada Jurisdicción en la que BBVA desarrolla actividades en los mercados de valores, la Política se complementa con un Reglamento Interno de Conducta el cual complementa a la Política y en conjunto con otros lineamientos se establecen medidas para prevenir y evitar conflictos de intereses con respecto a las recomendaciones emitidas por los**

### 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

bbvaresearch@bbva.com www.bbvaresearch.com

analistas entre las que se encuentran la separación de áreas. La Política Corporativa se puede consultar en el sitio: [www.bbva.com](http://www.bbva.com) / Gobierno Corporativo / Conducta en los Mercados de Valores”.

**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

[bbvaresearch@bbva.com](mailto:bbvaresearch@bbva.com) [www.bbvaresearch.com](http://www.bbvaresearch.com)