

Situación México

1T22



Panorama retador para la economía mexicana en 2022 por contagios, alta inflación y mayores tasas de interés

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

Enero 2022

- **Revisamos a la baja nuestra estimación de crecimiento para 2021 a 5.3% (6.0% previo)** ante la debilidad de la demanda y el menor crecimiento reportado por el INEGI en 1T21-3T21 (vs cifras preliminares).
- **Los datos más recientes del Indicador de Consumo Big Data BBVA Research muestran debilidad** del consumo privado durante 4T21.
- **Los cuellos de botella y escasez de insumos frenan la recuperación de la manufactura;** la industria automotriz opera al 60% de su capacidad instalada en meses recientes.
- **Revisamos a la baja nuestra estimación de crecimiento para 2022 a 2.2% (3.2% previo)** por debilidad de 2021, prolongación de cuellos de botella, mayores precios, y una política monetaria más restrictiva con riesgos a la baja impulsados por Ómicron.
- **Ajustamos a la baja nuestra estimación de empleo formal a 618 mil nuevos empleos para 2022;** el mercado de trabajo todavía muestra niveles importantes de holgura.
- **Anticipamos que la inflación subyacente continuará con una tendencia alcista en 1T22,** y que se desacelerará más lento que la inflación general. Esta última comenzará una trayectoria descendente, pero permanecerá por arriba de 4.0% todo el año.
- **Preveemos que Banxico aumentará la tasa monetaria hasta alcanzar 7.0% a fin de año.**
- **El incremento de tasas de la Reserva Federal y la reducción de su hoja de balance** se reflejarán sobre un tipo de cambio que alcanzará 22.00 ppp a finales de 2022 y mostrará mayores niveles de volatilidad.
- **El rendimiento de los bonos a 10 años presentó un ajuste al alza,** similar al experimentado por los bonos del Tesoro de Estados Unidos ante la postura más restrictiva por parte de la Reserva Federal.
- **Pronosticamos un déficit de cuenta corriente de 0.8% del PIB para 2022** ante el moderado crecimiento económico anticipado para este año. México no tiene problemas de desequilibrios externos.
- **La estabilidad prevista para la deuda pública (% del PIB) y la expectativa de mayores ingresos tributarios** mitigan el riesgo de la pérdida del grado de inversión en los próximos dos o tres años.

Revisamos a la baja nuestra estimación de crecimiento para 2021 a 5.3% (6.0% previo) ante la debilidad que la economía registró en 2S21, y considerando el menor crecimiento que la actividad económica exhibió en los tres primeros trimestres del año, en comparación con las cifras preliminares publicadas por el INEGI (1T21-3T21). En el 3T21 el sector de apoyo a los negocios se contrajo (-)50.8% TaT como resultado de la fecha límite para la implementación de la nueva ley de *outsourcing*. Este cambio representó la desaparición (o reducción) del número de unidades económicas que proveían dicho servicio, y la correspondiente pérdida de su valor agregado a la producción. Consideramos que este evento afectaría a la actividad económica de manera única en el 3T21.

Con respecto a los componentes de la demanda, los datos más recientes del Indicador de Consumo Big Data BBVA Research señalan debilidad en el consumo durante la segunda mitad de 2021, manteniendo como riesgo la persistencia de altos precios y su efecto sobre el ingreso disponible y el gasto de los hogares así como la ola de contagios que está causando la variante Ómicron. Por el lado de la oferta, la escasez de insumos resultado de los cuellos de botella en las cadenas globales de suministro, ha frenado el crecimiento de la manufactura, especialmente en la industria automotriz (que ha operado al 60% de su capacidad instalada en meses recientes). Los últimos datos del indicador ISM de Nuevos Pedidos Manufactureros en EE.UU. señalan un prolongamiento en los cuellos de botella, para los que la variante Ómicron representa el mayor riesgo, ante los cierres de fábricas, escasez de mano de obra y congestiones portuarias. Con respecto a la inversión, aún se encuentra 15% por debajo de su nivel de enero de 2019 ante la reiterada incertidumbre derivada de algunas políticas públicas y la extensión de las afectaciones en las cadenas de valor.

Es importante notar que la recuperación en México ha sido más lenta que en otros países Latinoamericanos comparables; aún persiste holgura en la actividad económica que permanece 3% por debajo de su nivel pre-pandemia. El débil crecimiento de 2021, las persistentes afectaciones a las cadenas de valor, y la continua ralentización del consumo ante mayores precios, imponen una revisión a la baja a nuestra estimación de crecimiento para 2022 a 2.2% (3.2% previo), con riesgos a la baja impulsados por Ómicron y la consecuente prolongación de los cuellos de botella, a lo que se suma el riesgo de que se materialicen movimientos en la tasa de referencia de la Reserva Federal menos graduales de lo previsto.

Después de 23 meses de haber iniciado el confinamiento por el COVID-19, el mercado laboral continúa con señales de debilidad y empeoramiento de las condiciones generales. Uno de los riesgos latentes sobre el mercado de trabajo sigue siendo el COVID-19 y sus variantes que continúan incidiendo negativamente en la actividad económica. Otro factor es el bajo nivel de inversión, importante determinante de la creación de empleos.

Datos a diciembre de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE) muestran que persiste el estancamiento de la tasa de participación laboral que se ubicó en 59.5%, solo 3pp arriba en su comparación anual, pero 0.7pp por debajo del nivel previo a la pandemia (febrero de 2020). Adicionalmente, podemos identificar cuatro rasgos fundamentales en la reactivación del mercado laboral: 1) una acelerada recuperación de los niveles de informalidad laboral (56.2%, similar al nivel previo a la pandemia), 2) niveles de subocupación que han venido descendiendo de manera marginal (11.1%) pero que continúa 2.2pp por arriba del nivel de febrero de 2020; 3) niveles de desempleo persistentemente altos (4.0%, prácticamente igual al 4.2% de diciembre de 2020) y 4) una recuperación de empleo con condiciones críticas de ocupación donde prácticamente una cuarta parte (24.3%) de los ocupados en el país se clasifican en esta condición.

Respecto al empleo formal y en línea con nuestro pronóstico, el número de trabajadores afiliados al Instituto Mexicano del Seguro Social (IMSS) creció en 846 mil en 2021, la mayor creación de empleo desde 1998, explicada principalmente por la reactivación económica, que permitió el regreso de los trabajadores al mercado laboral tras el cierre económico que provocó la pérdida de más de 1.1 millones de empleos. Otro elemento que contribuyó en la generación de empleo durante 2021 fue la Reforma para eliminar el *outsourcing* que favoreció principalmente la creación de puestos permanentes. Con este resultado, el mercado laboral alcanzó el nivel de empleo previo a la pandemia. Si bien esto es una buena noticia, al compararlo con el nivel de creación de empleo de la tendencia previa a la pandemia, el resultado no es tan positivo, ya que se ubica 1.5 millones de empleos por debajo, y dadas las perspectivas de creación de empleo para los próximos años, la afectación al mercado de trabajo será de largo plazo.

Un elemento a señalar es que a pesar de la reforma para eliminar el *outsourcing*, todavía esperábamos un ajuste estacional negativo en el empleo en diciembre de 2021 de alrededor de (-)319 mil empleos, el cual prácticamente se materializó con (-)313 mil empleos de acuerdo a cifras del IMSS, con lo cual se corrobora que el ajuste estacional del empleo se explica por otros factores que pueden estar relacionados, por ejemplo, con trabajos que por sus características se requiere que sean eventuales, o empleos que tienen ciclos productivos específicos con cierres de presupuestos con plazos definidos, entre otros.

Partiendo de lo anterior y con base en nuestro escenario de crecimiento económico, revisamos a la baja nuestra estimación de empleo y ahora prevemos que se crearán 618 mil nuevos puestos de trabajo en 2022 y un ligero descenso en la tasa de desempleo con cifras desestacionalizadas, que seguirá mostrando resistencia a la baja, y alcanzará un nivel de 3.4% a fin de periodo de 2022.

Cabe señalar que los incrementos al salario mínimo han representado avances importantes para la recuperación del poder adquisitivo de los trabajadores que lo perciben, pero todavía se encuentra muy rezagado en términos reales y de manera comparada se ubica como el más bajo entre los países de la OCDE. Es importante puntualizar que los incrementos del salario mínimo no han impactado a la distribución salarial de los trabajadores afiliados al IMSS; de hecho, lo que se observa es que se ha venido compactando la distribución salarial y se ha generado en los últimos años una mayor concentración de trabajadores en empleos de hasta 2 salarios mínimos e incluso han desaparecido puestos de trabajo con rango de salario de más de 18 salarios mínimos. Es decir, no se ha observado un efecto faro. El hecho de que se estén generando empleos de menor remuneración, y dada la dinámica reciente de inflación, ha implicado que en términos reales el salario y la masa salarial se hayan estancado en niveles previos a la pandemia, lo cual implica directamente una afectación al ingreso real disponible y por lo tanto al consumo, por lo que a pesar de las ganancias temporales en salario real y empleo, el mercado de trabajo todavía muestra niveles importantes de holgura.

Con respecto a la inflación, la general alcanzó 7.4% al cierre de 2021, con la subyacente en 5.9%, ambos niveles máximos para un año desde que Banxico estableció el esquema de metas de inflación (2001). Las presiones inflacionarias se generalizaron e intensificaron en la segunda mitad del año, con todos los subíndices principales mostrando un incremento en este periodo, con excepción del correspondiente a energéticos, que se desaceleró en la segunda mitad del año, pero aún así cerró por encima del nivel de la inflación general, en 8.7%. La inflación continúa presionada por los factores que la han afectado globalmente: i) los cuellos de botella por el lado de la oferta en un contexto de mayor demanda de mercancías, principalmente de alimentos, ii) los aumentos en los precios de los servicios en un contexto de reapertura de la economía y mayor movilidad tras el suavizamiento de las restricciones para contener los contagios, iii) el traspaso de mayores costos e incluso aumento de márgenes de utilidad en algunos sectores, y iv) sobre todo en la primera mitad del año, el fuerte repunte de los precios energéticos.

Hacia delante, prevemos una tendencia de desaceleración en la inflación, más rápida y marcada en la general que en la subyacente. Anticipamos que la inflación general tenderá a mostrar un menor ritmo de aumento interanual trimestre a trimestre, desde el primero hasta ubicarse en 4.1% al cierre del año. Por su parte, anticipamos que la inflación subyacente mostrará una tendencia alcista en el primer trimestre del año, y que descenderá más lentamente en los siguientes tres, para ubicarse en 4.5% al cierre del año. Para 2023 prevemos el regreso de la inflación a niveles más moderados y cercanos al promedio de la última década, de 3.5%.

En este contexto, Banxico incrementó la magnitud de su ciclo de subidas en la última reunión del año, aumentando la tasa monetaria en 50pb a 5.50%. Con ello, en nuestra opinión, señalaron que el ciclo de subidas “preventivo” hasta antes de dicho incremento, se aceleraría para posiblemente ubicar la tasa monetaria por arriba

de la neutral lo más pronto posible, con la intención de evitar que los persistentes elevados niveles de inflación afecten las expectativas de inflación de mediano plazo, y con ello, el proceso de formación de precios. Aunque la tasa monetaria es inefectiva para contrarrestar los factores 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 el mayor ritmo de aumento de la tasa monetaria en la primera reunión del año, llevando la tasa monetaria a 6.0% en febrero. Más adelante, en un contexto de subidas de tasas por parte de la Reserva Federal, prevemos que Banxico aumentará la tasa monetaria cuatro ocasiones más, reduciendo el ritmo, con aumentos de 25pb, hasta llevar la tasa a 7.0% a fin de año. Esta postura monetaria restrictiva incidirá negativamente sobre la actividad económica de este año y el próximo. En 2023, con la inflación dentro del rango objetivo, prevemos que Banxico iniciará una pausa prolongada en un contexto de gradual aumento de la tasa de fondos federales.

El rendimiento de los bonos a 10 años presentó un ajuste al alza, similar al experimentado por los bonos del Tesoro de Estados Unidos ante la postura más restrictiva por parte de la Reserva Federal. Con el nuevo escenario para la trayectoria de la tasa de monetaria y la inflación, revisamos nuestras previsiones para las tasas de interés. Con la expectativa de que Banxico continuará con una postura de normalización relativamente agresiva en los próximos meses y en línea con el acelerado proceso de retiro de estímulos monetarios a nivel global, prevemos que al cierre de 2022 el rendimiento de los Cetes a 3 meses rondará en torno a 7.0%, mientras que el rendimiento de los bonos gubernamentales a tasa fija a 10 años será de 8.1%.

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 ante el moderado crecimiento económico anticipado para este año. Lo anterior sugiere que la economía mexicana no presenta un problema de balanza de pagos.

En el periodo enero-noviembre, el balance primario del sector público registró un monto de 74.8 mil millones de pesos vs. 145.7 mil millones de pesos en el mismo lapso de 2020. Para este año, el gobierno federal tiene una meta de -83.6 mil millones de pesos (-0.3% del PIB) para dicho balance. Los ingresos públicos aumentaron 5.1% en términos anuales reales durante enero-noviembre mientras que el gasto público se expandió en 5.3% en dicho periodo. En lo concerniente a los ingresos tributarios, estos se incrementaron 0.6% en términos anuales reales en el periodo mencionado.

El crecimiento económico y la evolución de los ingresos tributarios serán dos factores relevantes que afectarán la calificación crediticia soberana que otorgan las tres principales agencias calificadoras. Si bien el gobierno federal se ha mantenido al margen de proponer una reforma fiscal que apunte los ingresos tributarios a través de la eliminación de exenciones al pago del IVA y mayores tasas impositivas sobre el ingreso, la expectativa de mayores ingresos tributarios para los próximos años 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. De cumplirse lo anterior y con estabilidad en la deuda pública (% del PIB), se mitigaría el riesgo de la pérdida del grado de inversión en los siguientes dos o tres años.

En nuestra opinión, resulta cuestionable que durante los siguientes años Pemex pueda recibir paquetes de apoyo financiero similares a los de 2020 y 2021. Para mejorar sus finanzas de una manera más permanente, la empresa productiva del Estado tendrá que controlar mejor su gasto operativo y enfocar su inversión en los campos petroleros más productivos. Adicionalmente, sería adecuado que se retomaran las asociaciones con el sector privado (*farmouts*), lo cual le permitiría a Pemex atraer capital y conocimiento para la exploración y producción de nuevos campos, sobre todo para aguas profundas. También sería conveniente que Pemex eficientice su actividad de refinación antes de pensar en su expansión, o que permita una mayor importación de gasolinas, lo cual tiene

menores costos que producir internamente. Hacia delante, Pemex tendrá más dificultades para obtener financiamiento en términos competitivos debido al creciente número de inversionistas globales que adoptan criterios de sustentabilidad ambiental en sus decisiones de inversión. Por ello, anticipamos que será el gobierno federal quien obtenga el financiamiento y se lo otorgue a Pemex mediante aportaciones patrimoniales.

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 analistas entre las que se encuentran la separación de áreas. La Política Corporativa se puede consultar en el sitio: 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 www.bbvaresearch.com