

# Situación México

2T22



# Panorama económico de menor crecimiento, elevada inflación y mayores tasas de interés

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

Abril 2022

- **Revisamos a la baja nuestra estimación de crecimiento para 2022 a 1.2% (2.2% previo)** ante la continua debilidad de la demanda interna, las revisiones a la baja del crecimiento del PIB de 1T21-3T21 efectuadas por el INEGI, y el efecto del conflicto en Ucrania.
- **Las expectativas para el consumo privado se ensombrecen ante un entorno de mayores precios**, con el indicador de condiciones críticas de empleo mostrando deterioro en meses recientes.
- **La inversión se encuentra 14% por debajo de su nivel de enero de 2019**, con la construcción mostrando el mayor rezago, ante la ausencia de políticas públicas que promuevan certidumbre para este componente de la demanda interna.
- **La extensión de los cuellos de botella ha frenado el crecimiento de la manufactura**, especialmente en el sector automotriz, que en el mes de enero registraba una capacidad utilizada de 73%.
- **La creación de empleo formal muestra fortaleza a inicio de año**, esto permite mantener nuestra perspectiva de creación de empleo. Sin embargo, se dispara la precariedad laboral por ingresos.
- **El conflicto en Ucrania representa disrupciones adicionales a las cadenas de valor** y una prolongación de los cuellos de botella en diversas industrias, en un entorno de política monetaria más restrictiva, factores que incidirán negativamente en el crecimiento.
- **Lenta recuperación de la economía mexicana**: Chile, Colombia, Perú y Argentina registran un crecimiento de 1T20 a 4T21 superior a 7.0% (acumulado), mientras que México se contrae (-)2.4% en el mismo periodo.
- **Anticipamos una desaceleración gradual de la inflación a partir del 2S22**; prevemos que la subyacente convergerá con el rango objetivo hasta el 2T23.
- **Ajustamos al alza nuestros pronósticos de inflación**: la inflación general cerrará el año en 5.6% y la subyacente en 5.0%.
- **Prevedemos que Banxico aumentará la tasa monetaria hasta alcanzar 8.0%**; un ciclo gradual de bajadas iniciará hasta 2S23 pero la postura monetaria se mantendrá restrictiva durante 2022-2024
- **Los elevados niveles de inflación y el entorno global de aversión al riesgo** continúan reflejándose en mayores tasas de interés y una curva de rendimientos más aplanada.
- **Pronosticamos un tipo de cambio de 21.20 pesos por dólar para el cierre de 2022** ante un peso resiliente con la ayuda de mayores precios petroleros, un bajo déficit de cuenta corriente y un amplio diferencial de tasa de interés.
- **La deuda pública se incrementará moderadamente en el mediano plazo** hasta alcanzar niveles alrededor de 52.5% del PIB en 2026.

Revisamos a la baja nuestra estimación de crecimiento para 2022 a 1.2% (2.2% previo) ante la debilidad de la demanda interna y los efectos del conflicto bélico en Ucrania sobre los precios, una política monetaria más restrictiva y las afectaciones a las cadenas globales de valor. A lo anterior se suma la revisión a la baja del crecimiento del PIB que efectuó el INEGI sobre las estimaciones de 1T21-3T21. De acuerdo con cifras oficiales del INEGI, la economía mexicana se estancó en 4T21, tras la contracción registrada en 3T21, de (-)0.7% TaT. El último trimestre de 2021 se vio afectado por una prolongación de los efectos de la nueva ley de *outsourcing* con impacto sobre el sector terciario, mismo que registró una caída de (-)0.6% TaT en ese periodo.

Con respecto a la demanda interna, las expectativas para el consumo privado se ensombrecen ante un entorno de mayores precios, con el indicador de condiciones críticas de empleo mostrando deterioro en meses recientes. El entorno se muestra desafiante para el consumo hacia adelante, ante el incremento en precios de materias primas y energéticos alrededor del mundo. La inversión por su parte aún se encuentra 14% por debajo de su nivel de enero de 2019, con la construcción mostrando el mayor rezago, ante la ausencia de políticas públicas que promuevan certidumbre para este componente de la demanda interna.

En términos de la oferta, la extensión de los cuellos de botella ha frenado el crecimiento de la manufactura, especialmente en el sector automotriz, que en el mes de enero registraba una capacidad utilizada de 73%, muy por debajo del 83% (promedio) registrado el año previo a la pandemia. El conflicto en curso entre Ucrania y Rusia representa disrupciones adicionales a las cadenas de valor y una prolongación de los cuellos de botella en diversas industrias, en un entorno de política monetaria más restrictiva.

La lenta recuperación de la economía mexicana se manifiesta en el comparativo con otros países de Latinoamérica: Chile, Colombia, Perú y Argentina han registrado un crecimiento de su actividad económica de 1T20 a 4T21 superior a 7.0% (acumulado), mientras que México en el mismo periodo registra una contracción de (-)2.4%. El efecto arrastre del débil crecimiento en 2022 tendrá impacto sobre el dinamismo del PIB en 2023, con efecto extendido de un mayor nivel de precios, lo que impone una revisión a la baja sobre nuestra estimación de crecimiento para 2023 a 2.1% (2.7% previo).

Recuperación del mercado laboral caracterizada por creación de empleos de bajos ingresos. Los efectos de la variante Ómicron de COVID-19 sobre el mercado laboral se disiparon rápidamente, lo que permitió que no hubiera nuevos confinamientos severos con un retorno casi por completo a las actividades laborales. A pesar de lo anterior, la tasa de participación laboral ha permanecido estancada en niveles similares previos a la pandemia (76.1%) lo que en gran medida ha contribuido a que la tasa de desocupación (3.7%) alcanzara niveles similares previos al confinamiento, y que la informalidad laboral se mantenga en 54.7%, solo 1.5pp por debajo de febrero del año anterior. El hecho más relevante en la dinámica reciente del mercado laboral es el sorprendente crecimiento de los niveles de precariedad laboral -vistos a través de la tasa de condiciones críticas de ocupación-; datos a febrero de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE) muestran que 31.2% se ubican en esta condición, récord histórico desde 2005.

En el caso del empleo formal, de enero a marzo el número de trabajadores afiliados al Instituto Mexicano del Seguro Social (IMSS) presentó un crecimiento importante alcanzando 386 mil nuevos empleos, con una tasa de crecimiento interanual que ha promediado 4.9% en estos tres meses, y que llevó a sumar un total de 21 millones de empleos afiliados al IMSS; pese a este impulso el nivel de empleo continúa 1.3 millones por debajo de su nivel de tendencia.

Al igual que los datos que presenta la ENOE, el empleo afiliado al IMSS también muestra señales de empeoramiento de los niveles salariales, en este sentido, datos a marzo muestran que prácticamente seis de cada diez trabajadores tienen un nivel de ingreso de hasta 2 Salarios Mínimos (SM), de hecho, actualmente hay 26% menos empleos con ingresos de más de 5 SM, por el contrario, el empleo de hasta 2 SM se ubica 14.2% por arriba. A pesar del empeoramiento de la distribución de ingresos, la masa salarial ha mantenido un ritmo de crecimiento importante explicado en mayor medida por las ganancias de empleo y en menor grado por el crecimiento de salario real, que ha estado afectado por los altos niveles de inflación.

Esperamos que la tasa de participación incremente en los próximos meses y los niveles de desempleo permanezcan en torno al 3.5% al cierre de año. En cuanto al empleo formal, mejora nuestro pronóstico de crecimiento pasando de 3.0% a 3.5% (fdp) esto a pesar de nuestra revisión a la baja del PIB, lo cual se explica por la fuerte dinámica de creación de empleo de principios de año y al efecto rezagado de reapertura de la economía. El fuerte impulso de inicio de año se irá desacelerando en los próximos meses.

La inflación en México continúa afectada por los mismos factores que la han presionado globalmente: i) cuellos de botella en las cadenas globales de producción y de abastecimiento (transporte), ii) mayores precios de materias primas, particularmente de energéticos y alimentos), iii) la mayor demanda por mercancías en el contexto de la recomposición del gasto hacia éstas durante el período de la pandemia, pero también iv) la recuperación más reciente de la demanda por servicios con la mayor movilidad tras el descenso gradual de los riesgos de salud asociados a la pandemia. Los efectos negativos de estos factores sobre la inflación han sido más fuertes y persistentes que lo que se anticipó. En este contexto, en México, la inflación general se ha mantenido elevada, mientras que la subyacente ha seguido aumentando. La inflación general se ubicó en 7.29% AaA en la primera quincena de marzo, nivel marginalmente inferior al del cierre de 2021 (7.36% AaA). Por su parte, la inflación subyacente siguió aumentando hasta alcanzar 6.68% AaA en la primera mitad de marzo, nivel 0.72 puntos porcentuales (pp) superior al observado al cierre del año anterior. En términos cualitativos, es importante resaltar que no solo la inflación subyacente ha mantenido una tendencia alcista sino también que las presiones se han intensificado en el caso de las mercancías y se han generalizado a los precios de los servicios. Del cierre de 2021 a la primera quincena de marzo la inflación interanual de las mercancías alimenticias aumentó 1.7pp (para alcanzar 9.8% AaA), la de las mercancías no alimenticias subió 0.5pp (para ubicarse en 7.1% AaA), mientras que la de los servicios no asociados a vivienda o colegiaturas solo repuntó 0.2pp adicionales, pero se ubica en 6.5% AaA. Por su parte, si bien la inflación no subyacente ha descendido respecto a los niveles promedio de 11.3% AaA observados en el cuarto trimestre de 2021, durante el primer trimestre de este año ha promediado 9.4% AaA.

Hacia delante, es previsible que algunas presiones globales se intensifiquen, en particular los precios de las materias primas, afectados por la invasión de Rusia a Ucrania, también es de esperarse que los otros factores que han afectado a la inflación desde el inicio de la pandemia la continúen por más tiempo. En este contexto, prevemos ahora una desaceleración más lenta de la inflación durante 2022-23. Prevemos que la inflación general promediará 6.3% en 2022, 0.6pp más que el promedio de 2021, pero mostrará una tendencia de gradual desaceleración, desde un promedio de 7.2% en 1T22 hasta uno de 5.6% en 4T22. Por su parte, anticipamos que la inflación subyacente promediará 6.0% durante el 2022, 1.3pp por encima del promedio observado en 2021, pero mostrará una tendencia de desaceleración a partir del tercer trimestre del año -prevemos que el promedio de 6.4% en el segundo trimestre sea similar al de 6.5% del primero-, hasta promediar 5.3% en el cuarto trimestre. Estimamos que la tendencia de desaceleración se acentuará en 2023 y que para la segunda mitad de ese año la inflación general promediará 3.8% y la subyacente 3.6%.

En este contexto, y si bien una postura monetaria restrictiva resulta poco efectiva para contrarrestar los factores que continúan presionando a la inflación y que no están asociados a presiones generalizadas de demanda -i.e., afectaciones en las cadenas de producción y aumento de precios internacionales de los insumos-, prevemos que Banxico continuará aumentando las tasas de interés durante todo el año hasta llevar la tasa de referencia a un nivel de 8.0%. Con estos incrementos, el banco central busca evitar un desanclaje de las expectativas de inflación de largo plazo que pondría en riesgo la tendencia de desaceleración gradual prevista para la inflación durante el resto de este año y el siguiente. Asimismo, anticipamos que en la segunda mitad de 2023, con la inflación subyacente 3pp por debajo del nivel actual y convergiendo gradualmente con la meta de 3.0%, Banxico iniciará un ciclo de bajadas muy lento que evitaría que la postura monetaria se volviera mucho más restrictiva. Por ello, prevemos que la tasa monetaria se ubicará en 7.50% a fines de 2023, en 6.50% a fines de 2024 y en un nivel neutral (de 5.50%) a fines de 2025.

Los elevados niveles de inflación, la intensificación en las expectativas de posturas monetarias más restrictivas por parte de los bancos centrales en la mayor parte del mundo y el entorno global de aversión al riesgo derivado de la incertidumbre ocasionada por la invasión de Rusia a Ucrania, continúan reflejándose en mayores tasas de interés y una curva de rendimientos más aplanada, caracterizada por el fuerte incremento de las tasas de corto plazo acompañado por un incremento más moderado de las tasas de largo plazo. Con ello, se prevé que al cierre de 2022 el rendimiento de los Cetes a 3 meses rondará en torno a 8.0%, mientras que el rendimiento de los bonos gubernamentales a tasa fija a 10 años será de 8.4%.

En el primer bimestre de 2022, los ingresos públicos cayeron 0.7% en términos anuales reales al ser afectados por la contracción de 1.9% por parte de los ingresos no petroleros. Este desempeño contrastó con el incremento anual real de 6.2% de los ingresos petroleros. En lo concerniente a los ingresos tributarios, estos se redujeron en 0.7% en términos anuales reales en el periodo mencionado. Al interior de estos últimos, el IVA y el IEPS gasolinas diesel mostraron una contracción anual real de 10.0% y 60.5%, respectivamente. Por su parte, el ISR creció 10.4% en términos anuales reales.

La guerra entre Rusia y Ucrania ha complicado el entorno macroeconómico global reduciendo las expectativas de crecimiento económico en distintas geografías y dificultando la encomienda de los bancos centrales por mantener una inflación baja y estable. El impacto económico en México derivado de la guerra ya se está sintiendo en mayores precios de energéticos y materias primas. Si bien el mayor nivel anticipado para el precio del petróleo tendrá un efecto favorable sobre los ingresos públicos en 2022, la recaudación por IEPS de gasolinas y diésel podría ser negativa de mantenerse la política de subsidiar el consumo de las gasolinas para evitar otro "gasolinazo" y un mayor impacto inflacionario. No obstante, anticipamos que, a nivel del sector público consolidado, los mayores ingresos petroleros serán más que suficientes para compensar el subsidio al consumo de estos combustibles.

## 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.bbvarresearch.com](http://www.bbvarresearch.com).

### 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

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