

# Situación México

3T22



# Mejora la expectativa de crecimiento para 2022 por el mayor dinamismo del primer semestre

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

Julio 2022

- **Revisamos al alza nuestra estimación de crecimiento para 2022 a 2.0%** (1.2% previo) ante el buen desempeño de la primera mitad del año impulsada por el sector terciario.
- **Estimamos que el impulso de 1S22 no se prolongará el resto del año**, a medida que los hogares y las empresas enfrentan la persistencia de altos precios y mayores tasas de interés.
- **La inversión se encuentra 9% por debajo de su nivel de enero de 2019**, con las cadenas globales de valor impulsando el segmento de maquinaria y equipo, y la construcción mostrando el mayor rezago.
- **Los cuellos de botella se desvanecen en la manufactura, especialmente en el sector automotriz**; la capacidad utilizada alcanza 90% en la industria de vehículos ligeros.
- **Revisamos a la baja nuestra estimación de crecimiento para 2023 a 1.6%** (2.1% previo) ante el futuro deterioro del consumo privado y la inversión en un entorno de alta inflación y condiciones monetarias más restrictivas.
- **La creación de empleo formal se fortalece al cierre de año**, sin embargo, dada nuestra revisión de crecimiento reducimos nuestra expectativa para 2023.
- **Anticipamos una desaceleración gradual de la inflación a partir del 4T22**; prevemos que la subyacente convergerá con el rango objetivo hasta el 2T23.
- **Nuevamente recorremos el pico de la inflación, que ahora prevemos para el 3T**; la inflación no subyacente se ha desacelerado favorecida por los subsidios a la gasolina, pero la subyacente ha continuado aumentando.
- **Banxico aceleró su ritmo de subidas**: ahora anticipamos una tasa terminal en el ciclo de 9.50%, que prevemos se alcanzará a fin de este año.
- **Las tasas de interés a lo largo de la curva siguen subiendo ante la incertidumbre del nivel de llegada de la tasa objetivo de Banxico**; el diferencial entre las tasas a 10 años de México y Estados Unidos se mantiene en torno a 600pb a medida que avanza el proceso de endurecimiento monetario en ambos países.
- **Pronosticamos un tipo de cambio de 20.60 pesos por dólar para el cierre de 2022** ante un peso que sigue mostrando fortaleza relativa por los amplios diferenciales de tasa de interés.
- **El déficit público se mantendrá en niveles similares a los observados en años recientes**; prevemos que se ubique en 3.1% y 2.8% en 2022 y 2023, respectivamente.

El crecimiento del primer trimestre del año superó las expectativas con una variación trimestral real de 1.0%, y un crecimiento de 3.4% TaT del consumo privado. El Indicador de Consumo Big Data BBVA Research (ICBD BBVA Research) mostró un rápido crecimiento en el segmento de servicios, en particular los relacionados al turismo y al entretenimiento, durante los meses de marzo y abril, impulsado por los periodos vacacionales de México y EE.UU. Los últimos datos del IGAE apuntan hacia un desempeño positivo en el 2T22, ante el continuo dinamismo del sector terciario durante abril, y considerando el efecto arrastre del primer trimestre del año. El crédito al consumo

en conjunto con la recuperación del empleo formal (y en menor medida el ahorro financiero) ha respaldado el gasto privado, con el saldo total de la cartera del consumo de intermediarios financieros todavía 10% por debajo de su nivel pre-COVID, y con el saldo de la captación total (vista más plazo) registrando una cifra 6% por arriba de su nivel pre-pandemia. En el mes de mayo, la masa salarial se encontraba 9% por arriba de su nivel anterior a la pandemia.

Hacia delante, anticipamos que el impulso del 1S22 no se prolongará el resto del año; los indicadores más recientes de actividad muestran ya una ralentización en el consumo que esperamos se profundizará en la segunda mitad del año y hacia 2023, en un contexto de altos precios y mayores tasas de interés. El ICBDBBVA Research muestra menor dinamismo en mayo-junio, mientras que el Índice de Condiciones Críticas de Empleo del INEGI apunta ya hacia un deterioro de las condiciones en el mercado laboral, que anticipamos se extenderá a la segunda mitad del año.

La inversión total, por su parte, se encuentra 9% por debajo de su nivel de enero de 2019, con las cadenas globales de valor impulsando el segmento de maquinaria y equipo. Este último ha alcanzado una cifra 7% por arriba de su nivel pre-COVID, mientras que el sector construcción se encuentra 16% por debajo de dicho nivel. El análisis por componentes muestra que tanto la construcción residencial como no residencial se encuentran rezagadas. Anticipamos que este componente de la demanda interna se debilitará hacia adelante a medida que las empresas enfrenten mayores tasas de interés, en un contexto de falta de políticas públicas para promover la inversión.

Con respecto al sector manufacturero, los cuellos de botella se desvanecen gradualmente especialmente en el sector automotriz; la capacidad utilizada en la industria de vehículos ligeros ha alcanzado 90% de su nivel previo a la pandemia, señalando la recuperación en la producción e importación de autopartes (incluyendo semiconductores). Las exportaciones totales de la manufactura (excluyendo al sector automotriz) se encuentran en un nivel 32% por arriba del dato pre-pandemia.

Considerando los factores anteriores, revisamos al alza nuestra estimación de crecimiento para 2022 a 2.0% (1.2% previo) ante el buen desempeño de la primera mitad de este año. Por otro lado, revisamos a la baja nuestra estimación de crecimiento para 2023 a 1.6% (2.1% previo) ante el futuro deterioro del consumo privado y la inversión en un entorno de alta inflación y condiciones monetarias más restrictivas.

De acuerdo con cifras a mayo de 2022 de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo del INEGI, la tasa de participación laboral ha permanecido estancada en niveles similares a los registrados antes de la pandemia, alcanzando un nivel de 59.6%, 0.5pp por debajo del porcentaje registrado en febrero de 2020. Este estancamiento de la tasa de participación y la reactivación de la economía ha permitido que la tasa de desocupación se encuentre en uno de sus niveles más bajos (3.4%). La tasa de informalidad también continúa estancada (55.7%), lo cual se explica en parte por la dinámica de la tasa de participación laboral, ya que al inicio de la pandemia 8 de cada 10 trabajos expulsados del mercado laboral fueron informales y aún existe un exceso de Población No Económicamente Activa (PNEA) disponible de más de 2 millones de personas. Lo más relevante en el desempeño actual del mercado de trabajo es el comportamiento que ha tenido la tasa de condiciones críticas de ocupación, la cual continúa con una tendencia creciente, que después de mostrar un nivel récord en marzo de 2022 (33.2%) ha presentado una ligera desaceleración ubicándose en 30.5% y a nivel urbano en 27.0% (vs 28.8% en marzo).

En el caso del empleo formal, durante el primer semestre del año se han creado 449 mil empleos de acuerdo con cifras de trabajadores afiliados al Instituto Mexicano del Seguro Social (IMSS) con un crecimiento interanual de 4.4% a junio de 2022, alcanzando un total de 21.1 millones de empleos; pese a este impulso, el nivel de empleo continúa 1.4 millones por debajo de su nivel de tendencia. El empleo permanente sigue mostrando cierta fortaleza,

con un crecimiento interanual de 5.6%, y una creación acumulada de 358 mil empleos en lo que va del año. El salario real continuó creciendo en mayo (3.1% AaA), con tasas interanuales promedio de 2.9% durante los últimos tres meses; en este sentido, la creación de empleo y las revisiones salariales han logrado impulsar al salario y masa salarial reales pese a los altos niveles de inflación, pero dada la elevada inflación es previsible que se desacelere en los próximos meses.

Esperamos que la tasa de participación continúe incrementándose de manera gradual y los niveles de desempleo permanezcan en torno al 3.2% al cierre de año. En cuanto al empleo formal, mejora nuestro pronóstico de crecimiento pasando de 3.5% a 4.1% (fdp) lo cual se explica por nuestra revisión de crecimiento y al buen desempeño de creación de empleo de inicio de año.

La inflación continuó aumentando durante el segundo trimestre, alcanzando nuevos máximos en la actual dinámica de presiones inflacionarias. Si bien la inflación no subyacente ha disminuido impulsada por los subsidios a los precios de la gasolina, la inflación subyacente ha subido aún más. Así, al cierre del 2T (en junio), la inflación general alcanzó 8.0% AaA (+0.6pp respecto al cierre de 2021 y 5pp por encima de la meta de Banxico) y la subyacente se ubicó en 7.5% AaA (+2.6pp respecto al cierre del año anterior). Las presiones continúan siendo generalizadas, pero las mayores presiones continúan en las mercancías, principalmente en las alimenticias (la inflación de este subíndice alcanzó 11.8% AaA en junio). Por su parte, los precios de los servicios distintos a los relacionados con la vivienda y colegiaturas se han estabilizado recientemente (6.6% AaA en junio) pero siguen mostrando niveles elevados. Por las mayores presiones a las anticipadas ahora prevemos que la inflación alcanzará su punto máximo en el 3T (en comparación con la expectativa anterior de que éste fuera alcanzado en 2T). Continuamos previendo que la inflación comenzará a mostrar signos claros de un punto de inflexión en el 4T; no obstante, prevemos un ritmo de desaceleración un poco más lento en comparación con las trayectorias esperadas por Banxico. Anticipamos que la inflación general promediará 7.7% AaA en el 4T (0.2 pp por encima del nuevo pronóstico de Banxico) con un promedio de inflación subyacente de 7.1% AaA en el mismo trimestre (+0.3 pp en comparación con el pronóstico de 6.8% AaA de Banxico). Prevemos que la tendencia de desaceleración de la inflación será marcada durante el próximo año y anticipamos que la inflación general se ubicará en 4.1% AaA al cierre de 2023 y que la subyacente se desacelerará hasta un nivel de 3.7% para ese momento.

En este contexto, Banxico seguirá aumentando el nivel de la tasa monetaria para evitar el desanclaje de las expectativas de inflación de largo plazo y mantener un amplio diferencial de tasas de interés, que le continúe dando soporte a la fortaleza relativa del peso. En la última reunión, Banxico aceleró el ritmo de subidas, elevando la tasa monetaria 75pb a 7.75%. Además, señaló que en su próxima reunión (en agosto) era posible otra subida de esta misma magnitud. Dado que hay una alta probabilidad de que la Reserva Federal repita en la reunión programada para julio, el aumento de 75pb que decidió en junio anticipamos que Banxico también repetirá su último movimiento de aumento de 75pb en su próxima reunión en agosto, llevando la tasa a 8.50%. Además, nuestro escenario base es que la Fed aumentará la tasa de fondos federales otros 50pb en septiembre y después dos aumentos de 25pb en noviembre y diciembre. Consideramos que ante los riesgos al alza en la inflación, los elevados niveles actuales en comparación con la meta, y para mantener un amplio diferencial de tasas de interés, Banxico igualará los 175pb de aumentos adicionales que anticipamos para la Reserva Federal. Por lo tanto, esperamos que Banxico lleve la tasa de política monetaria a 9.50% para diciembre. Creemos que ese nivel representará el pico del actual ciclo de subidas, dado que nuestra expectativa es que la inflación comience a moderarse a partir del 4T22 y la economía seguirá mostrando mucha holgura. Es decir, no habrá necesidad de aumentar más la tasa nominal en un contexto en el que la tasa real estará aumentando por la disminución prevista para la inflación. Así, prevemos que durante 2023 Banxico dejará de acompañar los movimientos adicionales que podría implementar la Reserva Federal (+50pb en 1S23), si es que esta última continúa aumentando la tasa de

fondos federales en ese momento. De hecho, prevemos que los elevados niveles de la tasa real (ex ante y ex post) llevarán a Banxico a iniciar un ciclo gradual de bajadas a partir de 3T23.

Durante las últimas semanas se han presentado episodios de volatilidad en los mercados financieros que han llevado al rendimiento de los Bonos M a 2 años (el cual suele ser un buen indicador de mercado de la postura monetaria esperada en el corto plazo) a oscilar en torno a 9.5% desde mediados de junio, alcanzando niveles a cierre de día no registrados desde el 2005. Por su parte, el rendimiento de los Bonos M a 10 años alcanzó niveles cercanos a 9.3%, similares a los alcanzados a fines de 2018. Con ello, el diferencial entre los rendimientos a 10 y 2 años se mantiene en terreno negativo desde hace algunas semanas y prevemos que continúe así hasta que Banxico concluya y eventualmente revierta el ciclo de subidas (o dé señales de estar próximo a hacerlo), en virtud de que mientras el escenario inflacionario mantenga su carácter global, el nivel de las tasas de largo plazo en México resultará atractivo para el capital extranjero. El diferencial entre las tasas a 10 años de México y EEUU se mantiene en torno a 600pb a medida que avanza el proceso de endurecimiento monetario en ambos países.

En enero-mayo de 2022, los ingresos públicos se incrementaron 4.0% en términos anuales reales al ser favorecidos por la expansión de 26.9% por parte de los ingresos petroleros. Por su parte, los ingresos no petroleros mostraron apenas una variación anual real de 0.1%. Si bien los ingresos tributarios registraron un aumento anual real de 3.3%, los ingresos no tributarios cayeron 34.0% al ser afectados por un efecto base adverso. Al interior de los ingresos tributarios, la recaudación del ISR creció 15.5% en términos anuales reales mientras que los ingresos por IVA prácticamente se mantuvieron en el mismo nivel de pesos constantes. En contraste, la recaudación por el IEPS de gasolinhas y diésel registró una contracción de 92.2% debido a la política del gobierno para contener el aumento en los precios de esos combustibles. Prevemos que esta política continúe por el resto del año y que la pérdida en recaudación sea más que compensada por el excedente de los ingresos petroleros.

El saldo histórico de los requerimientos financieros del sector público registró un nivel de 46.5% del PIB en mayo versus 50.0% en diciembre del año pasado. Esta reducción se explica por la contribución de 1.8 y 1.7 puntos porcentuales de los componentes interno y externo, respectivamente. Prevemos que este concepto amplio de deuda pública cierre el año en 50.2% del PIB y muestre un crecimiento moderado en los siguientes años para ubicarse en 52.3% del PIB a finales de 2026. Por su parte, anticipamos que el déficit público sea 3.1% y 2.8% en 2022 y 2023, respectivamente. El manejo disciplinado de las finanzas públicas mitigará considerablemente el riesgo de la pérdida del grado de inversión.

## 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)