

Situación México

Octubre 2022



Vientos en contra desacelerarán el crecimiento económico en 2023

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

Octubre 2022

- **Revisamos a la baja nuestra estimación de crecimiento para 2023 a 0.6% (1.6% previo)**, ante el deterioro de la demanda interna en un entorno de alta inflación, mayores tasas de interés y menor crecimiento en EE.UU.
- **El consumo privado se ralentiza desde mayo, con mayor rapidez en agosto**, de acuerdo con cifras del Indicador de Consumo Big Data BBVA Research.
- **La inversión se encuentra 10% por debajo de su nivel de enero de 2019**, con las cadenas globales de valor impulsando la resiliencia del segmento de maquinaria y equipo, y la construcción mostrando el mayor rezago.
- Los cuellos de botella en el sector automotriz se desvanecen, **mientras que industrias como la de alimentos procesados enfrentan dificultades a raíz del conflicto en Ucrania**; se suma la debilidad de la demanda.
- **El sector informal contribuye al deterioro de las condiciones laborales**; el número de empleados que reporta un ingreso por hora por debajo de un salario mínimo se ha elevado sustancialmente desde 4T21.
- **Mantenemos sin cambio nuestra estimación de crecimiento para 2022 en 2.0%**, considerando el rebote de 1S22, pero con desaceleración hacia adelante.
- **Ajustamos nuestra previsión de empleo a la baja debido a que anticipamos un menor crecimiento del empleo respecto a nuestra previsión anterior**. El próximo año la masa salarial mostrará menor dinamismo dada la menor creación de empleo esperada.
- **Anticipamos una estabilización de la inflación en 4T22 y una marcada desaceleración durante 2023**; no obstante, anticipamos que al cierre del año sólo alcanzará a descender a niveles en torno al límite superior del rango de variabilidad de la meta de Banxico (i.e., a c. 4.0%).
- **Banxico no se desvinculará de la Fed en el corto plazo y llevará la tasa monetaria a 10.50% a fin de año y a un máximo en el ciclo de 10.75% en febrero**.
- Si bien el banco central mantendrá una postura restrictiva durante 2023, **anticipamos el inicio de un ciclo de bajadas en 3T23 y pensamos que será más rápido de lo anteriormente previsto**.
- **La curva soberana de rendimientos nominales ha continuado desplazándose hacia arriba** a medida que se aproxima el fin del ciclo de tensionamiento monetario de Banxico.
- **Pronosticamos un tipo de cambio de 20.30 pesos por dólar para el cierre de 2022** ante un peso que sigue mostrando fortaleza relativa por los amplios diferenciales en tasas de interés, disciplina fiscal, bajo déficit de cuenta corriente y flujos de remesas e Inversión Extranjera Directa (IED).
- **Las mayores tasas de interés elevarán el costo financiero de la deuda pública a 3.4% del PIB en 2023 vs. 3.1% en 2022**; la mayor participación del gasto no programable al interior del gasto público total reducirá el margen de maniobra del gobierno federal en 2023.

El rebote de la actividad económica en 1S22 se desvanece, a medida que la demanda se deteriora en un contexto de alta inflación, mayores tasas de interés, y un crecimiento de EE.UU. más débil. El Indicador de Consumo Big Data BBVA Research ha mostrado una rápida desaceleración desde mayo, registrando una variación negativa en agosto (con la mayor caída los segmentos de bienes y ocio). El último dato del IGAE señala un crecimiento moderado de 0.4% en julio, mientras que el Indicador Oportuno de Actividad Económica del INEGI, anticipa nulo crecimiento en agosto.

Con respecto al sector manufacturero, los cuellos de botella en el sector automotriz se diluyen, considerando el restablecimiento de la oferta de semiconductores. No obstante, otras industrias enfrentan dificultades en su cadena de suministro (y rápido crecimiento del precio de sus insumos) a raíz del conflicto bélico en Ucrania. En particular, la industria de alimentos procesados ha reportado una reducción en su capacidad utilizada desde marzo, como resultado de las afectaciones en la oferta y costo de fertilizantes, aceite vegetal, y otros insumos, derivadas del conflicto. El Indicador Multidimensional de la Manufactura BBVA, creció 6.4% en agosto (AaA), llevando el promedio de la variación interanual de los dos primeros meses de 3T22 a 5.8%, 0.9 pp por debajo del 6.8% observado en el mismo periodo de 2T22. Por su parte el Indicador IMEF manufacturero se ubicó en territorio de contracción (49.4), por segunda ocasión durante el año (tras registrar un nivel de 51.2 en julio), reforzando la señal de debilidad en la manufactura durante el tercer trimestre del año.

En cuanto a la inversión fija bruta, a la fecha se encuentra 10% por debajo de su nivel de enero de 2019, con el segmento de la construcción mostrando el mayor rezago (en especial su componente residencial). Las cadenas globales de valor y el denominado *nearshoring* parecen impulsar la resiliencia del segmento de maquinaria y equipo, que actualmente se encuentra 8% por arriba de su nivel de enero de 2019. La recesión técnica en EE.UU. (a mediados del próximo año) tendrá un efecto negativo sobre la IED, mientras que la incertidumbre política (asociada a las controversias con respecto al T-MEC, y el próximo periodo de elecciones) sumarán a la debilidad de la inversión.

En lo referente al sector informal de la economía, los datos más recientes de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE) sugieren un impacto negativo de dicho segmento de actividad sobre las condiciones laborales, lo que contribuirá al deterioro del consumo. El número de empleados con un ingreso por hora por debajo de un salario mínimo se ha incrementado de forma dramática desde el 4T21 (a la fecha se encuentra 42% por arriba de su nivel de 1T21), mientras que el número de empleos con mejores remuneraciones se ha reducido. Los datos de la ENOE también muestran que el deterioro del ingreso se ha acentuado para trabajadores que pertenecen a los segmentos de empleadores y autoempleados (en contraposición a lo que se observa en el segmento de trabajadores subordinados y asalariados, usualmente formales, quienes han registrado un incremento en su ingreso por hora).

Considerando los factores antes mencionados, estamos revisando a la baja nuestra estimación de crecimiento para 2023 a 0.6% (1.6% previo). Mantenemos nuestra previsión del crecimiento del PIB en 2.0% para 2022, considerando el rebote de 1S22, pero con desaceleración hacia adelante.

El mercado de trabajo ha mostrado un dinamismo impulsado por el crecimiento económico del primer semestre del año. Cifras desestacionalizadas de la ENOE muestran que en agosto la tasa de desempleo fue de 3.3%, nivel 0.9 pp por debajo del promedio histórico desde 2005. Los niveles de subocupación (7.7% a nivel nacional y urbano) también se ubicaron por debajo del promedio histórico y pre-pandemia, mismo caso para la tasa de informalidad que se encuentra incluso 2.6 pp por debajo del promedio histórico.

En referencia al empleo formal, datos al mes de septiembre también muestran que el mercado de trabajo formal ha tenido una dinámica positiva de creación de empleo con tasas interanuales que han promediado 4.5% a lo largo del año, 0.9 pp mayor a lo que se presentó en el periodo de abril a diciembre de 2021 cuando se logró tener nuevamente tasas de crecimiento interanuales positivas después de la afectación de la pandemia. Esta dinámica de creación de empleo ha estado marcada por un crecimiento del empleo permanente, el cual se ubica 5.0% por arriba del nivel pre-pandemia; esto es positivo dado que el empleo permanente da mayor estabilidad a los trabajadores en su empleo. La recuperación del empleo contrasta cuando lo desagregamos por nivel de ingreso, ya que aún existe un rezago en la recuperación del empleo de más de 3 salarios mínimos. En cambio, los empleos de hasta dos salarios mínimos se han recuperado más rápido y se encuentran 13.1% por arriba del nivel pre-pandemia. A pesar de esto, a nivel agregado, la masa salarial real ha sido resiliente no sólo al rezago en la composición del empleo por nivel de ingreso, sino también a los altos niveles de inflación, y hasta el momento se ubica 8.3% por arriba del nivel de febrero de 2020 e incluso con una tasa de crecimiento interanual de 6.4% en septiembre, sin embargo, la fortaleza de la masa salarial comienza a mostrar señales de agotamiento.

La fortaleza del mercado laboral se verá afectada por la desaceleración de la economía, por lo cual esperamos que la tasa de desempleo se ubique en 3.3% a.e. y 3.2% a.e. al cierre del cuarto trimestre de 2022-23. En el caso del empleo formal para 2022 realizamos un pequeño ajuste a la tasa de crecimiento interanual de fin de periodo de 4.1% a 3.9% lo que implica una creación de 800 mil nuevos empleos y para 2023 de 2.7% a 2.5%, lo que representa un crecimiento neto de empleo al final de periodo de solo 528 mil.

La inflación mantuvo su tendencia alcista durante el tercer trimestre, alcanzando nuevos máximos desde que se adoptó el objetivo de inflación de 3.0%. Las presiones siguen siendo generalizadas, pero el componente subyacente se aceleró a mayor ritmo durante el último trimestre. Así, al cierre del 3T (en septiembre), la inflación general alcanzó 8.7% AaA (+0.7 pp y +1.3 pp respecto al cierre del 2T y de 2021, respectivamente, y 5.7 pp por encima de la meta de Banxico) y la subyacente se ubicó en 8.3% AaA (+0.8 pp y +2.3 pp respecto al cierre del trimestre y año anteriores, respectivamente). Las presiones sobre la subyacente continúan siendo generalizadas, pero las mayores presiones continúan en las mercancías, principalmente en las alimenticias (la inflación de este subíndice alcanzó 13.4% AaA en septiembre, 1.5 pp por encima del nivel de junio y 5.3 pp por encima del de diciembre pasado). Por su parte, la inflación interanual de los servicios distintos a los relacionados con la vivienda y colegiaturas repuntó 0.8 pp en el tercer trimestre, a 7.4% AaA al cierre del mismo. Prevemos que la inflación general habría tocado su pico en ago-sep, y que la subyacente, o lo habría alcanzado en septiembre, o tendría un ligero aumento adicional en octubre. Anticipamos que ambas descenderán ligeramente al cierre del año a niveles de 8.5% y 8.0%, respectivamente. Continuamos previendo que la inflación comenzará a mostrar signos más claros de desaceleración a partir de 1T23; no obstante, prevemos que ambas, la general y la subyacente, se mantendrán por arriba del 4.0% durante prácticamente todo el año y que sólo alcanzarán dicho nivel al cierre del próximo año. Estas trayectorias son similares a las recientemente actualizadas por Banxico. Así, prevemos que la tendencia de desaceleración de la inflación será marcada durante el próximo año, si bien por los niveles de partida, se mantendrá en promedio muy elevada (5.7% vs 8.0% previsto para 2022).

En un contexto de elevada inflación y en ausencia (todavía) de signos de inflexión, 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. Prevemos que Banxico mantendrá el mismo ritmo de subidas que la Reserva Federal (Fed) para mantener sin cambios el diferencial de 600 pb entre la tasa monetaria y la tasa de fondos federales. Así, considerando que anticipamos que la Fed aumentará la tasa de fondos federales 75 pb en noviembre y 50 pb en diciembre, Banxico igualará esas subidas y llevará la tasa monetaria a 10.50%. El ciclo de subidas de Banxico terminará cuando concluya el de la

Fed dado que Banxico evitará desvincularse en el corto plazo. Así, ahora prevemos que el pico del ciclo se alcanzará en un nivel de 10.75%. Después, Banxico mantendrá una pausa prolongada que anticipamos dure algo menos que la de la Fed. Si bien el banco central mantendrá una postura restrictiva durante 2023, anticipamos el inicio de un ciclo de bajadas en 3T23 y pensamos que será más rápido de lo anteriormente previsto. Consideramos que con tasas reales ex-post y ex-ante en torno a 5.75% y 7.00%, respectivamente en 3T23, Banxico iniciará un ciclo de bajadas en 3T23 para evitar una postura monetaria excesivamente restrictiva en un contexto más benigno de inflación (con una gradual convergencia a la meta) y de debilidad económica. Por ello, ahora anticipamos que la tasa monetaria cerrará 2023 en 10.00% y 2024 en 8.00%.

La curva soberana de rendimientos nominales ha continuado desplazándose hacia arriba a medida que se aproxima el fin del ciclo de tensionamiento monetario de Banxico, con las tasas de largo plazo subiendo a un menor ritmo del que lo han hecho las tasas de corto plazo. El 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) se encuentra por encima de 10% desde la última quincena de septiembre, alcanzando niveles no registrados desde el 2001. Por su parte, el rendimiento de los Bonos M a 10 años se encuentra en niveles cercanos a 9.6%, no alcanzados desde 2008. Con ello, el diferencial entre los rendimientos a 10 y 2 años se mantiene en terreno negativo desde mayo de este año 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 EE.UU. se mantiene entre 550 y 600 pb a medida que avanza el proceso de endurecimiento monetario en ambos países. Con el nuevo escenario para la senda de la tasa objetivo de Banxico, ahora prevemos que el rendimiento de los Bonos M a 10 años alcanzará un máximo de 10.4% para mediados del próximo año.

En enero-agosto de 2022, los ingresos públicos se incrementaron 4.4% en términos anuales reales al ser favorecidos por la expansión de 35.8% por parte de los ingresos petroleros. Por su parte, los ingresos no petroleros mostraron una contracción anual real de 1.4%. Los ingresos tributarios registraron una caída anual real de 0.4% mientras que los ingresos no tributarios cayeron 19.9% al ser afectados por un efecto base adverso. Al interior de los ingresos tributarios, la recaudación del ISR creció 14.8% en términos anuales reales mientras que los ingresos por IVA aumentaron 2.7%. En contraste, la recaudación por el IEPS de gasolinas y diésel registró una contracción de 149.8% debido a la política del gobierno para contener el aumento en los precios de esos combustibles.

El saldo histórico de los requerimientos financieros del sector público registró un nivel de 45.7% del PIB en junio versus 49.9% en diciembre del año pasado. Esta reducción se explica por la contribución de 2.1 y 2.2 puntos porcentuales de los componentes interno y externo, respectivamente. Prevemos que este concepto amplio de deuda pública cierre el año en 49.6% del PIB y muestre un crecimiento moderado en los siguientes años para ubicarse en 51.9% del PIB a finales de 2027. En relación con el déficit público, anticipamos que será de 3.0% y 3.6% en 2022 y 2023, respectivamente.

El paquete económico, anunciado por el gobierno federal a principios de septiembre, exhibe un considerable sesgo a la baja para el balance de riesgos de los ingresos tributarios anticipados para 2023 debido a que su estimación se hizo bajo un supuesto de crecimiento económico de 3.0%. No obstante, el gobierno federal priorizará el cumplimiento de la meta de déficit primario de 0.2% del PIB, pero su margen de maniobra estará limitado por la mayor participación del gasto no programable al interior del gasto público total, la cual pasará de 26.5% en 2022 a 28.4% el próximo año. Como prevemos que continuará la disciplina fiscal bajo cualquier escenario económico, el riesgo de la pérdida del grado de inversión es muy bajo.

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.bbvarsearch.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

bbvarsearch@bbva.com www.bbvarsearch.com