Escenarios Macroeconómicos

Actualización Trimestral

Economía **21 de junio de 2023**

Contactos

Paulina Villanueva
Asociada de Análisis Económico y Deuda Soberana
paulina.villanueva@hrratings.com

Edgar González
Asociado de Análisis Económico y Deuda Soberana
edgar.gonzalez@hrratings.com

Álvaro Rodríguez
Director de Finanzas Públicas Quirografarias y Deuda Soberana
alvaro.rodriguez@hrratings.com

Ricardo Gallegos
Director General Adjunto de Análisis Económico
ricardo.gallegos@hrratings.com

Felix Boni
Director General de Análisis
felix.boni@hrratings.com

HR Ratings presenta la actualización de sus escenarios macroeconómicos para el segundo trimestre de 2023. El crecimiento económico de 2023 se revisa al alza, impulsado por mejores resultados en el 1T23

Elementos clave de los escenarios:

- **HR Ratings revisa al alza su expectativa de crecimiento para 2023 a 2.7% real anual** (vs. +1.5% previo). Esto obedece a un crecimiento mayor al anticipado en el primer trimestre de 1.0% (1T23), como resultado del avance en el sector terciario, lo cual incrementa la base para el resto del año.
- **Para 2024, anticipamos que el PIB se desacelerará a 2.1% real anual**, similar a la estimación previa, como resultado del efecto restrictivo de la política monetaria y una desaceleración esperada en el crecimiento en EUA que frenará parte del dinamismo proveniente de la demanda externa.
- **HR Ratings recorta su expectativa de inflación en 2023, a 4.80%** desde el 5.20% previo, debido a mejores resultados impulsados por caídas en el componente no subyacente. Para el cierre de 2024, prevemos que la inflación se ubicará en 4.0% (vs. 4.1% previo).
- **Nuestro escenario base considera que el Banco de México recortará la tasa de interés de referencia en 25pb en el último trimestre del año para cerrar 2023 en un nivel de 11.0%**. En 2024, se prevé que la tasa disminuirá a 8.25%, a medida que la inflación se ubique cerca al límite superior del rango objetivo de inflación de Banxico.
- **El tipo de cambio para el cierre del 2023 se revisó a P$18.0 vs. P$19.70 previo.** Esta mejora refleja la fortaleza que ha desempeñado el peso MXN en el 1S23. Para 2024, prevemos que la moneda se ubicará en un nivel de P$18.9, por debajo del P$20.80 de la estimación previa.
- **Para la Mezcla Mexicana de Exportación, mantenemos nuestro pronóstico para 2023 con un precio promedio de 64 dólares por barril (dpb)**, mientras que para 2024 registraría un ligero descenso para situarse en 63.3 dpb.
- **En el panorama internacional, se revisó al alza el pronóstico de crecimiento económico de Estados Unidos (EUA) para 2023 a 1.6% real anual**, desde el 1.0% previo. Para 2024, la proyección de crecimiento se revisó ligeramente a 1.1% desde el 1.0% previo.
- **La inflación en EUA se revisó a la baja a 3.1.% para el cierre de 2023** desde el 4.1% debido a una desaceleración más rápida a la anticipada en el índice general, como resultado de caídas importantes en los precios del componente no subyacente. Para 2024, se espera que la inflación descienda hasta 2.60% y se compara con el 3.1% de la revisión anterior.
- **En cuanto a la tasa de política monetaria de la Reserva Federal (Fed), nuestra proyección considera un alza adicional de 25pb**, lo que llevará la tasa de política monetaria a un rango de 5.25% a 5.50% (5.38% rango medio) y mantendrá este nivel el próximo año. Para 2024, prevemos que habrá recortes por 100pb y la tasa de referencia cerrará en un rango de 4.25% a 4.50% (4.38% rango medio).

Escenarios Macroeconómicos

Actualización Trimestral

Economía

21 de junio de 2023

Proyecciones Económicas de HR Ratings

Figura 1. Proyecciones Económicas del Escenario Base de HR Ratings

Año	Escenario	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Producto Interno Bruto (PIB) Real*	Nuevo Escenario	18,838	19,229	19,614	20,006	20,405	20,813	21,230	21,655	22,088
	Escenario Previo	18,623	19,015	19,394	19,783	20,179	20,582	20,995	21,416	21,847
Crecimiento Real del PIB	Nuevo Escenario	2.68%	2.07%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
	Escenario Previo	1.46%	2.11%	1.99%	2.00%	2.00%	2.00%	2.01%	2.01%	2.01%
Inflación en México al Cierre	Nuevo Escenario	4.80%	4.01%	3.75%	3.70%	3.70%	3.70%	3.70%	3.70%	3.70%
	Escenario Previo	5.20%	4.10%	3.82%	3.75%	3.70%	3.70%	3.70%	3.70%	3.70%
Tasa de Referencia Nominal al Cierre	Nuevo Escenario	11.00%	8.25%	7.25%	7.00%	6.50%	6.50%	6.50%	6.50%	6.50%
	Escenario Previo	11.50%	8.50%	7.50%	7.25%	6.75%	6.75%	6.75%	6.75%	6.75%
Tasa de Referencia Real al Cierre (ex-post)	Nuevo Escenario	5.92%	4.08%	3.37%	3.18%	2.70%	2.70%	2.70%	2.70%	2.70%
	Escenario Previo	5.99%	4.22%	3.54%	3.38%	2.95%	2.94%	2.94%	2.94%	2.94%
Tasa de Referencia Real al Cierre (ex-ante)	Nuevo Escenario	6.73%	4.33%	3.42%	3.18%	2.70%	2.70%	2.70%	2.70%	2.70%
	Escenario Previo	7.11%	4.51%	3.62%	3.43%	2.94%	2.94%	2.94%	2.94%	2.74%
Tasa de Referencia Real al Cierre	Nuevo Escenario	5.92%	4.08%	3.37%	3.18%	2.70%	2.70%	2.70%	2.70%	2.70%
	Escenario Previo	5.99%	4.22%	3.54%	3.38%	2.95%	2.94%	2.94%	2.94%	2.94%
Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio (TIIE) a 28 Días al Cierre	Nuevo Escenario	11.21%	8.46%	7.46%	7.21%	6.71%	6.71%	6.71%	6.71%	6.71%
	Escenario Previo	11.80%	8.80%	7.80%	7.55%	7.05%	7.05%	7.05%	7.05%	7.05%
Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio (TIIE) a 91 Días a Cierre	Nuevo Escenario	11.28%	8.53%	7.53%	7.28%	6.78%	6.78%	6.78%	6.78%	6.78%
	Escenario Previo	11.88%	8.88%	7.88%	7.63%	7.13%	7.13%	7.13%	7.13%	7.13%
Tipo de Cambio Nominal al Cierre	Nuevo Escenario	18.02	18.93	19.59	20.27	20.96	21.46	21.98	22.50	23.04
	Escenario Previo	19.70	20.80	21.45	22.15	22.87	23.38	23.90	24.41	24.94
Índice de la Revaluación Real del Peso al Cierre (Base=1999)	Nuevo Escenario	86.17	83.15	81.49	79.86	78.26	77.48	76.71	75.94	75.18
	Escenario Previo	78.38	74.93	73.43	71.96	70.52	69.80	69.08	68.43	67.75
Movimiento real vs. USD	Nuevo Escenario	9.50%	-3.50%	-2.00%	-2.00%	-2.00%	-1.00%	-1.00%	-1.00%	-1.00%
	Escenario Previo	6.54%	-4.40%	-2.00%	-2.00%	-2.00%	-1.03%	-1.03%	-0.94%	-1.00%
Peso por UDI al cierre del año	Nuevo Escenario	8.03	8.35	8.66	8.98	9.31	9.66	10.02	10.39	10.77
	Escenario Previo	8.04	8.37	8.69	9.02	9.35	9.70	10.06	10.43	10.82
Crecimiento Real del PIB de EUA	Nuevo Escenario	1.63%	1.06%	1.74%	1.93%	1.92%	1.80%	1.80%	1.80%	1.80%
	Escenario Previo	1.03%	1.01%	1.74%	1.93%	1.92%	1.80%	1.80%	1.80%	1.80%
Inflación EUA (CPI)	Nuevo Escenario	3.10%	2.60%	2.30%	2.30%	2.30%	2.30%	2.30%	2.30%	2.30%
	Escenario Previo	4.08%	3.13%	2.75%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%
Tasa de Referencia Fed**	Nuevo Escenario	5.38%	4.38%	3.13%	2.88%	2.88%	2.88%	2.88%	2.88%	2.88%
	Escenario Previo	5.13%	4.38%	3.13%	2.88%	2.88%	2.88%	2.88%	2.88%	2.88%
Tasa de Referencia Real al Cierre (ex-post)	Nuevo Escenario	2.21%	1.73%	0.80%	0.57%	0.56%	0.56%	0.57%	0.56%	0.57%
	Escenario Previo	1.01%	1.21%	0.36%	0.37%	0.37%	0.37%	0.37%	0.37%	0.37%
Tasa de Referencia Real al Cierre (ex-ante)	Nuevo Escenario	2.71%	2.03%	0.81%	0.56%	0.56%	0.57%	0.56%	0.07%	0.07%
	Nuevo Escenario	1.94%	1.58%	0.61%	0.37%	0.37%	0.37%	0.37%	0.07%	0.07%
Tasa de Referencia Real al Cierre	Nuevo Escenario	2.21%	1.73%	0.80%	0.57%	0.56%	0.56%	0.57%	0.56%	0.57%
	Escenario Previo	1.01%	1.21%	0.36%	0.37%	0.37%	0.37%	0.37%	0.37%	0.37%
SOFR 3M	Escenario	5.24%	4.40%	3.24%	2.74%	2.74%	2.74%	2.74%	2.74%	2.74%
USD por Euro	Nuevo Escenario	1.04	1.05	1.05	1.05	1.05	1.05	1.05	1.04	1.04
	Escenario Previo	1.06	1.05	1.05	1.05	1.05	1.05	1.05	1.05	1.05
Pesos por Euro	Nuevo Escenario	18.83	19.86	20.55	21.26	22.01	22.47	23.03	23.48	23.94
	Escenario Previo	20.87	21.80	22.45	23.21	24.00	24.48	25.19	25.66	26.14
Precio Mezcla Mexicana Exportación (dpb)[1]	Escenario	64.00	63.30	62.30	59.50	57.00	55.00	53.10	51.40	50.00
Volumen de producción de crudo total[2] (mbd)		1,704	1,725	1,751	1,772	1,790	1,808	1,826	1,844	1,862
Precio Gas Henry Hub[1]		2.89	3.68	4.26	4.40	4.36	4.36	4.42	4.44	4.48

Fuente: HR Ratings. Proyecciones con Información de Banxico, SHCP e INEGI. Con la excepción de los datos del PIB las cifras son valores al cierre del año.

*PIB Real en miles de millones de pesos reales de 2013.

**Se refiere a la estimación del rango medio de la tasa de interés de referencia.

[1]Precio promedio anual. La volatilidad de este commoditie podría implicar variaciones en su cierre anual; Para el Henry Hub el precio se determina en dólares por Millón de BTU.

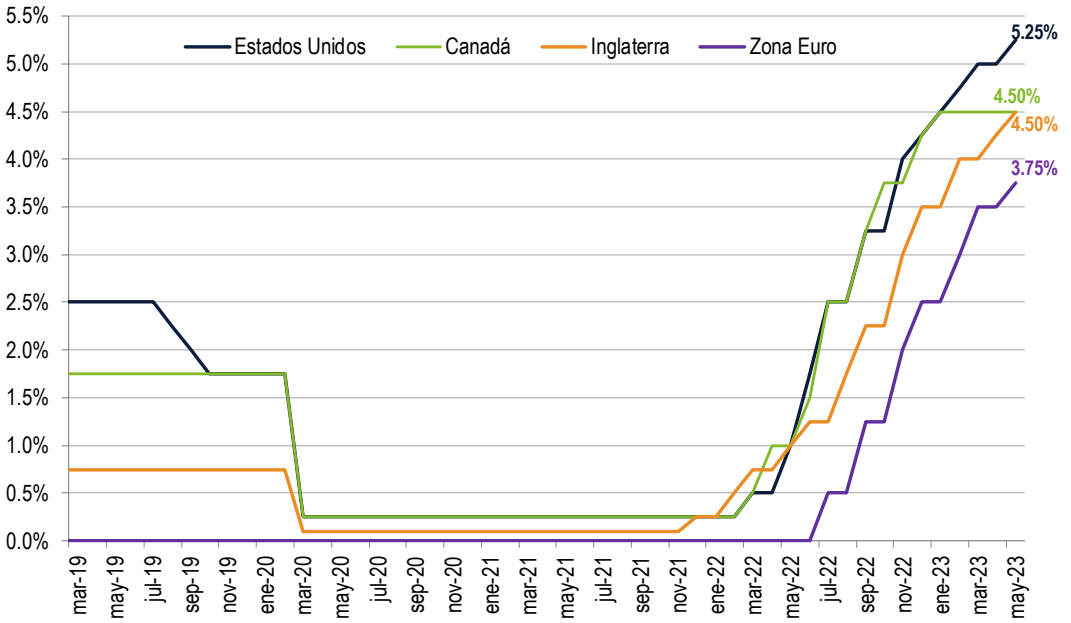
[2]Volumen de producción de crudo de Pemex con socios promedio anual , miles de barriles diarios (mbd), excluye condensados.

Panorama Económico Internacional

La economía global continúa entrelazada en un proceso de recuperación pospandemia, la cual se divide en dos principales componentes: por un lado, tenemos la demanda reprimida que se acumuló durante el periodo de la pandemia, y que está empujando fuertemente el consumo de bienes y servicios, lo que a su vez provoca que el descenso de la inflación se esté dando de manera gradual. Por otro lado, los bancos centrales alrededor del mundo continúan endureciendo las condiciones monetarias con el objetivo de frenar parte de esta demanda que evita que los precios desciendan de manera más acelerada.

Como ejemplo de ello, en la Figura 2 se puede observar que, en el primer trimestre de 2023, los bancos centrales de las economías desarrolladas como Estados Unidos, Inglaterra, Canadá y la Zona Euro continuaron subiendo la tasa de interés de referencia hasta niveles no registrados en más de una década. La Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) y el Banco Central de Canadá (BoC) mantienen las tasas de referencia en un nivel no visto desde el 2007, mientras que el Banco de Inglaterra (BoE) y el Banco Central Europeo (ECB) llevaron las tasas a niveles no vistos desde 2008.

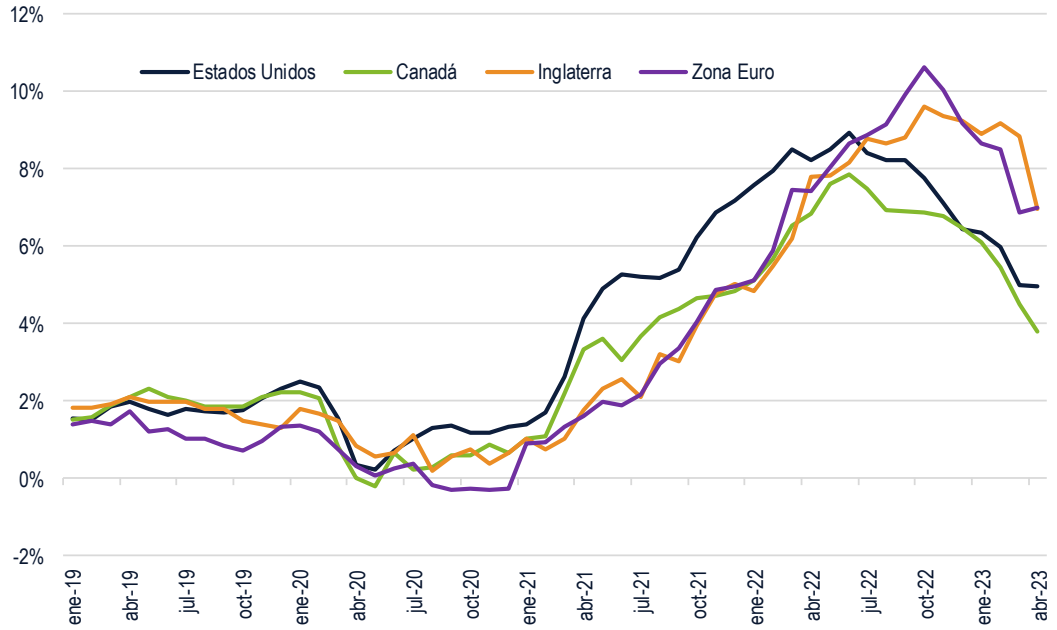
Figura 2. Tasas de referencia nominales en países desarrollados



Fuente: HR Ratings con base en datos de la FRED y del Banco Central de Canadá, Inglaterra y el Banco Central Europeo

Como se puede observar en la Figura 3, la inflación general muestra una tendencia de desaceleración tras haber alcanzado un pico entre el segundo y el cuarto trimestre de 2022 en las economías que analizamos. Es importante mencionar que la desaceleración en el índice general, en parte, es reflejo del efecto base de los precios de los energéticos y de los alimentos, los cuales se incrementaron súbitamente tras el conflicto en Europa del Este en febrero 2022.

Figura 3. Inflación general anual (%)



Fuente: HR Ratings con base en datos de la FRED y del Banco Central de Canadá, Inglaterra y el Banco Central Europeo

Pese a que resulta positivo que la inflación general esté cediendo, el endurecimiento de las condiciones monetarias tiene efectos negativos en la actividad económica, principalmente en el consumo y la inversión.

En este sentido, para 2023 y 2024 a nivel mundial se anticipa una desaceleración económica respecto al crecimiento observado en 2022. El Fondo Monetario Internacional (FMI) espera que el crecimiento de la actividad económica global se desacelere de acuerdo con los datos publicados en el reporte de Perspectivas de la Economía Mundial de abril 2023 (WEO, por sus siglas en inglés). De acuerdo con sus estimaciones, el crecimiento a nivel global será de 2.8% (vs. +3.4% observado en 2022). Para economías avanzadas, el pronóstico de crecimiento se ubica en 1.3% en 2023 (vs. +2.7% observado en 2022). Y específicamente para Estados Unidos, Canadá, la Zona euro e Inglaterra, el pronóstico de 2023 se ubica en 1.6%, 1.5%, 0.8% y -0.3% respectivamente, y se compara con el 2.1%, 3.4%, 3.5% y 4.0% registrados en 2022.

Con datos observados al 1T23, en términos de los últimos doce meses (UDM), sí hemos notado una desaceleración en el crecimiento. En Estados Unidos, por ejemplo, el PIB avanzó 1.6% anual vs. 2.1% en el 4T22; en Canadá el crecimiento en el 1T23 fue de 3.2% vs. 3.4% en el 4T23; en la Zona euro, el PIB UDM reportó un avance de 2.4% en el 1T23 vs. 3.6% en el 4T22; y finalmente en Inglaterra el crecimiento del PIB en el 1T23 fue de 1.6% vs. 4.1% en el 4T22.

HR Ratings estima que el crecimiento en Estados Unidos en 2023 será de 1.6% real anual y desacelerará a 1.1% en 2024. Lo anterior supone una revisión al alza para 2023 desde los escenarios publicados en el 1T23, cuando se proyectó un crecimiento de 1.0% real anual, tanto para 2023 como para 2024. Esta revisión al alza responde a los sólidos

resultados en el comportamiento de la actividad económica durante los primeros cinco meses del año, respaldado por mejores resultados a los esperados del lado del consumo de los hogares y en el empleo. No obstante, nuestro escenario base contempla que la resiliencia que la actividad económica se atenúe a medida que la Fed continúe con el endurecimiento de la política monetaria. Si bien no consideramos que exista una recesión en EUA, sí estamos viendo que los niveles de exportaciones provenientes de México podrían moderarse en los próximos trimestres, lo cual implica afectaciones en los niveles de producción nacional, tal y como lo detallamos en la siguiente sección.

HR Ratings prevé que la tasa de interés de referencia al cierre del año se ubique en un rango de 5.25%-5.50% (5.38% rango medio), lo que supone un cuarto de punto adicional respecto a los escenarios del 1T23 y respecto al nivel actual. Esta revisión al alza obedece a que la inflación subyacente se mantiene persistentemente elevada, presionada por incrementos en los precios de la vivienda, los servicios y algunas mercancías como los autos; si bien, la inflación general sigue en una trayectoria a la baja como resultado de la disminución de la inflación no subyacente. La desaceleración mayor a la anticipada en el índice no subyacente es resultado de los efectos base, de la disminución de las presiones sobre las cadenas de suministro y la caída de los precios de las materias primas y los energéticos.

A medida que la economía comience a desacelerarse en la segunda mitad del 2023, anticipamos que la inflación subyacente también ceda, dando espacio para que la Fed comience con recortes en la tasa de interés de referencia en 2024, para dejarla al cierre del próximo año en un rango de 4.25% a 4.50% (4.38% rango medio).

Panorama Económico para México

En el primer trimestre (1T23), la actividad económica en México continuó registrando avances importantes en sus principales sectores. De acuerdo con los datos del Instituto Nacional de Estadística y Geografía (INEGI), el PIB presentó un avance de 1.0% trimestral (t/t), siendo un importante avance, posterior a la desaceleración observada al cierre de 2022, cuando la actividad económica avanzó en 0.6% t/t.

En la Figura 4 se observa el avance trimestral por los principales sectores. Destaca que el sector secundario continuó mostrando fortaleza al inicio del año, con un crecimiento de 0.6% t/t y acumulando dos años de avances. En buena medida, este desempeño ha sido respaldado por la dinámica positiva observada tanto en el sector manufacturero, que en el 1T23 avanzó en 0.15% t/t, como en el de la construcción, con un alza de 0.12% t/t.

Es importante tomar en cuenta que el subsector de la manufactura se ubica por encima del nivel prepandemia en 3.5% debido al fuerte impulso que recibió del exterior entre 2021 y 2022, especialmente por el dinámico crecimiento de EUA en ese periodo, sin embargo, a partir del 2T23 los avances trimestrales podrían ser menos dinámicos, a medida que la actividad económica en EUA comience a desacelerar.

Por su parte, el sector de la construcción ha mostrado buenos resultados en los últimos dos trimestres, apoyado fuertemente por los importantes niveles de inversión física presupuestaria por parte del Gobierno Federal, con efectivos positivos dentro de las obras de ingeniería civil, donde se incluye las obras de infraestructura y obras pesadas. Lo anterior se encontró en línea con los datos observados en la Inversión Fija Bruta (IFB) al 1T23, donde la construcción no residencial fue el principal eje de avance del sector, con un

aumento de 1.9% t/t especto al trimestre inmediato anterior. Sobresale que al 1T23, la inversión física presupuestaria acumuló un monto de P$172.4 mil millones (mm), siendo el monto más alto para un primer trimestre desde el 1T15 (P$204.7mm).

Figura 4. Tasas de crecimiento anual del PIB y sus principales sectores

Cifras desestacionalizadas	Dec-21	Mar-22	Jun-22	Sep-22	Dec-22	Mar-23
Crecimiento trimestral	**1.2%**	**1.0%**	**1.1%**	**0.9%**	**0.6%**	**1.0%**
Sector Primario	-1.5%	-1.0%	1.1%	1.9%	2.7%	-2.8%
Sector Secundario	1.1%	1.3%	0.7%	0.6%	0.5%	0.6%
Sector Terciario	1.1%	1.0%	1.3%	1.1%	0.3%	1.5%
Crecimiento trimestral anual	**1.2%**	**1.8%**	**2.2%**	**4.3%**	**3.7%**	**3.7%**
Sector Primario	3.1%	0.5%	-0.0%	0.5%	4.8%	2.9%
Sector Secundario	1.0%	2.9%	3.2%	3.7%	3.1%	2.4%
Sector Terciario	0.5%	1.1%	1.5%	4.6%	3.8%	4.2%
Crecimiento UDM*	**4.9%**	**6.2%**	**2.4%**	**2.4%**	**3.0%**	**3.5%**

Fuente: HR Ratings con información ajustada por estacionalidad del INEGI. Base 2013.

* UDM: Últimos Doce Meses.

Los sectores Primario (agricultura), Secundario (Industrial) y Terciario (Servicios) representan aproximadamente 3.4%, 30.2% y 66.4% del PIB.

El sector terciario (servicios) fue el eje central en el crecimiento de la actividad económica en el 1T23 con un importante avance de 1.5% t/t, lo que lo ubicó como el mejor desempeño trimestral desde el 4T20 (+4.9%), con desempeños positivos en la mayor parte de los subsectores que lo conforman.

Al interior, destaca que el comercio al por menor creció en 3.6% t/t, lo que implicó un importante repunte desde la contracción en el 4T22 (-0.1% t/t) y que relacionamos al buen dinamismo de la demanda interna, a pesar de los altos niveles de inflación y el alto nivel en la tasa de interés en el periodo.

En parte, consideramos que esto ha sido respaldado por dos factores relevantes, siendo el primero los buenos resultados del empleo en México. De acuerdo con el INEGI, el avance en la Población Económicamente Activa (PEA) en el primer trimestre alcanzó al cierre de marzo una tasa de desempleo de 2.39%, la más baja desde que se tiene registro. El segundo factor es la fortaleza que ha mostrado el empleo formal desde la reactivación de actividades del periodo postpandemia y la entrada en vigor de la ley de outsourcing, permitiendo que los empleos registrados en el IMSS continúen avanzando en 2023, alcanzando el 37.5% de la población ocupada trabajando.

Adicionalmente, consideramos que los altos niveles de recepción de remesas han permitido sortear, hasta cierto punto, el impacto de los altos niveles de inflación, dando un impulso adicional al consumo en México. Durante el 1T23, el comercio al por mayor mostró un repunte al crecer en 0.4% t/t, lo que implica que las grandes empresas demandaron altos volúmenes de productos al inicio del año. Asimismo, los servicios de transporte avanzaron en 1.1% t/t, acumulando avances desde el 3T20, mientras que los servicios culturales, deportivos y recreativos crecieron en 1.6% t/t y el alojamiento temporal y preparación de alimentos creció en 3.9% t/t. Del lado negativo, destaca que las actividades

relacionadas al gobierno cayeron en 2.0% t/t, mientras que los servicios educativos retrocedieron en 0.3% t/t.

Por último, en el 1T23 el sector primario mostró una contracción de 2.8% t/t, siendo un dato negativo en los volúmenes de producción de la agricultura y destacamos que esta disminución es la primera caída trimestral desde junio 2022.

Con base en lo anterior, el crecimiento anual (a/a) del PIB en el 1T23 se ubicó en 3.7%, con un avance de 4.2% a/a en el sector de servicios, mientras que el secundario creció en 2.4% y el primario en 2.9%.

Del lado de la inflación, en mayo se observó un importante descenso en términos anuales para ubicarse en 5.8% anual (a/a) desde el cierre de 2022 (+7.8% a/a), lo que supuso su menor nivel desde agosto 2021, cuando la inflación se ubicó en 5.6%. Esta disminución en el índice general ha sido impulsada en mayor medida por el rápido descenso de la inflación no subyacente que moderó hasta 1.2% a/a en mayo desde el 6.3% observado al cierre de 2022. Por su parte, la inflación subyacente sigue presionando al alza y muestra una disminución más gradual. En mayo, se ubicó en 7.4% a/a (vs. +8.3% al cierre de 2022).

Del lado de la política monetaria, el Banco de México ha incrementado la tasa de interés de referencia en 725 puntos base desde el inicio del ciclo monetario actual. De esta manera, la tasa de interés de referencia se ubica en un nivel de 11.25%. Es importante mencionar que la junta de gobierno considera que en México se ha iniciado una fase de desinflación, que en parte se ha observado en el componente subyacente, aunque que esto no reduce los riesgos futuros de una menor reducción de la inflación para alcanzar el objetivo establecido en el mediano y largo plazo.

Con base en lo anterior, el *spread* entre la tasa nominal de México y Estados Unidos es de 600pb, lo que a pesar de mostrar una reducción desde los 625pb observados en buena parte de 2022 e inicios de 2023, consideramos que este diferencial aún se mantiene atractivo para las inversiones de capitales en territorio nacional, lo que a su vez conlleva a una apreciación del tipo de cambio nominal MX/USD.

Escenario Base

HR Ratings presenta la actualización del escenario base de acuerdo con los últimos datos disponibles de los principales indicadores de la actividad económica. En este sentido, consideramos que el PIB registrará un crecimiento puntual de 2.68% en 2023, lo que implica una importante revisión al alza desde la última actualización del 1T23, cuando se anticipaba un crecimiento de 1.46% real anual. La revisión al alza considera un desempeño económico más dinámico en el 1T23 respecto a lo anticipado previamente, con resultados positivos en sus dos principales sectores (secundario y terciario).

En este sentido, sobresale el desempeño del sector de servicios, el cual mostró un avance trimestral de 1.5%, siendo el mayor crecimiento observado desde el 4T20. El sector de los servicios ha sido uno de los ejes principales de crecimiento de la actividad económica en los últimos trimestres, apoyado por importantes niveles de demanda interna y, por ende, de consumo, a pesar de las implicaciones negativas por parte de las presiones inflacionarias y el incremento a niveles históricos de la tasa de interés.

Economía

Otro de los factores positivos ha sido el desempeño del sector secundario, el cual siguió siendo impulsado por la demanda externa, especialmente la relacionada en el sector manufacturero de transporte y maquinaria. No obstante, de acuerdo con los últimos datos disponibles y en términos trimestrales, ya se puede notar una desaceleración en los niveles de la actividad de este subsector. Adicionalmente, los niveles de importaciones por parte de EUA reflejan un descenso en los últimos meses, lo que conlleva a realizar ajustes en los niveles de crecimiento del sector secundario, a pesar de que la construcción ha presentado un panorama positivo respaldado por altos niveles de inversión física presupuestaria.

En este sentido, nuestras estimaciones de crecimiento para el 2023 incorporan un crecimiento positivo, aunque menor en los niveles de actividad económica para el 2T23, con un crecimiento de 0.5% t/t, y prácticamente un estancamiento hacia el 3T23 para finalizar con un moderado repunte al cierre del 4T23. Este escenario está sujeto a riesgos. Al alza, contemplamos que se observe un mayor número de inversiones en el territorio nacional como resultado de la relocalización de empresas, lo que impactaría favorablemente en los niveles de empleo y consumo. A la baja, consideramos distorsiones en el consumo interno provocadas por los persistentes altos niveles de inflación, o por el nivel restrictivo de la política monetaria, por un mayor apretamiento en las condiciones financieras o por un menor dinamismo en el nivel de exportaciones.

Respecto a los niveles de inflación, revisamos a la baja nuestra expectativa de cierre en 2023 a 4.80% a/a desde el 5.20% a/a de la publicación anterior, lo cual incluye una desaceleración más pronunciada en el componente no subyacente. Nuestras estimaciones de más largo plazo incluyen una trayectoria descendente en el horizonte, considerando que hasta el cierre de 2024 se podrá observar que la inflación general se encuentre en el límite superior del rango objetivo establecido por el Banco Central 3.0% (+/- 1.0%), mientras que en 2025 esperamos que la inflación se ubique en 3.75%.

Considerando lo anterior, y derivado de un descenso de la inflación por encima de lo estimado en los últimos meses, el Banco Central optó por detener el ciclo de alzas en la tasa de interés de referencia en la última decisión de mayo, dejando la tasa en un nivel de 11.25%. En nuestra perspectiva, el nivel actual se mantendrá hasta el último trimestre del año, cuando proyectamos habrá una disminución de 25pb, situando la tasa de política monetaria en un nivel de 11.0% al cierre del año.

Hacia 2024 proyectamos que, debido a la reducción en los niveles de inflación, la tasa de política monetaria se podría situar en 8.25%, una reducción de 300pb respecto al nivel actual, mientras que en el año 2025 descendería hasta un nivel de 7.25% para finalizar el periodo de proyección en un promedio de 6.50%.

Si bien nuestros escenarios macroeconómicos están considerando una desaceleración en la actividad económica durante el segundo y tercer trimestre del año, destacamos que en nuestra perspectiva, los riesgos en el escenario base están sesgados a la baja, como consecuencia de una mayor desaceleración en el comercio entre México y EUA, un impacto negativo en el consumo privado y/o la inversión como consecuencia de un periodo prologando con una tasa de interés de política monetaria en terreno altamente restrictivo. Adicionalmente, un riesgo sobre el crecimiento económico sería que las nuevas inversiones por concepto de *nearshoring* no puedan concretarse en su totalidad por la falta de certidumbre en el entorno nacional.

Por último, HR Ratings estima que el tipo de cambio alcanzará un nivel de P$18.0/USD al cierre de 2023, mostrando una apreciación de 8.5% respecto a nuestra estimación previa de P$19.7/USD. Esta revisión toma en cuenta el favorable desempeño que ha mostrado el tipo de cambio a lo largo de 2023 y especialmente, en el último mes. Para 2024, consideramos que el tipo de cambio se ubicará en P$18.9/USD (vs. $P20.8/USD de la estimación previa), lo que representa una depreciación de 3.5% respecto al nivel de 2023. Consideramos que el tipo de cambio en 2024 estará sujeto a varios episodios de volatilidad, especialmente en el entorno político nacional e internacional con las elecciones presidenciales en México y Estados Unidos y los recortes en las tasas de interés de referencia de los principales Bancos Centrales.

Escenarios económicos alternativos

Las proyecciones macroeconómicas presentadas en las secciones anteriores proporcionan una base para la planificación de las perspectivas económicas. No obstante, dichos pronósticos podrían sufrir alteraciones por una serie de sucesos implicando revisiones sobre el escenario base.

La economía mexicana se encuentra expuesta a una coyuntura internacional volátil, especialmente relacionado con su principal socio comercial (EUA), que en cierta manera refleja impactos sobre la trayectoria de crecimiento mundial, la evolución de precios internacionales de referencia (*commodities*) y las tasas de interés de diferentes bancos centrales, especialmente la Fed.

Con el fin de presentar en forma cuantitativa la volatilidad que rodea al escenario base, se consideran dos escenarios alternativos, un escenario de estanflación y un escenario de bajo crecimiento económico y baja inflación, que se describen a continuación.

Escenario de Estanflación

Este escenario está caracterizado por su bajo crecimiento y una alta inflación, acompañada de una mayor tasa de interés de referencia. Se considera que, a pesar de las altas tasas de interés, la política monetaria restrictiva no lograría contener el crecimiento de los precios y que, a su vez, la política monetaria afectaría negativamente el consumo y la inversión con un impacto negativo en la actividad económica.

- El escenario de estanflación refleja el nivel más alto de inflación esperada para el cierre del año. En este sentido, en 2023 se considera una inflación de 5.4% anual, lo que se ubica 59pb por encima del escenario base. Para 2024, la inflación descenderá a 4.5%, mientras que para el resto del horizonte de proyección la inflación se mantendría en 4.1% en promedio, lo que implica que no alcanzaría a estar dentro del rango objetivo establecido por el Banco de México.
- Por parte de la tasa de interés de referencia, esta se situaría en 11.50% en 2023, resultado de una inflación persistente, mientras que para 2024 se observaría un descenso a 9.25%. La trayectoria de descenso se continuaría observando en el horizonte de proyección para situarse de 2026 hacia adelante en un promedio de 7.75%.
- El crecimiento económico registraría un menor dinamismo, siendo principalmente consecuencia de la pérdida de demanda interna y, por ende, habría un descenso en los niveles de consumo, así como una caída en el ingreso real, ubicándose en 1.7%

real anual en 2023. Para 2024 se registraría un crecimiento de 1.3% real anual, lo que se ubica notablemente por debajo del 2.1% proyectado en el escenario base, todavía se ve afectado por los altos niveles de tasas de interés. De 2025, hacia el periodo final de proyección se considera un crecimiento promedio real anual de 1.3%.

- Del lado del tipo de cambio, consideramos que este se ubicaría en P$18.8/US, lo que representaría una apreciación real del peso de 5.7%, respecto a 2022. No obstante, este escenario considera que, debido a la volatilidad de esta variable, se podrían observar importantes niveles de depreciación en 2024 relacionado con el proceso electoral durante el segundo semestre del año, registrando una depreciación de 4.9% en el año y de 2.0% en promedio para el periodo de 2025 a 2031.

Escenario de Bajo Crecimiento y Baja Inflación

Para el Escenario de Bajo Crecimiento y Baja Inflación se contempla un panorama adverso en torno al crecimiento económico, niveles inferiores de inflación que conducirían a una menor tasa de política monetaria. El supuesto más importante es que las mayores condiciones de holgura en la economía conducirían a menores presiones inflacionarias, lo que llevaría al Banco de México a tomar una postura de política monetaria más laxa, aunque las menores tasas no logran estimular la actividad económica dentro del horizonte proyectado. El tipo de cambio tendría una mayor apreciación nominal respecto al escenario base y continuaría viéndose beneficiado por una cuenta corriente menos deficitaria, así como por la entrada de remesas internacionales.

- Para el cierre de 2023, la inflación se ubicaría en un nivel de 4.25%, mientras que la tasa de interés se mantendría en 10.25%.
- En 2024, la inflación continuaría descendiendo hasta alcanzar un nivel de 3.2%, encontrándose dentro del rango objetivo establecido por el Banco de México, situación que no sucede con el escenario base. Por parte de la tasa de referencia, esta descendería a nivel de 7.0% y en los siguientes periodos se ubicaría en promedio en 5.4%.
- El crecimiento económico en 2023 alcanzaría el 1.4% real anual, considerablemente por debajo del escenario base. Para 2024, se continuaría registrando alzas en la actividad económica, en torno al 1.1%, siendo prácticamente 1.0% menor al escenario base, mientras que para el largo plazo promediaría un crecimiento real anual de 0.72%.
- Finalmente, el tipo de cambio peso-dólar se situaría en P$17.4/US en 2023 y P$17.8 en 2024, promediando P$18.6/US de 2025 a 2031.

Escenarios Macroeconómicos

Actualización Trimestral

Economía

21 de junio de 2023

Proyecciones Económicas con Diferentes Escenarios de HR Ratings

Figura A1. Cuadro de Proyecciones y Escenarios de HR Ratings

Año	Escenario	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Producto Interno Bruto (PIB) Real*	Escenario Base	18,838	19,229	19,614	20,006	20,405	20,813	21,230	21,655	22,088
	E. de Estanflación	18,664	18,911	19,150	19,391	19,634	19,881	20,132	20,387	20,643
	E. Bajo C. & Baja I.	18,600	18,799	18,953	19,108	19,237	19,368	19,501	19,635	19,768
Producto Interno Bruto (PIB) Nominal**	Escenario Base	30,268	32,097	34,097	36,316	38,767	41,403	44,212	47,211	50,391
	E. de Estanflación	30,022	31,742	33,622	35,706	38,005	40,471	43,090	45,515	48,076
	E. Bajo C. & Baja I.	29,850	31,206	32,621	34,191	35,870	37,649	39,510	41,132	42,820
Crecimiento Real del PIB	Escenario Base	2.68%	2.07%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
	E. de Estanflación	1.73%	1.32%	1.26%	1.26%	1.26%	1.26%	1.26%	1.26%	1.26%
	E. Bajo C. & Baja I.	1.38%	1.07%	0.82%	0.81%	0.68%	0.68%	0.68%	0.69%	0.68%
Inflación Deflactor del PIB	Escenario Base	3.49%	3.89%	4.14%	4.42%	4.66%	4.71%	4.69%	4.69%	4.64%
	E. de Estanflación	3.61%	4.35%	4.60%	4.88%	5.12%	5.16%	5.15%	4.31%	4.32%
	E. Bajo C. & Baja I.	3.37%	3.43%	3.69%	3.96%	4.20%	4.25%	4.23%	3.39%	3.40%
Inflación en México al Cierre	Escenario Base	4.80%	4.01%	3.75%	3.70%	3.70%	3.70%	3.70%	3.70%	3.70%
	E. de Estanflación	5.39%	4.45%	4.17%	4.10%	4.03%	4.03%	4.03%	4.03%	4.03%
	E. Bajo C. & Baja I.	4.25%	3.16%	2.84%	2.78%	2.78%	2.78%	2.78%	2.78%	2.78%
Tasa de Referencia Real al Cierre	Escenario Base	5.92%	4.08%	3.37%	3.18%	2.70%	2.70%	2.70%	2.70%	2.70%
	E. de Estanflación	5.80%	4.60%	4.16%	3.98%	3.33%	3.33%	3.33%	3.33%	3.33%
	E. Bajo C. & Baja I.	5.75%	3.73%	3.08%	2.89%	2.40%	2.40%	2.40%	2.40%	2.40%
Tasa de Referencia Nominal al Cierre	Escenario Base	11.00%	8.25%	7.25%	7.00%	6.50%	6.50%	6.50%	6.50%	6.50%
	E. de Estanflación	11.50%	9.25%	8.50%	8.25%	7.50%	7.50%	7.50%	7.50%	7.50%
	E. Bajo C. & Baja I.	10.25%	7.00%	6.00%	5.75%	5.25%	5.25%	5.25%	5.25%	5.25%
Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio (TIIE) a 28 Días al Cierre	Escenario Base	11.21%	8.46%	7.46%	7.21%	6.71%	6.71%	6.71%	6.71%	6.71%
	E. de Estanflación	11.71%	9.46%	8.71%	8.46%	7.71%	7.71%	7.71%	7.71%	7.71%
	E. Bajo C. & Baja I.	10.46%	7.21%	6.21%	5.96%	5.46%	5.46%	5.46%	5.46%	5.46%
Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio (TIIE) a 91 Días a Cierre	Escenario Base	11.28%	8.53%	7.53%	7.28%	6.78%	6.78%	6.78%	6.78%	6.78%
	E. de Estanflación	11.78%	9.53%	8.78%	8.53%	7.78%	7.78%	7.78%	7.78%	7.78%
	E. Bajo C. & Baja I.	10.53%	7.28%	6.28%	6.03%	5.53%	5.53%	5.53%	5.53%	5.53%
Tipo de Cambio Nominal al Cierre	Escenario Base	18.02	18.93	19.59	20.27	20.96	21.47	21.99	22.50	23.04
	E. de Estanflación	18.78	20.10	21.06	22.04	23.06	24.13	25.24	25.67	26.22
	E. Bajo C. & Baja I.	17.37	17.75	18.00	18.25	18.50	18.67	18.85	19.02	19.20
Índice de la Revaluación Real del Peso al Cierre (Base=1999)	Escenario Base	86.17	83.15	81.49	79.86	78.26	77.46	76.66	75.94	75.18
	E. de Estanflación	83.18	79.10	76.89	74.74	72.64	71.63	70.62	69.64	68.66
	E. Bajo C. & Baja I.	88.93	87.52	86.74	85.96	85.18	84.80	84.42	84.04	83.66
Revaluación Real del Peso al Cierre (Base=1999)	Escenario Base	9.50%	-3.50%	-2.00%	-2.00%	-2.00%	-1.03%	-1.03%	-0.94%	-1.00%
	E. de Estanflación	5.70%	-4.90%	-2.80%	-2.80%	-2.80%	-1.40%	-1.40%	-1.40%	-1.40%
	E. Bajo C. & Baja I.	13.00%	-1.58%	-0.90%	-0.90%	-0.90%	-0.45%	-0.45%	-0.45%	-0.45%
Peso por UDI al cierre del año	Escenario Base	8.03	8.35	8.66	8.98	9.31	9.66	10.02	10.39	10.77
	E. de Estanflación	8.06	8.42	8.77	9.13	9.49	9.88	10.28	10.69	11.12
	E. Bajo C. & Baja I.	7.97	8.22	8.45	8.69	8.93	9.18	9.44	9.70	9.97
Pesos por Euro	Escenario Base	18.83	19.86	20.55	21.26	22.01	22.47	23.04	23.48	23.94
	E. de Estanflación	19.62	21.09	22.09	23.12	24.22	25.26	26.45	26.79	27.25
	E. Bajo C. & Baja I.	18.15	18.62	18.89	19.15	19.43	19.55	19.75	19.85	19.95
Precio de la Mezcla Mexicana de Petróleo	Escenario Base	64.00	63.30	62.30	59.50	57.00	55.00	53.10	51.40	50.00
Volumen de producción de crudo total (mdb)		1,704	1,725	1,751	1,772	1,790	1,808	1,826	1,844	1,862
Crecimiento Real del PIB de EUA	Escenario base	1.63%	1.06%	1.74%	1.93%	1.92%	1.80%	1.80%	1.80%	1.80%
Inflación EUA (CPI)		3.10%	2.60%	2.30%	2.30%	2.30%	2.30%	2.30%	2.30%	2.30%
Tasa de Referencia Fed***		5.38%	4.38%	3.13%	2.88%	2.88%	2.88%	2.88%	2.88%	2.88%
Tasa de Referencia Intervalo		5.25-5.50%	4.25-4.50%	3.00-3.25%	2.75-3.00%	2.75-3.00%	2.75-3.00%	2.75-3.00%	2.75-3.00%	2.75-3.00%
SOFR 3M		5.24%	4.40%	3.24%	2.74%	2.74%	2.74%	2.74%	2.74%	2.74%
USD por Euro		1.04	1.05	1.05	1.05	1.05	1.05	1.05	1.04	1.04

Fuente: HR Ratings. Proyecciones con Información de Banxico, SHCP e INEGI. Con la excepción de los datos del PIB las cifras son valores al cierre del año.

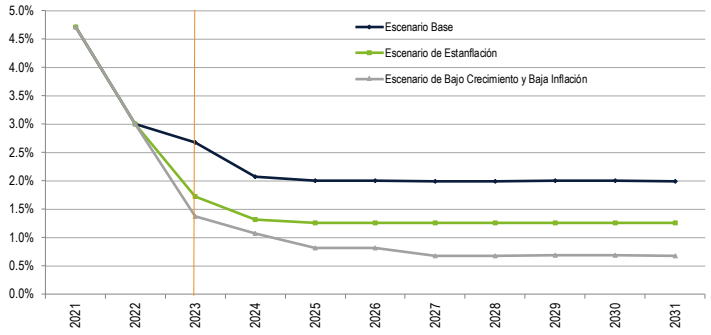
*PIB Real en miles de millones de pesos reales de 2013.

**PIB Nominal en miles de millones de pesos.

***Se refiere a la estimación del rango medio de la tasa de interés de referencia.

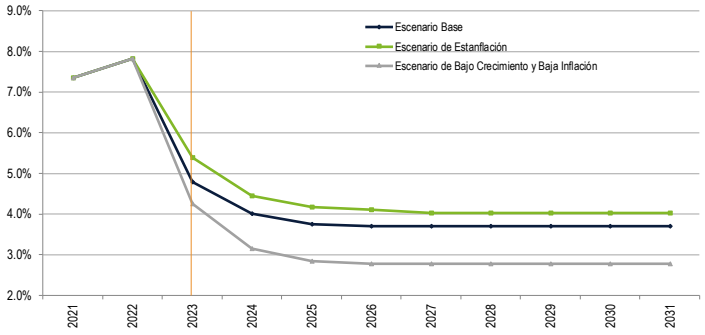
Anexos:

Figura A2.1 Crecimiento Real del PIB



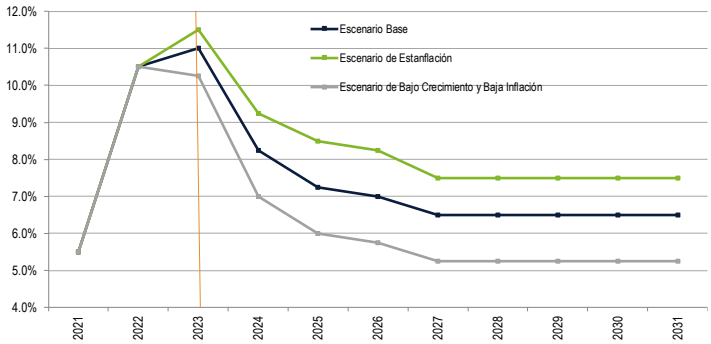
Fuente: Proyecciones de HR Ratings con información del INEGI, la SHCP y Banxico.

Figura A2.2 Inflación anual al cierre



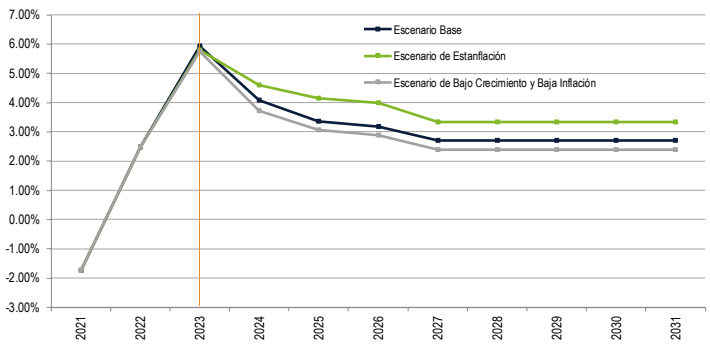
Fuente: Proyecciones de HR Ratings con información del INEGI, la SHCP y Banxico.

Figura A2.3 Tasa de Referencia Nominal



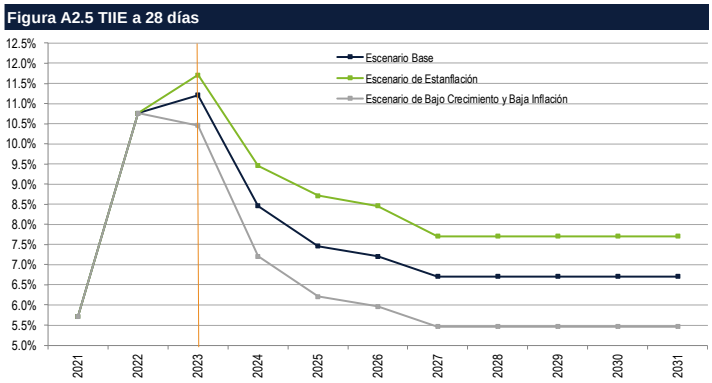
Fuente: Proyecciones de HR Ratings con información del INEGI, la SHCP y Banxico.

Figura A2.4 Tasa de Referencia Real



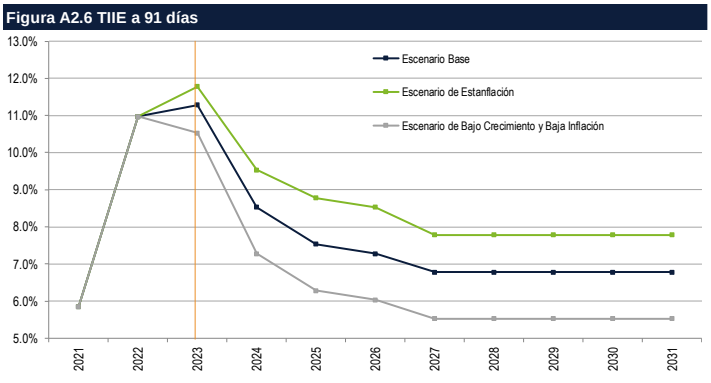
Fuente: Proyecciones de HR Ratings con información del INEGI, la SHCP y Banxico.

Figura A2.5 TIIE a 28 días



Fuente: Proyecciones de HR Ratings con información del INEGI, la SHCP y Banxico.

Figura A2.6 TIIE a 91 días



Fuente: Proyecciones de HR Ratings con información del INEGI, la SHCP y Banxico.

HR Ratings Contactos Dirección

Presidencia del Consejo de Administración y Dirección General

Presidente del Consejo de Administración

Alberto I. Ramos
+52 55 1500 3130
alberto.ramos@hrratings.com

Vicepresidente del Consejo de Administración

Aníbal Habeica
+52 55 1500 3130
anibal.habeica@hrratings.com

Director General

Pedro Latapí
+52 55 8647 3845
pedro.latapi@hrratings.com

Análisis

Dirección General de Análisis / Análisis Económico

Felix Boni
+52 55 1500 3133
felix.boni@hrratings.com

Rogelio Argüelles
+52 181 8187 9309
rogelio.arguelles@hrratings.com

Ricardo Gallegos
+52 55 1500 3139
ricardo.gallegos@hrratings.com

Instituciones Financieras / ABS

Angel García
+52 55 1253 6549
angel.garcia@hrratings.com

Roberto Soto
+52 55 1500 3148
roberto.soto@hrratings.com

FP Estructuradas / Infraestructura

Roberto Ballinez
+52 55 1500 3143
roberto.ballinez@hrratings.com

Corporativos / ABS

Heinz Cederborg
+52 55 8647 3834
heinz.cederborg@hrratings.com

FP Quirografarias / Deuda Soberana

Álvaro Rodríguez
+52 55 1500 3147
alvaro.rodriguez@hrratings.com

Sustainable Impact / ESG

Luisa Adame
+52 55 1253 6545
luisa.adame@hrratings.com

Regulación

Dirección General de Cumplimiento

Alejandra Medina
+52 55 1500 0761
alejandra.medina@hrratings.com

José González
+52 55 8647 3810
jose.gonzalez@hrratings.com

Negocios

Dirección de Desarrollo de Negocios

Verónica Cordero
+52 55 1500 0765
veronica.cordero@hrratings.com

Luis Miranda
+52 52 1500 3146
luis.miranda@hrratings.com

Carmen Oyoque
+52 55 5105 6746
carmen.oyoque@hrratings.com

Operaciones

Dirección de Operaciones

Odette Rivas
+52 55 1500 0769
odette.rivas@hrratings.com

México: Guillermo González Camarena No. 1200, Piso 10, Colonia Centro de Ciudad Santa Fe, Del. Álvaro Obregón, C.P. 01210, Ciudad de México. Tel. +52 (55) 15 00 31 30
Estados Unidos: 2990 Ponce de Leon Boulevard, Suite 401, Coral Gables, FL 33134. Tel. +1 (786) 464 0500

HR Ratings de México, S.A. de C.V. (HR Ratings), es una institución calificadora de valores autorizada por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV), registrada ante la Securities and Exchange Commission (SEC) como una Nationally Recognized Statistical Rating Organization (NRSRO) para los activos de finanzas públicas, corporativos e instituciones financieras, según lo descrito en la cláusula (v) de la Sección 3(a)(62)(A) de la U.S. Securities Exchange Act de 1934 y certificada como una Credit Rating Agency (CRA) por la European Securities and Markets Authority (ESMA).

Las calificaciones y/u opiniones de HR Ratings de México S.A. de C.V. (HR Ratings) son opiniones con respecto a la calidad crediticia y/o a la capacidad de administración de activos, o relativas al desempeño de las labores encaminadas al cumplimiento del objeto social, por parte de sociedades emisoras y demás entidades o sectores, y se basan exclusivamente en las características de la entidad, emisión y/u operación, con independencia de cualquier actividad de negocio entre HR Ratings y la entidad o emisora. Las calificaciones y/u opiniones otorgadas se emiten en nombre de HR Ratings y no de su personal directivo o técnico y no constituyen recomendaciones para comprar, vender o mantener algún instrumento, ni para llevar a cabo algún tipo de negocio, inversión u operación, y pueden estar sujetas a actualizaciones en cualquier momento, de conformidad con las metodologías de calificación de HR Ratings, en términos de lo dispuesto en el artículo 7, fracción II y/o III, según corresponda, de las "Disposiciones de carácter general aplicables a las emisoras de valores y a otros participantes del mercado de valores".

HR Ratings basa sus calificaciones y/u opiniones en información obtenida de fuentes que son consideradas como precisas y confiables, sin embargo, no valida, garantiza, ni certifica la precisión, exactitud o totalidad de cualquier información y no es responsable de cualquier error u omisión o por los resultados obtenidos por el uso de esa información. La mayoría de las emisoras de instrumentos de deuda calificadas por HR Ratings han pagado una cuota de calificación crediticia basada en el monto y tipo de emisión. La bondad del instrumento o solvencia de la emisora y, en su caso, la opinión sobre la capacidad de una entidad con respecto a la administración de activos y desempeño de su objeto social podrán verse modificadas, lo cual afectará, en su caso, al alza o a la baja la calificación, sin que ello implique responsabilidad alguna a cargo de HR Ratings. HR Ratings emite sus calificaciones y/u opiniones de manera ética y con apego a las sanas prácticas de mercado y a la normativa aplicable que se encuentra contenida en la página de la propia calificadora www.hrratings.com, donde se pueden consultar documentos como el Código de Conducta, las metodologías o criterios de calificación y las calificaciones vigentes.

Las calificaciones y/u opiniones que emite HR Ratings consideran un análisis de la calidad crediticia relativa de una entidad, emisora y/o emisión, por lo que no necesariamente reflejan una probabilidad estadística de incumplimiento de pago, entendiéndose como tal, la imposibilidad o falta de voluntad de una entidad o emisora para cumplir con sus obligaciones contractuales de pago, con lo cual los acreedores y/o tenedores se ven forzados a tomar medidas para recuperar su inversión, incluso, a reestructurar la deuda debido a una situación de estrés enfrentada por el deudor. No obstante lo anterior, para darle mayor validez a nuestras opiniones de calidad crediticia, nuestra metodología considera escenarios de estrés como complemento del análisis elaborado sobre un escenario base. Los honorarios que HR Ratings recibe por parte de los emisores generalmente varían desde US$1,000 a US$1,000,000 (o el equivalente en otra moneda) por emisión. En algunos casos, HR Ratings calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular por una cuota anual. Se estima que las cuotas anuales varíen entre US$5,000 y US$2,000,000 (o el equivalente en otra moneda).