

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 1S23

Elementos clave de los escenarios:

- **HR Ratings revisa al alza su expectativa de crecimiento para 2023 a 3.2% real anual** (vs. +2.7% previo), como resultado del sólido desempeño del sector secundario y terciario durante el primer semestre (1S) del año.
- **Para 2024, anticipamos que el PIB registrará un crecimiento real anual de 2.2% (vs. +2.1% previo)**. La revisión al alza para el próximo año se anticipa por la inercia positiva que tiene la demanda interna en México, además del continuo avance en la formación bruta de capital público y privado, y de mejores perspectivas de crecimiento en el entorno internacional.
- **HR Ratings mantiene su expectativa de inflación para el cierre de 2023 en 4.80%**, debido a riesgos al alza en ambos subcomponentes. Asimismo, permanece sin cambios todo el horizonte de pronóstico para la inflación.
- **Modificamos nuestra expectativa para la tasa de interés de referencia del Banco de México**, ahora mantenemos la tasa en un nivel de 11.25% al cierre de 2023, y suponemos un menor número de recortes el próximo año, lo que dejaría la tasa en 9.0% al cierre de 2024 (vs. 8.25% previo). Adicionalmente, modificamos el resto del horizonte de pronóstico y ahora suponemos que la tasa se ubicará en un nivel más restrictivo en el largo plazo.
- **Mantenemos sin cambios nuestra estimación de tipo de cambio para el cierre de 2023 y 2024, en P\$18.0 y P\$18.9**. Lo anterior supone una apreciación real de la divisa MXN de 8.8% en 2023 vs. el cierre del año anterior, y una depreciación real de 3.70% en 2024.
- **Para la Mezcla Mexicana de Exportación de 2023, revisamos al alza nuestro pronóstico para ahora considerar un precio promedio de 73 dólares por barril (dpb)**, desde los 64dpb previo. Para 2024, prevemos se registraría un ligero descenso respecto a los niveles de este año para situarse en 68dpb.
- **En el panorama internacional, se revisó al alza el pronóstico de crecimiento económico de Estados Unidos (EUA) para 2023 a 2.0% real anual**, desde el 1.6% previo como resultado de la solidez que ha mostrado el gasto al consumo apoyado por la fortaleza del mercado laboral, pero también responde al repunte de la inversión privada observada durante el 2T2023. Para 2024, la proyección de crecimiento se revisó a 1.4% desde el 1.1% previo.
- **La inflación en EUA se revisó al alza a 3.8% para el cierre de 2023** desde el 3.1% debido al repunte en los precios de los energéticos que afecta al componente no subyacente. Para 2024, se espera que la inflación descienda hasta 2.80%, ubicándose dentro del rango objetivo de la Reserva Federal (Fed).
- **En cuanto a la tasa de política monetaria de la Fed, nuestra proyección considera un alza adicional de 25pb**, lo que llevará la tasa de política monetaria a un rango de 5.50% a 5.75% (5.63% rango medio) al cierre de 2023. Para 2024, prevemos que habrá recortes por 50pb y la tasa de referencia cerrará en un rango de 5.0% a 5.25% (5.13% rango medio).

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	24,992	25,543	26,091	26,650	27,223	27,808	28,405	29,015	29,639
	Escenario Previo	18,838	19,229	19,614	20,006	20,405	20,813	21,230	21,655	22,088
Producto Interno Bruto (PIB) Nominal**	Nuevo Escenario	31,374	33,349	35,572	37,826	40,234	42,796	45,488	48,342	51,358
	Escenario Previo	30,968	33,116	35,279	37,584	40,031	42,593	45,189	47,938	47,938
Crecimiento Real del PIB	Nuevo Escenario	3.20%	2.20%	2.15%	2.15%	2.15%	2.15%	2.15%	2.15%	2.15%
	Escenario Previo	2.68%	2.07%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
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	4.80%	4.01%	3.75%	3.70%	3.70%	3.70%	3.70%	3.70%	3.70%
Tasa de Referencia Nominal al Cierre	Nuevo Escenario	11.25%	9.00%	8.00%	7.25%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%
	Escenario Previo	11.00%	8.25%	7.25%	7.00%	6.50%	6.50%	6.50%	6.50%	6.50%
Tasa de Referencia Real al Cierre (ex-post)	Nuevo Escenario	6.15%	4.79%	4.09%	3.43%	3.19%	3.19%	3.18%	3.18%	3.18%
	Escenario Previo	5.92%	4.08%	3.37%	3.18%	2.70%	2.70%	2.70%	2.70%	2.70%
Tasa de Referencia Real al Cierre (ex-ante)	Nuevo Escenario	6.96%	5.06%	4.15%	3.43%	3.19%	3.18%	3.18%	3.18%	3.18%
	Escenario Previo	6.73%	4.33%	3.42%	3.18%	2.70%	2.70%	2.70%	2.70%	2.50%
Tasa de Referencia Real al Cierre	Nuevo Escenario	6.15%	4.79%	4.09%	3.43%	3.19%	3.19%	3.18%	3.18%	3.18%
	Escenario Previo	5.92%	4.08%	3.37%	3.18%	2.70%	2.70%	2.70%	2.70%	2.70%
Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio (TIIE) a 28 Días al Cierre	Nuevo Escenario	11.49%	9.24%	8.24%	7.49%	7.24%	7.24%	7.24%	7.24%	7.24%
	Escenario Previo	11.21%	8.46%	7.46%	7.21%	6.71%	6.71%	6.71%	6.71%	6.71%
Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio (TIIE) a 91 Días al Cierre	Nuevo Escenario	11.60%	9.35%	8.35%	7.60%	7.35%	7.35%	7.35%	7.35%	7.35%
	Escenario Previo	11.28%	8.53%	7.53%	7.28%	6.78%	6.78%	6.78%	6.78%	6.78%
Tipo de Cambio Nominal al Cierre	Nuevo Escenario	18.02	18.93	19.54	20.11	20.64	21.13	21.58	22.04	22.52
	Escenario Previo	18.02	18.93	19.59	20.27	20.96	21.47	21.99	22.50	23.04
Índice de la Revaluación Real del Peso al Cierre (Base=1999)	Nuevo Escenario	85.62	82.45	81.01	79.79	78.80	78.01	77.42	76.84	76.27
	Escenario Previo	86.17	83.15	81.49	79.86	78.26	77.46	76.66	75.94	75.18
Movimiento real vs. USD	Nuevo Escenario	8.80%	-3.70%	-1.75%	-1.50%	-1.25%	-1.00%	-0.75%	-0.75%	-0.75%
	Escenario Previo	9.50%	-3.50%	-2.00%	-2.00%	-2.00%	-1.00%	-1.00%	-1.00%	-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	8.03	8.35	8.66	8.98	9.31	9.66	10.02	10.39	10.77
Crecimiento Real del PIB de EUA	Nuevo Escenario	2.00%	1.42%	1.74%	1.93%	1.92%	1.80%	1.80%	1.80%	1.80%
	Escenario Previo	1.63%	1.06%	1.74%	1.93%	1.92%	1.80%	1.80%	1.80%	1.80%
Inflación EUA (CPI)	Nuevo Escenario	3.80%	2.80%	2.30%	2.30%	2.30%	2.30%	2.30%	2.30%	2.30%
	Escenario Previo	3.10%	2.60%	2.30%	2.30%	2.30%	2.30%	2.30%	2.30%	2.30%
Tasa de Referencia Fed**	Nuevo Escenario	5.63%	5.13%	3.88%	2.88%	2.88%	2.88%	2.88%	2.88%	2.88%
	Escenario Previo	5.38%	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	1.75%	2.26%	1.54%	0.56%	0.56%	0.56%	0.57%	0.56%	0.56%
	Escenario Previo	2.21%	1.73%	0.80%	0.57%	0.56%	0.56%	0.57%	0.56%	0.57%
Tasa de Referencia Real al Cierre (ex-ante)	Nuevo Escenario	2.75%	2.76%	1.54%	0.56%	0.56%	0.57%	0.56%	0.56%	0.56%
	Escenario Previo	2.71%	2.03%	0.81%	0.56%	0.56%	0.57%	0.56%	0.57%	0.57%
Tasa de Referencia Real al Cierre	Nuevo Escenario	1.75%	2.26%	1.54%	0.56%	0.56%	0.56%	0.57%	0.56%	0.56%
	Escenario Previo	2.21%	1.73%	0.80%	0.57%	0.56%	0.56%	0.57%	0.56%	0.57%
SOFR 3M	Escenario	5.41%	4.41%	3.24%	2.75%	2.75%	2.75%	2.75%	2.75%	2.75%
USD por Euro	Nuevo Escenario	1.05	1.06	1.06	1.06	1.06	1.06	1.06	1.05	1.05
	Escenario Previo	1.04	1.05	1.05	1.05	1.05	1.05	1.05	1.04	1.04
Pesos por Euro	Nuevo Escenario	18.95	20.03	20.68	21.28	21.86	22.31	22.81	23.20	23.60
	Escenario Previo	18.83	19.86	20.55	21.26	22.01	22.47	23.03	23.48	23.94
Precio Mezcla Mexicana Exportación (dppb) ¹	Escenario	73.00	68.00	64.30	61.50	59.00	57.00	55.10	53.40	52.00
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 2018.

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

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

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

Escenarios Macroeconómicos

Actualización Trimestral

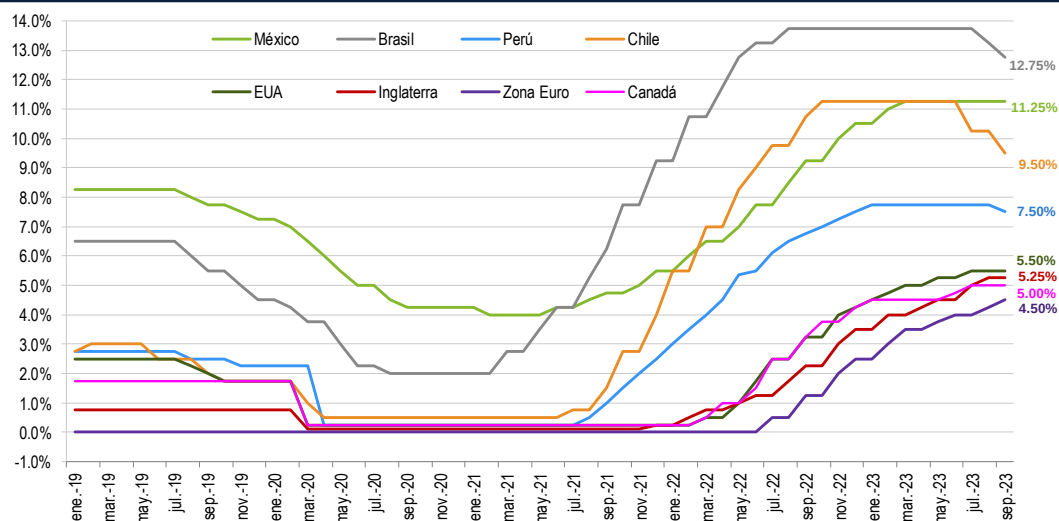
Economía

29 de septiembre de 2023

Panorama Económico Internacional

El panorama económico internacional mostró un comportamiento resiliente en la primera mitad de 2023, esto a pesar del ciclo monetario restrictivo y el apretamiento de las condiciones financieras globales. La resiliencia de la actividad económica en Estados Unidos, y en el resto del mundo, sorprende debido a que los bancos centrales de economías desarrolladas como Estados Unidos, Inglaterra, Canadá y la Zona Euro, así como de economías en desarrollo como México, Brasil, Perú y Chile han alcanzado durante 2023 niveles en la tasa de interés de referencia no vistos en más de una década. No obstante, en lecturas recientes, hemos notado que los ciclos monetarios han comenzado a desligarse en el sentido de que algunos países de economías emergentes (Brasil y Chile) han comenzado con el recorte de tasas, mientras que aquellos de economías desarrolladas siguen anticipando alzas adicionales, como puede observarse en la Figura 2.

Figura 2. Tasas de referencia nominales de países desarrollados y emergentes



Fuente: HR Ratings con base en datos de la Fed, del Banco Central de Canadá, Banco Central de Inglaterra, el Banco Central Europeo, el Banco Central de Brasil, el Banco Central de Perú, el Banco Central de Chile y el Banco Central de México.

A finales de 2022, cuando los bancos centrales señalaron la necesidad de endurecer más las condiciones monetarias con el fin de asegurar la convergencia de la inflación hacia sus respectivos objetivos en el mediano y largo plazo, se anticipó una desaceleración más acentuada en el crecimiento mundial de 2023 e incluso se debatió la posibilidad de que algunos países, incluido Estados Unidos, atravesaran por un periodo recesivo. No obstante, la demanda reprimida que se acumuló durante el periodo de la pandemia ha seguido empujando el consumo de bienes y servicios, mientras que estímulos fiscales y/o el gasto adicional de parte de los gobiernos está apoyando la inversión.

En este sentido, la actualización de las perspectivas contenidas en el World Economic Outlook (WEO) del Fondo Monetario Internacional (FMI), publicado en julio, realizó una revisión al alza en su estimación de crecimiento mundial para 2023 a 3.0% real anual, desde el 2.8% pronosticado en abril. Si bien, esta estimación supone una desaceleración desde el crecimiento de 3.5% observado en 2022, también es cierto que los temores de recesión se han disipado. Para las economías avanzadas la revisión pasó a 1.5%, que se

Escenarios Macroeconómicos

Actualización Trimestral

Economía

29 de septiembre de 2023

compara positivamente con la estimación de 1.3% de abril, mientras que para las economías emergentes el pronóstico pasó a 4.0% desde el 3.9% de la estimación previa.

Para Estados Unidos, el FMI estima que el crecimiento de 2023 se ubicará en 1.8% (vs. 1.6% en abril), resultando moderadamente inferior a la estimación de HR Ratings de 2.0% (vs. 1.6% pronosticado en junio). Nuestra revisión al alza para Estados Unidos se debe a la solidez que ha mostrado el gasto al consumo apoyado por la fortaleza del mercado laboral, pero también responde al repunte de la inversión privada observada durante el segundo trimestre de 2023. Para la segunda mitad del año, consideramos que la actividad económica continuará avanzando a un ritmo similar para promediar 2.0% en 2023.

Para 2024, anticipamos una desaceleración en el crecimiento económico de EUA para promediar 1.42%, como resultado del efecto acumulado del incremento en las tasas de interés. Nuestra estimación para la tasa de política monetaria de la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) considera un aumento adicional de 25 puntos base (pb) en noviembre, para cerrar 2023 en un rango de 5.50% a 5.75%, superior al rango de 5.25% a 5.50% que consideramos en los escenarios de junio. Para 2024, también revisamos al alza el rango estimado para la tasa de interés a 5.00% - 5.25% desde el rango de 4.25% - 4.50% previo. Estas revisiones están en línea con el mensaje que la propia Fed ha comunicado en su más reciente reunión de política monetaria.

En nuestra opinión, el tono *hawkish* y la postura más restrictiva de parte de la Fed se encuentra relacionado con los riesgos al alza a los que está sujeta la inflación general en Estados Unidos. En semanas recientes se ha observado un aumento considerable en los precios del petróleo, derivado de los recortes voluntarios de Rusia y Arabia Saudita a la producción y sus exportaciones, así como en algunas afectaciones en la oferta de granos derivado del fenómeno climatológico de El Niño. Lo anterior podría revertir la trayectoria descendente que ha mantenido la inflación, provocando un ligero repunte hacia el cierre del año. En línea con lo anterior, revisamos al alza nuestra expectativa de inflación para el cierre de 2023 a 3.80%, desde el 3.10% previo y para el cierre de 2024, a 2.80%, desde el 2.60% previo.

Panorama Económico para México

En el primer semestre del año, la actividad económica en México continuó presentando importantes avances, destacando el sector secundario y de servicios. Con base en los datos presentados por el Instituto Nacional de Estadísticas y Geografía (INEGI), el PIB registró crecimientos de 0.81% trimestral (t/t) y 0.84% t/t para el 1T23 y 2T23, respectivamente. Adicionalmente, es importante mencionar que el INEGI realizó un cambio de año base para los indicadores de alta frecuencia, por lo que se realizaron revisiones en el desempeño de la actividad económica de los periodos anteriores.

En este sentido, se dieron importantes revisiones en términos de los crecimientos reales anuales de la actividad económica. Para 2020, la contracción pasó de 8.2% a 8.8%, mientras que el repunte en 2021 fue de 6.1% vs. 4.9% en la base anterior. Asimismo, para 2022 el crecimiento de la actividad económica alcanzó 3.9% vs. 3.0% reportado anteriormente, por lo que la recuperación de la actividad en términos de los niveles prepandemia se dio durante el cuarto trimestre de 2022.

En la Figura 3 se puede notar los avances trimestrales de los principales sectores de la actividad económica de acuerdo con los datos del PIB al 2T23. Como lo mencionamos,

Escenarios Macroeconómicos

Actualización Trimestral

Economía

29 de septiembre de 2023

destaca la fortaleza que han mostrado los sectores secundario y terciario. Por un lado, el sector secundario acumula avances por noveno trimestre consecutivo, al crecer en 1.2% t/t en el 2T23. Lo anterior es resultado de dos factores; el primero es el continuo avance de las manufacturas, especialmente las relacionadas al sector de transporte, así como de la fabricación de equipo electrónico. Por el otro lado, destaca el sector de la construcción, el cual ha sido el principal eje de crecimiento de la actividad económica durante el 2023.

El sector de la construcción acumula tres trimestres de importantes avances, particularmente por los crecimientos del 1T23 y 2T23 con 3.9% t/t y 6.5% t/t, respectivamente. Lo anterior ha sido respaldado tanto por las obras de edificación, pero principalmente las obras de ingeniería civil, rubro donde se puede notar el importante incremento que ha presentado la inversión física presupuestaria por parte del Gobierno Federal, dando un estímulo adicional a las obras de infraestructura y obras pesadas. Asimismo, de acuerdo con los datos de Oferta y Demanda Agregada, la formación bruta de capital fijo mostró un desempeño favorable en el primer semestre del año, impulsado tanto por la formación bruta privada como la pública. En el acumulado al primer semestre, la inversión física presupuestaria alcanzó P\$442.9 mil millones (mm), siendo el mayor monto desde que se tiene registro para los primeros seis meses del año.

Figura 3. Tasas de crecimiento anual del PIB y sus principales sectores

Cifras desestacionalizadas	mar-22	jun-22	sep-22	dic-22	mar-23	jun-23
Crecimiento trimestral	1.4%	1.0%	1.2%	0.6%	0.8%	0.8%
Sector Primario	0.1%	1.0%	0.9%	4.5%	-4.1%	0.7%
Sector Secundario	2.3%	0.8%	1.0%	1.0%	0.6%	1.2%
Sector Terciario	1.0%	1.0%	1.5%	0.1%	1.1%	0.7%
Crecimiento trimestral anual	2.9%	3.2%	5.1%	4.3%	3.7%	3.6%
Sector Primario	1.9%	0.5%	1.9%	6.7%	2.2%	1.9%
Sector Secundario	4.3%	4.7%	5.6%	5.3%	3.5%	3.9%
Sector Terciario	1.8%	2.2%	4.9%	3.6%	3.8%	3.4%
Crecimiento UDM*	6.1%	7.4%	3.3%	3.3%	3.9%	4.1%

Fuente: HR Ratings con información ajustada por estacionalidad del INEGI. Base 2018.

*UDM: Últimos Doce Meses.

Los sectores Primario (agricultura), Secundario (Industrial) y Terciario (Servicios) representan aproximadamente 3.7%, 33.9% y 62.4% del PIB.

Por parte del sector terciario (servicios), éste continúa mostrando un desempeño positivo, siendo uno de los principales ejes que impulsó la recuperación de la actividad económica en 2022. Para el 2T23, este sector avanzó en 0.7% t/t, lo que, a pesar de ser un dato positivo, mostró una desaceleración respecto al avance del trimestre inmediato anterior (+1.1% t/t). Es importante mencionar que la demanda interna se ha mantenido en niveles positivos en los últimos periodos, lo que en parte consideramos ha sido apoyado por los importantes niveles de transferencias recibidas del exterior (remesas). Otro factor importante se encuentra relacionado con el nivel de empleo, que de acuerdo con datos de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE) en los primeros siete meses del año la Población Económicamente Activa (PEA) ha aumentado en 1.5 millones de puestos, tres veces más que los 492 mil puestos reportados durante el mismo periodo del año anterior. Con base en los datos de la PEA, al cierre de julio la tasa de desempleo se ubica en 3.1%, que se compara positivamente con el 3.4% registrado en julio de 2022. El empleo formal representa el 37.9% de la población ocupada trabajando (vs. 36.7% en julio de 2022).

Escenarios Macroeconómicos

Actualización Trimestral

Economía

29 de septiembre de 2023

Por otro lado, consideramos que el dinamismo del mercado laboral está apoyado en las cifras del financiamiento bancario, que avanzaron por décimo séptimo mes consecutivo en julio, favorecidas en gran parte por el avance del financiamiento al sector privado, especialmente el dirigido a los créditos de nómina, personales y tarjetas de crédito. Adicionalmente, consideramos la fortaleza de la divisa mexicana, que acumula una apreciación de 13.7% durante el año, lo que también ha contribuido a la adquisición de bienes.

Finalmente, el sector primario mostró un repunte en el 2T23, al crecer en 0.7% t/t, lo que, a pesar de ser un dato positivo, no alcanza a mitigar la contracción observada en el 1T23 (-4.1% t/t), por lo que los volúmenes de producción han mostrado afectaciones en el primer semestre del año. Con base en lo anterior, el crecimiento anual (a/a) del PIB al 2T23 se ubica en 4.1%, desde el 3.9% observado en el trimestre anterior.

Otro de los puntos positivos que ha presentado la economía mexicana en los últimos dos años es el cambio en los niveles de comercio internacional. En este sentido, México se ha visto beneficiado por la mayor demanda proveniente de Estados Unidos, tomando mayor relevancia en los niveles de exportación al ser el principal socio comercial. Asimismo, en las cifras de comercio internacional se puede notar que la participación en el total de las exportaciones avanzó de un nivel promedio de 13.7% en 2017 a un nivel de 15.6% en 2019.

La inflación ha mostrado un descenso en las últimas mediciones, ubicándose en un nivel anual de 4.64% al cierre de agosto vs. el cierre de 2022 cuando se situó en 7.82% a/a. Este es el menor nivel registrado desde marzo 2021 (4.67% a/a). El descenso inflacionario ha sido impulsado, en su mayor parte, la inflación no subyacente, relacionado a los precios de los precios de los energéticos y tarifas, mientras que la inflación subyacente, a pesar de que muestra una tendencia descendente, aún muestra presiones del lado de las mercancías y alimentos procesados, que al cierre de agosto se ubicaron con inflaciones de 6.9% a/a y 8.4% a/a, respectivamente.

Por parte de la política monetaria, el Banco de México ha mantenido su tasa de referencia en un nivel de 11.25% desde marzo, lo que desde nuestra perspectiva implica que el ciclo restrictivo ya alcanzó su techo. Sin embargo, aún existen riesgos en torno a un repunte de la inflación hacia el cierre del año, debido al incremento en el precio internacional de algunos *commodities*, como el petróleo, presionará a la inflación no subyacente. Con base en lo anterior, el *spread* entre la tasa nominal de México y Estados Unidos es de 575pb, lo que, a pesar de mostrar una reducción desde los 625pb que había a inicios de año, consideramos que el atractivo que implica la tasa del Banco de México para los inversionistas ha contribuido con la apreciación nominal del tipo de cambio MXN/USD.

Escenario Base

HR Ratings presenta la actualización de las principales cifras del escenario base, considerando las últimas actualizaciones de los indicadores de la actividad económica. Para el PIB, revisamos al alza nuestra estimación de crecimiento de 2023 a 3.20% desde el 2.7% previo.

Entre los principales factores que nos llevaron a modificar nuestra estimación, por un lado, consideramos el avance del sector secundario, el cual sido respaldado por los avances en el sector de la construcción, principalmente en las obras de ingeniería civil, relacionadas a la inversión pública. Consideramos que este sector continuará mostrando una tendencia

Escenarios Macroeconómicos

Actualización Trimestral

Economía

29 de septiembre de 2023

positiva hacia el cierre del año, tanto en inversión pública como privada. Del lado del sector manufacturero, a pesar de que observamos una desaceleración, proyectamos que continuará mostrando avances durante el 3T23 y 4T23. En particular, se sigue observando una demanda creciente en componentes relacionados con el transporte y bienes electrónicos. Por otro lado, el sector terciario ha mostrado una dinámica positiva en el primer semestre del año, sin embargo, ya se pueden observar indicios de una desaceleración en parte de los subsectores que lo conforman.

Esta revisión contempla que se mantendrá un desempeño positivo en la segunda mitad del año, aunque menor respecto a lo observado en el primer semestre que registró un avance de 0.8% en promedio. Para el 3T23 y 4T23, se estiman avances de 0.5%t/t y 0.3% t/t, respectivamente. Entre los riesgos al alza para este escenario se considera la mejora en los niveles de empleo, en la demanda y el consumo. Esto podría provocar que el sector de servicios retome mayores niveles de crecimiento respecto a lo proyectado, dando un impulso mayor al estimado en la segunda mitad del año. Adicionalmente, la llegada de inversión extranjera directa en torno al *nearshoring* estimularía al sector secundario, especialmente el relacionado a la construcción, en su primera etapa. Como riesgos a la baja, se encuentran los persistentes niveles de inflación, que podría registrar mayores presiones respecto a lo proyectado derivado de las presiones en los precios de los energéticos y los productos alimenticios. Lo anterior provocaría que la tasa de política monetaria se mantenga en un tono restrictivo por un periodo de tiempo más prolongado respecto al estimado.

Una parte sustancial que podría definir el panorama en el mediano y largo plazo serán las inversiones relacionadas al *nearshoring*, favoreciendo el PIB potencial de los próximos periodos y beneficiando las principales métricas de las cuentas fiscales.

Con relación a los niveles de inflación, mantenemos sin cambios nuestras proyecciones respecto a la última revisión, con una expectativa de 4.80% a/a al cierre de 2023, debido a renovadas presiones en el componente no subyacente. En las estimaciones de mediano y largo plazo consideramos que la inflación se encontrará dentro del rango objetivo en 2025, cuando se la variación anual sea de 3.75% a/a.

Del lado de la política monetaria, observamos que derivado de los riesgos asociados a la inflación, el banco central optó por dejar la tasa de política monetaria en 11.25%. En esta revisión consideramos que la tasa se quedará en este nivel por el resto del año, retrasando los recortes a la tasa hasta el primer trimestre de 2024. Para 2024 estimamos que, en línea con la reducción de la inflación, la tasa de política monetaria se reduzca en 125pb para finalizar el año en 9.0%. Para 2025 consideramos que la tasa descendería a 8.0% para posteriormente situar la tasa en 7.0% en promedio.

Por último, HR Ratings mantiene su estimación del tipo de cambio en P\$18.0/USD al cierre de 2023, mostrando una apreciación real anual de 8.80% respecto al cierre de 2022. Lo anterior se sustenta en los episodios de volatilidad observados en las últimas semanas, que, a nuestra consideración, podrían seguir afectando a la divisa en los próximos meses, revirtiendo parte de la ganancia observada en la mayor parte del año. Para 2024, consideramos que el tipo de cambio se ubicará en P\$18.93/USD, lo que representa una depreciación de 3.7% respecto al nivel de 2023. Lo anterior estará sujeto a diferentes factores que podrían provocar volatilidad en esta divisa, como una reducción en los diferenciales de tasas de la Fed y el Banco de México, así como el proceso interno y externo de elecciones presidenciales en 2024.

Escenarios Macroeconómicos

Actualización Trimestral

Economía

29 de septiembre de 2023

Escenarios económicos alternativos

Las proyecciones macroeconómicas presentadas en las secciones anteriores reflejan el escenario base de acuerdo con los últimos indicadores disponibles, permitiendo sentar las bases sobre las expectativas de cierre de año por parte de HR Ratings. 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 ciertos riesgos de volatilidad, sobre todo en el rasgo internacional y expuesta a los choques que se puedan presentar dentro de Estados Unidos, 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 de la Reserva Federal.

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 5.3% anual, lo que se ubica 54pb por encima del escenario base. Para 2024, la inflación descenderá a 4.46%, mientras que para el resto del horizonte de proyección la inflación se mantendría en 4.1% en promedio, ubicándose fuera del rango objetivo establecido por el Banco de México.
- Por parte de la tasa de interés de referencia, esta se situaría en 11.75% en 2023, resultado de una inflación persistente tanto en las mercancías alimentarias como en el precio de los energéticos, mientras que para 2024 se observaría un descenso a 10.0%. La trayectoria de descenso se continuaría observando en el horizonte de proyección para situarse de 2027 hacia adelante en un promedio de 8.25%.
- El crecimiento económico registraría una pérdida de dinamismo, consecuencia de la desaceleración de la demanda interna y, por ende, en los niveles de consumo. En el mismo sentido, sectores productivos como la manufactura y la construcción presentarían afectaciones, por lo que el crecimiento se ubicaría en 2.25%. Para 2024 se observaría un crecimiento de 1.45% real anual, lo que se ubica notablemente por debajo del 2.2% proyectado en el escenario base. De 2025, hacia el periodo final de proyección se considera un crecimiento promedio real anual de 1.41%.
- Del lado del tipo de cambio, consideramos que este se ubicaría en P\$18.71/US, lo que representaría una apreciación real del peso de 5.28%, 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 5.18% en el año y de 1.55% en promedio para el periodo de 2025 a 2031.

Escenarios Macroeconómicos

Actualización Trimestral

Economía

29 de septiembre de 2023

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 4.41%, mientras que la tasa de interés se reduciría a 10.50%.
- En 2024, la inflación continuaría descendiendo hasta alcanzar un nivel de 3.1%, 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 7.75% y en los siguientes periodos se ubicaría en promedio en 5.75%.
- El crecimiento económico en 2023 alcanzaría el 1.9% real anual, considerablemente por debajo del escenario base. Para 2024, se continuaría registrando alzas en la actividad económica, en torno al 1.2%, siendo prácticamente 1.0% menor al escenario base, mientras que para el largo plazo promediaría un crecimiento 0.96%.
- Finalmente, el tipo de cambio peso-dólar se situaría en P\$17.0/US en 2023 y P\$17.3 en 2024, promediando P\$18.1/US de 2025 a 2031.

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	24,992	25,543	26,091	26,650	27,223	27,808	28,405	29,015	29,639
	E. de Estandflación	24,762	25,122	25,475	25,833	26,197	26,566	26,939	27,319	27,704
	E. Bajo C. & Baja I.	24,678	24,974	25,214	25,457	25,701	25,946	26,194	26,445	26,698
Producto Interno Bruto (PIB) Nominal**	Escenario Base	31,374	33,349	35,572	37,826	40,234	42,796	45,488	48,342	51,358
	E. de Estandflación	31,106	32,959	35,047	37,153	39,397	41,775	44,267	46,899	49,671
	E. Bajo C. & Baja I.	30,957	32,448	34,066	35,656	37,327	39,076	40,878	42,756	44,705
Crecimiento Real del PIB	Escenario Base	3.20%	2.20%	2.15%	2.15%	2.15%	2.15%	2.15%	2.15%	2.15%
	E. de Estandflación	2.25%	1.45%	1.41%	1.41%	1.41%	1.41%	1.41%	1.41%	1.41%
	E. Bajo C. & Baja I.	1.90%	1.20%	0.96%	0.96%	0.96%	0.96%	0.95%	0.96%	0.96%
Inflación Deflactor del PIB	Escenario Base	3.04%	4.01%	4.43%	4.10%	4.13%	4.13%	4.06%	4.04%	4.00%
	E. de Estandflación	3.11%	4.44%	4.86%	4.54%	4.56%	4.57%	4.49%	4.47%	4.44%
	E. Bajo C. & Baja I.	2.97%	3.57%	3.99%	3.67%	3.69%	3.70%	3.62%	3.60%	3.57%
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 Estandflación	5.34%	4.46%	4.22%	4.16%	4.09%	4.09%	4.09%	4.09%	4.09%
	E. Bajo C. & Baja I.	4.41%	3.14%	2.87%	2.82%	2.82%	2.82%	2.82%	2.82%	2.82%
Tasa de Referencia Real al Cierre	Escenario Base	6.15%	4.79%	4.09%	3.43%	3.19%	3.19%	3.18%	3.18%	3.18%
	E. de Estandflación	6.08%	5.30%	4.83%	4.17%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%
	E. Bajo C. & Baja I.	5.83%	4.47%	3.77%	3.09%	2.85%	2.85%	2.85%	2.85%	2.85%
Tasa de Referencia Nominal al Cierre	Escenario Base	11.25%	9.00%	8.00%	7.25%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%
	E. de Estandflación	11.75%	10.00%	9.25%	8.50%	8.25%	8.25%	8.25%	8.25%	8.25%
	E. Bajo C. & Baja I.	10.50%	7.75%	6.75%	6.00%	5.75%	5.75%	5.75%	5.75%	5.75%
Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio (TIE) a 28 Días al Cierre	Escenario Base	11.49%	9.24%	8.24%	7.49%	7.24%	7.24%	7.24%	7.24%	7.24%
	E. de Estandflación	11.99%	10.24%	9.49%	8.74%	8.49%	8.49%	8.49%	8.49%	8.49%
	E. Bajo C. & Baja I.	10.74%	7.99%	6.99%	6.24%	5.99%	5.99%	5.99%	5.99%	5.99%
Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio (TIE) a 91 Días al Cierre	Escenario Base	11.60%	9.35%	8.35%	7.60%	7.35%	7.35%	7.35%	7.35%	7.35%
	E. de Estandflación	12.10%	10.35%	9.60%	8.85%	8.60%	8.60%	8.60%	8.60%	8.60%
	E. Bajo C. & Baja I.	10.85%	8.10%	7.10%	6.35%	6.10%	6.10%	6.10%	6.10%	6.10%
Tipo de Cambio Nominal al Cierre	Escenario Base	18.02	18.93	19.54	20.11	20.64	21.14	21.65	22.04	22.52
	E. de Estandflación	18.71	20.05	20.94	21.78	22.56	23.36	24.19	24.61	25.14
	E. Bajo C. & Baja I.	16.97	17.31	17.54	17.75	17.94	18.12	18.27	18.43	18.58
Índice de la Revaluación Real del Peso al Cierre (Base=1999)	Escenario Base	85.62	82.45	81.01	79.79	78.80	77.99	77.18	76.84	76.27
	E. de Estandflación	82.85	78.56	76.63	75.02	73.71	72.68	71.92	71.16	70.41
	E. Bajo C. & Baja I.	90.58	89.07	88.37	87.77	87.28	86.89	86.59	86.30	86.01
Revaluación Real del Peso al Cierre (Base=1999)	Escenario Base	8.80%	-3.70%	-1.75%	-1.50%	-1.25%	-1.03%	-1.03%	-0.44%	-0.75%
	E. de Estandflación	5.28%	-5.18%	-2.45%	-2.10%	-1.75%	-1.40%	-1.05%	-1.05%	-1.05%
	E. Bajo C. & Baja I.	15.10%	-1.67%	-0.79%	-0.68%	-0.56%	-0.45%	-0.34%	-0.34%	-0.34%
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 Estandflación	8.05	8.41	8.77	9.13	9.51	9.89	10.30	10.72	11.16
	E. Bajo C. & Baja I.	7.98	8.23	8.47	8.71	8.95	9.21	9.47	9.73	10.01
Pesos por Euro	Escenario Base	18.95	20.03	20.68	21.28	21.86	22.32	22.88	23.20	23.60
	E. de Estandflación	19.68	21.23	22.17	23.05	23.89	24.67	25.57	25.91	26.35
	E. Bajo C. & Baja I.	17.85	18.32	18.57	18.79	19.01	19.13	19.31	19.40	19.48
Precio de la Mezcla Mexicana de Petróleo	Escenario Base	73.00	68.00	64.30	61.50	59.00	57.00	55.10	53.40	52.00
Volumen de producción de crudo total (mdb)	Escenario Base	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	2.00%	1.42%	1.74%	1.93%	1.92%	1.80%	1.80%	1.80%	1.80%
Inflación EUA (CPI)	Escenario base	3.80%	2.80%	2.30%	2.30%	2.30%	2.30%	2.30%	2.30%	2.30%
Tasa de Referencia Fed***	Escenario base	5.63%	5.13%	3.88%	2.88%	2.88%	2.88%	2.88%	2.88%	2.88%
Tasa de Referencia Intervalo SOFR 3M	Escenario base	5.50-5.75%	5.00-5.25%	3.75-4.00%	2.75-3.00%	2.75-3.00%	2.75-3.00%	2.75-3.00%	2.75-3.00%	2.75-3.00%
USD por Euro	Escenario base	5.41%	4.41%	3.24%	2.75%	2.75%	2.75%	2.75%	2.75%	2.75%
	Escenario base	1.05	1.06	1.06	1.06	1.06	1.06	1.06	1.05	1.05

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.

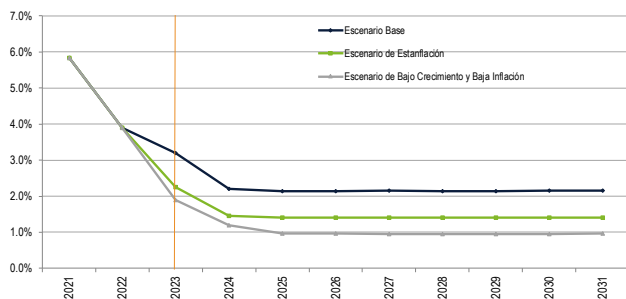
*PIB Real en miles de millones de pesos reales de 2013.

**PIB Nominal en miles de millones de pesos.

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

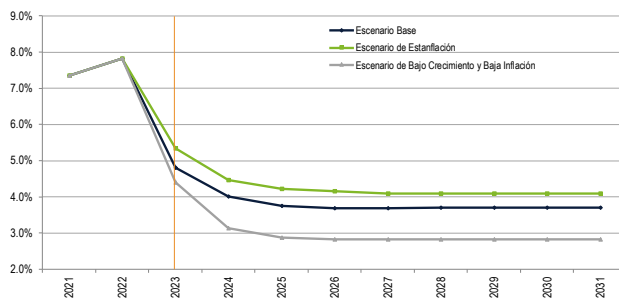
Anexos:

Figura A2.1 Crecimiento Real del PIB



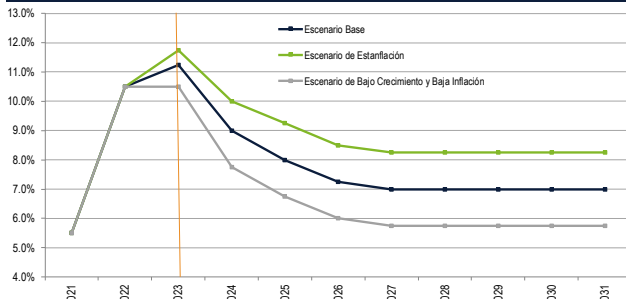
Fuente: Proyecciones de HR Ratings con información del INEGI, la SHCP y Banxico.

Figura A2.2 Inflación anual al cierre



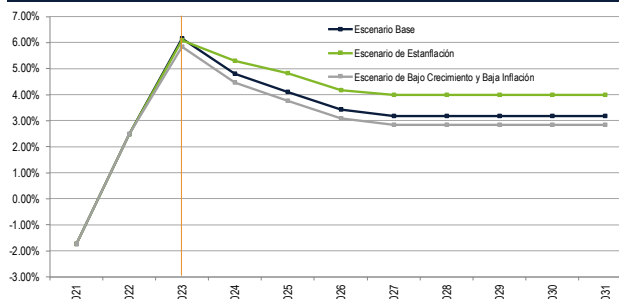
Fuente: Proyecciones de HR Ratings con información del INEGI, la SHCP y Banxico.

Figura A2.3 Tasa de Referencia Nominal



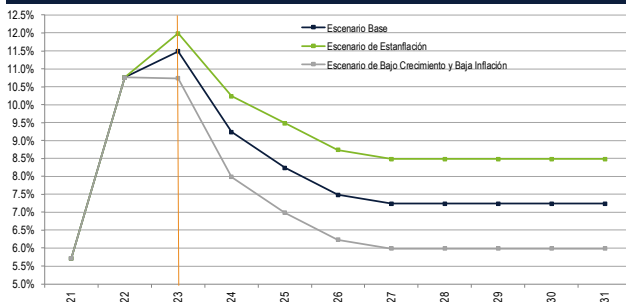
Fuente: Proyecciones de HR Ratings con información del INEGI, la SHCP y Banxico.

Figura A2.4 Tasa de Referencia Real



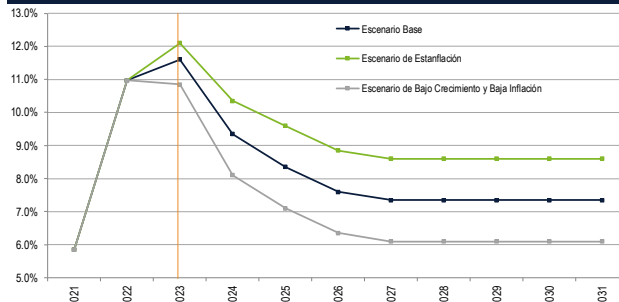
Fuente: Proyecciones de HR Ratings con información del INEGI, la SHCP y Banxico.

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

Director General

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

Vicepresidente del Consejo de Administración

Aníbal Habeica +52 55 1500 3130
anibal.habeica@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

FP Estructuradas / Infraestructura

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

FP Quirografarias / Deuda Soberana

Álvaro Rodríguez +52 55 1500 3147
alvaro.rodriguez@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

Corporativos / ABS

Heinz Cederborg +52 55 8647 3834
heinz.cederborg@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

Operaciones

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

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 calificadoradora 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 calificadoradora 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).