

### Contactos

**Jordy Juvera**  
Subdirector de Análisis Económico  
jordy.juvera@hrratings.com

**Edgar González**  
Asociado de Economía  
edgar.gonzalez@hrratings.com

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

## HR Ratings presenta la actualización de sus escenarios macroeconómicos, que muestran un mayor repunte económico en un entorno de fuertes presiones inflacionarias

HR Ratings presenta sus escenarios macroeconómicos, en donde se observan eventos de incertidumbre y volatilidad como transitorios, y donde se establece una convergencia a un valor de largo plazo<sup>1</sup> en las proyecciones de las variables macroeconómicas.

### Elementos clave de los escenarios

- La economía mexicana mostró resiliencia durante el 1T21 al crecer pese a las medidas de confinamiento. Los datos disponibles al 2T21 muestran una mayor recuperación de las actividades con elevado contacto social, lo que ha impulsado el sector de servicios, esto a pesar del deterioro que ha sufrido la industria manufacturera por el escenario adverso que enfrenta la industria automotriz.
- Considerando un mejor desempeño en los primeros cinco meses del año con respecto a nuestros escenarios macroeconómicos de febrero<sup>2</sup>, apoyado por la recuperación del mercado laboral y el efecto indirecto de la fuerte política fiscal estadounidense, estamos revisando nuestra estimación de crecimiento económico a 5.9% vs. 4% previo.
- Revisamos ligeramente a la baja nuestro estimado de crecimiento del PIB de 2022 a 2.7% desde 2.8% previo.
- Para el largo plazo se mantiene un crecimiento potencial de 2% real anual, aunque este se alcanzaría antes ya que se retomaría el nivel prepandemia a finales de 2022 y principios de 2023, es decir, un año antes de lo previsto.
- Revisamos significativamente al alza nuestra expectativa de inflación general del índice nacional de precios al consumidor (INPC) de 3.9% a 6.0% para 2021, lo cual se explica por la fuerte contaminación que ha presentado el subíndice subyacente durante el 2T21 y que tardarían más tiempo en disiparse. En particular, destacamos las presiones en costos por los cuellos de botella en diferentes sectores de la economía que enfrentan una mayor recuperación de la demanda.
- Para 2022 estimamos una importante disminución de la inflación a 3.65%, aunque por encima del 3.53% previo, lo cual es reflejo de la persistencia de presiones subyacentes durante el 1T21. En el mediano plazo esperamos una convergencia a 3.5%, en línea con las expectativas del mercado y posteriormente se consolidaría en 3.45% en el largo plazo.
- Nuestro nuevo escenario considera un cambio en la política monetaria considerando un entorno de mayor inflación y las diferencias entre las opiniones de los miembros de la junta de gobierno del Banco de México. Estimamos dos incrementos adicionales de 25 puntos base (pb) en lo que resta del año, lo que llevaría la tasa a 4.75% al cierre, 100 pb por encima de nuestro escenario previo. A pesar de lo anterior, la tasa real se estima más negativa (-1.21%) con respecto al -0.18% previo.
- Para 2022 estimamos una tasa de referencia de 5.0% con respecto al 3.75% previo lo que implica una política menos expansiva ante las presiones inflacionarias observadas en 2021 y el 1T22.

<sup>1</sup> Los valores de largo plazo se establecen con base en las relaciones económicas alcanzadas en un marco de referencia de equilibrio general; esto sustentado por la investigación del ciclo económico mexicano y la evidencia estadística.

<sup>2</sup> Para más información consultar el documento de escenarios Macroeconómicos de febrero en el siguiente enlace: <https://www.hrratings.com/pdf/3Escenarios%20Macroeconomicos%20febrero%202021.pdf>

- Mantenemos el periodo de normalización de la política monetaria de la Fed a partir de 2023.
- La estimación de tipo de cambio al cierre de 2021 se incrementó ligeramente a P\$20/US\$ desde P\$19.9, lo que asume una ligera apreciación real anual de 0.5%

Figura 1. Proyecciones Económicas del Escenario Base de HR Ratings

Año	Escenarios	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Producto Interno Bruto (PIB) Real*	Nuevo Escenario	17,946	18,428	18,822	19,238	19,582	19,975	20,375	20,782	21,198
	Escenarios Previo	17,666	18,161	18,597	19,065	19,455	19,873	20,278	20,723	21,137
Producto Interno Bruto (PIB) Nominal**	Nuevo Escenario	25,856	27,691	29,364	31,193	32,958	34,916	36,975	39,159	41,467
	Escenarios Previo	24,957	26,670	28,321	30,147	31,922	33,852	35,853	38,041	40,280
Crecimiento Real del PIB	Nuevo Escenario	5.87%	2.69%	2.14%	2.21%	1.79%	2.01%	2.00%	2.00%	2.00%
	Escenarios Previo	4.05%	2.80%	2.40%	2.51%	2.05%	2.15%	2.04%	2.19%	2.00%
Inflación en México al Cierre	Nuevo Escenario	6.03%	3.65%	3.57%	3.50%	3.50%	3.50%	3.48%	3.45%	3.45%
	Escenarios Previo	3.93%	3.53%	3.47%	3.50%	3.48%	3.51%	3.49%	3.45%	3.45%
Tasa de Referencia Real al Cierre	Nuevo Escenario	-1.21%	1.30%	1.62%	2.42%	2.41%	2.41%	2.44%	2.47%	2.46%
	Escenarios Previo	-0.18%	0.21%	0.75%	1.45%	2.44%	2.40%	2.42%	2.47%	2.47%
Tasa de Referencia Nominal al Cierre	Nuevo Escenario	4.75%	5.00%	5.25%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%
	Escenarios Previo	3.75%	3.75%	4.25%	5.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%
Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio (TIIE) a 28 Días al Cierre	Nuevo Escenario	5.00%	5.32%	5.60%	6.35%	6.35%	6.35%	6.35%	6.35%	6.35%
	Escenarios Previo	4.00%	4.07%	4.57%	5.32%	6.32%	6.32%	6.32%	6.32%	6.32%
Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio (TIIE) a 91 Días a Cierre	Nuevo Escenario	5.03%	5.35%	5.64%	6.39%	6.39%	6.39%	6.39%	6.39%	6.39%
	Escenarios Previo	3.95%	4.09%	4.61%	5.36%	6.36%	6.36%	6.36%	6.36%	6.36%
Tipo de Cambio Nominal al Cierre	Nuevo Escenario	20.04	20.38	20.91	21.44	22.00	22.58	23.17	23.53	23.89
	Escenarios Previo	19.91	20.12	20.49	20.91	21.35	21.82	22.16	22.50	22.84
Índice de la Revaluación Real del Peso al Cierre (Base=1999)	Nuevo Escenario	76.33	75.91	75.12	74.35	73.58	72.82	72.07	72.07	72.07
	Escenarios Previo	77.29	77.63	77.16	76.70	76.24	75.78	75.78	75.78	75.78
Peso por UDI al cierre del año	Nuevo Escenario	7.00	7.26	7.52	7.78	8.05	8.33	8.62	8.92	9.23
	Escenarios Previo	6.86	7.10	7.35	7.60	7.87	8.14	8.43	8.72	9.02
Crecimiento Real del PIB de EUA	Nuevo Escenario	6.77%	4.06%	2.19%	2.04%	1.82%	1.82%	1.82%	1.82%	1.82%
	Escenarios Previo	4.64%	3.56%	2.68%	2.32%	1.96%	1.93%	1.93%	1.93%	1.93%
Inflación EUA (CPI)	Nuevo Escenario	5.02%	2.51%	2.00%	1.97%	1.90%	1.90%	1.90%	1.90%	1.90%
	Escenarios Previo	2.34%	2.00%	2.20%	2.05%	1.94%	1.90%	1.90%	1.90%	1.90%
Tasa de Referencia Fed***	Nuevo Escenario	0.09%	0.09%	0.50%	1.38%	2.38%	2.38%	2.38%	2.38%	2.38%
	Escenarios Previo	0.09%	0.09%	0.50%	1.13%	2.13%	2.38%	2.38%	2.38%	2.38%
Tasa de Referencia Intervalo	Nuevo Escenario	0-0.25%	0-0.25%	0.5-0.75%	1.25-1.5%	2.25-2.5%	2.25-2.5%	2.25-2.5%	2.25-2.5%	2.25-2.5%
	Escenarios Previo	0-0.25%	0-0.25%	0.5-0.75%	1-1.25%	2-2.25%	2.25-2.5%	2.25-2.5%	2.25-2.5%	2.25-2.5%
USD por Euro	Nuevo Escenario	1.24	1.26	1.25	1.26	1.27	1.28	1.28	1.29	1.30
	Escenarios Previo	1.24	1.26	1.25	1.26	1.26	1.27	1.27	1.28	1.28
Pesos por Euro	Nuevo Escenario	24.95	25.70	26.23	27.06	27.92	28.81	29.72	30.34	30.97
	Escenarios Previo	24.66	25.37	25.68	26.30	26.97	27.67	28.21	28.76	29.31

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 de la tasa efectiva.

### Panorama Económico

#### Panorama Internacional

La actividad económica mundial ha continuado recuperándose apoyada por un mayor alcance de las vacunas contra el COVID-19, esto aunado a la adaptabilidad de los diferentes agentes económicos a operar en un contexto de confinamientos parciales e intermitentes. No obstante, la recuperación se ha dado de manera dispar entre sectores y regiones, lo que está relacionado con el acceso a las vacunas, así como a los estímulos que han otorgado los gobiernos. Adicionalmente, la evolución de las variantes de COVID-19 plantea un reto importante para la recuperación económica, ya que muy pocos países podrían cumplir con sus planes de vacunación durante 2021, lo que implica riesgos de que se desarrollen variantes más amenazantes que puedan no ser cubiertas por las vacunas actualmente aplicadas.

La recuperación económica en 2021 está siendo liderado por China, Estados Unidos, y las economías avanzadas. En particular, sobresale la robusta recuperación de la economía de Estados Unidos. Las cifras al primer trimestre de 2021 (1T21) mostraron un crecimiento de 1.6% trimestral (6.4% anualizado) de la actividad económica y los indicadores de actividad industrial a junio plantean un mejor desempeño para el 2T21, lo que se explica por el incremento de la actividad manufacturera de bienes no duraderos y la minería. Estas últimas han compensado la debilidad de la industria automotriz que se ha visto afectada por la escasez de insumos, especialmente los semiconductores.

Por su parte, el consumo personal se ha mantenido creciendo fuertemente (19.6% trimestral anualizado a mayo) gracias a los ahorros acumulados y a los estímulos fiscales. Cabe destacar que, pese al fuerte crecimiento del consumo privado, el mercado laboral aún se mantiene rezagado con respecto a sus niveles prepandemia, lo que refleja lo esencial que ha resultado la política fiscal en el repunte de la actividad económica.

Derivado de un mejor desempeño durante el primer semestre para la economía de Estados Unidos respecto a lo previsto en nuestros escenarios macroeconómicos de febrero, revisamos al alza el crecimiento del PIB de EUA de 4.64% a 6.77% en 2021.

En lo que respecta a la zona euro, su recuperación está siendo más lenta, de hecho, durante el 1T21, la economía se contrajo 0.3% trimestral; no obstante, para el 2T21 los indicadores disponibles al momento sugieren la gradual recuperación del sector manufacturero con excepción de la industria automotriz, así como de una mayor actividad en el sector de servicios gracias al avance en la vacunación. En su última actualización de perspectivas económicas para 2021, el Fondo Monetario Internacional (FMI) estimó un crecimiento de 4.4% (vs. 4.2% previo).

Para el resto de las economías avanzadas como Japón, Reino Unido y Canadá, el FMI proyecta recuperaciones de 3.3% (vs. 3.1% previo), 5.3% (vs. 4.5% previo) y 5% (vs. 3.6% previo) respectivamente<sup>3</sup>.

En términos de materia monetaria, la inflación global se ha acelerado, sobresaliendo los niveles que presenta Estados Unidos de 5.4%, un nivel no visto desde la crisis financiera de 2008 y también Canadá con 3.6%, un máximo desde 2011. El resto de las economías

<sup>3</sup> Al momento de este reporte la última versión disponible del World Economic Outlook de FMI es la de abril 2021; sin embargo, a finales de julio se espera una actualización.

# Escenarios Macroeconómicos

## Actualización Trimestral

Economía

23 de julio de 2021

avanzadas si bien han presentado incrementos mensuales en precios con mayor intensidad que en años previos, sus impresiones inflacionarias anuales apenas están retomando los niveles alcanzados entre 2018 y 2019, aunque las tendencias son al alza. El caso atípico es Japón que se ha encontrado en zona de deflación en gran parte de 2021.

El común denominador en las tendencias al alza en los precios se atribuye principalmente al fuerte repunte en los precios de las materias primas, principalmente el crudo, así como a efectos aritméticos asociados a la baja base de comparación y en algunos rubros las presiones de costos por los cuellos de botella en la producción. Este último factor ha incidido en la inflación subyacente y se ha exacerbado con el estímulo de la demanda por parte de la política fiscal, lo que resulta en el mayor diferenciador entre Estados Unidos y el resto de las economías avanzadas.

Aún con el repunte inflacionario, los bancos centrales de las economías desarrolladas han mantenido una postura acomodaticia con niveles mínimos de tasas y estímulos de política monetaria no convencional. No obstante, en las últimas decisiones de política monetaria se ha mostrado la intención de los encargados de la política monetaria de las diferentes economías en cuestión, de comenzar con el *tapering*.

Las economías emergentes con excepción de China presentan una recuperación más limitada, los indicadores disponibles al segundo trimestre han mostrado un comportamiento diferenciado. Por un lado, las regiones de Asia y Europa emergente presentarían un crecimiento durante el 2T21, mientras que en América Latina se prevén contracciones para economías importantes como Brasil, Argentina y Colombia ante las afectaciones relacionadas con la pandemia de COVID-19 y un lento avance en el programa de vacunación.

En este sentido, para el grupo de las economías emergentes, el FMI espera un repunte de 6.7% en 2021 (vs. 6.3% previo), posterior a la contracción estimada de 2.2% en 2020. Si bien este crecimiento es mayor al estimado para las economías avanzadas, esto se explica por la zona emergente de Asia, con un estimado de 8.6% en 2021 (vs. 8.3% previo), del cual sobresalen China e India con crecimientos esperados de 8.4% (vs. 8.1% previo) y de 12.5% (vs. 11.5% previo) respectivamente.

En contraste, la zona de América Latina y el Caribe repuntaría moderadamente en 4.6% en 2021 (vs. 4.1% previo) después de la fuerte contracción de 7% de acuerdo con el FMI. Esto indica que pocas economías de la zona retomarían su nivel prepandemia al final del presente año.

La inflación de las economías emergentes ha repuntado en línea con el aumento en los precios de las materias primas, aunque los niveles anuales han variado en cada economía de acuerdo con sus características estructurales. En términos generales, los niveles actuales se ubican por encima de los objetivos de sus bancos centrales y todo indica que terminarían el año significativamente por encima de sus objetivos, especialmente por las presiones subyacentes que se han observado en el 2T21. Al respecto, la mayoría de los bancos centrales de esta región mantuvieron sus tasas de interés sin cambios; no obstante, algunos de ellos sí presentaron una recalibración de su postura monetaria, como el caso de los bancos centrales de Brasil, Chile, Rusia, Hungría y República Checa que aumentaron sus tasas entre 25 y 75 puntos base. En este sentido, se prevé que para el segundo semestre del año se tomen posiciones más restrictivas en la región.

# Escenarios Macroeconómicos

## Actualización Trimestral

Economía

23 de julio de 2021

### Panorama para México

Desde la última actualización de nuestros escenarios macroeconómicos en febrero, México salió con velocidad de la segunda ola de la pandemia después de sobrepasar los 17 mil casos diarios a finales de enero. El endurecimiento de las medidas de confinamiento que incluyó la implementación del semáforo rojo a cerca de la mitad de las entidades de la República Mexicana resultó en la importante disminución de los nuevos casos diarios, incluso llevando el promedio móvil de 7 días (PM7D) a 2 mil casos diarios, niveles no vistos desde mayo de 2020.

Derivado de esto las medidas de confinamiento se relajaron y desde mayo la mayoría de los estados de la República se encuentran en semáforo verde<sup>4</sup>. Como resultado se ha observado un mayor dinamismo de la actividad económica, en particular de los servicios con un elevado contacto social. Los indicadores disponibles al momento muestran un crecimiento del sector terciario de marzo (+3.22% m/m) y abril (+0.28% m/m) y esperamos que los resultados de mayo sigan mostrando un dinamismo favorable gracias a la gradual recuperación del mercado laboral y las menores restricciones de operación de los establecimientos. En contraste, el sector secundario está resintiendo el deterioro de la industria automotriz que se ha visto afectado por los cuellos de botella relacionados con insumos como los semiconductores. Dado el peso que tiene la manufactura en la industria mexicana, su mal desempeño ha mitigado y en algunos casos contrarrestado la recuperación de otros sectores como la minería y la construcción. Lo anterior implicó la contracción de 0.3% m/m de la industria en su conjunto durante abril y un ligero avance de 0.14% m/m en mayo.

Cabe destacar que, si bien el consumo se ha estado recuperando en algunos sectores como el comercio, incluso superando ligeramente niveles prepandemia, en otros rubros como los servicios financieros, de transporte y de aojamiento temporal, el rezago es todavía relevante. Aunado a lo anterior, desde marzo el financiamiento otorgado por la banca comercial ha mostrado disminuciones anuales en términos reales, especialmente el otorgado a las actividades empresariales y al consumo<sup>5</sup>; esto presenta un riesgo para la recuperación del consumo privado, sobre todo en el contexto de las fuertes presiones inflacionarias y la recalibración de la política monetaria.

En línea con la coyuntura global, las presiones inflacionarias han surgido con fuerza. El INPC muestra una inflación anual de 5.75% a la primera quincena (1q) de julio y si bien se encuentra casi 30 puntos base por debajo del máximo en el año alcanzado durante la 2q de abril (6.12%), el balance de riesgos se ha deteriorado ya que las presiones dominantes en los últimos tres meses son de índole subyacente, mientras que la no subyacentes han comenzado a ceder. Un ejemplo de lo anterior es que, en la 2q de abril, cuando la inflación general alcanzó su máximo, la inflación subyacente era de 4.13% anual y la no subyacente de 12.5%; en contraste, en la última impresión inflacionaria, la inflación subyacente alcanzó 4.64% anual y la no subyacente 9.24% anual.

Este escenario plantea retos importantes para la política monetaria, lo que derivó en que la junta de gobierno se decantara por incrementar en 25 pb su tasa de referencia por primera vez desde que inició el ciclo bajista en agosto de 2019. Si bien es cierto que es pronto para afirmar que está iniciando un ciclo alcista, consideramos que este último

<sup>4</sup> Al momento de este reporte 19 entidades federales se encuentran en semáforo verde, 8 en amarillo y 5 en naranja.

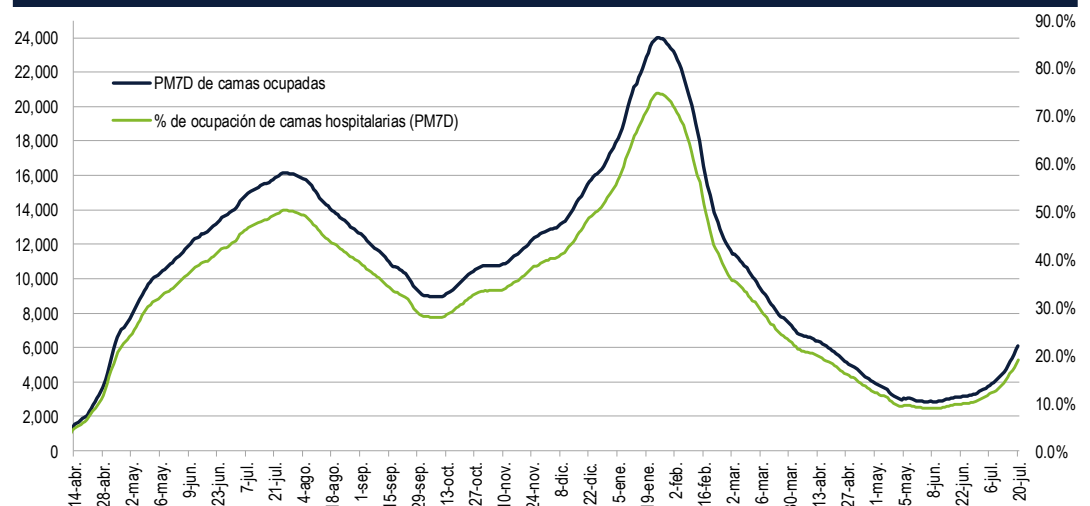
<sup>5</sup> A mayo el financiamiento otorgado por la banca comercial se contrajo en 7.1% anual real, incluyendo las fuertes contracciones de 10.7% real anual del consumo y de 18% real anual de las actividades empresariales.

movimiento representó el límite de los recortes en la tasa de política monetaria. Cabe mencionar, que la decisión de política monetaria del 24 de junio tomó por sorpresa a los participantes del mercado y la discusión que se llevó a cabo entre los integrantes de la junta de gobierno reflejó la gran diferencia de opiniones lo que ha dificultado la predictibilidad del rumbo de la política monetaria en México.

En materia de política fiscal, no se han implementado estímulos económicos significativos para potenciar la recuperación económica y el enfoque se ha mantenido en austeridad, algo característico en la presente administración. A mayo, el balance presupuestario resultó en un déficit de P\$128.5 miles de millones (mm), muy por debajo del programado de P\$214.7mm y del déficit del mismo periodo del año pasado (P\$175.6mm). Naturalmente, esto se explica por la contención del gasto primario, que resultó en P\$2,390.2mm a mayo, ligeramente por encima del programado de P\$2,373; esto a pesar del incremento en los ingresos por encima de lo programado que se ubicaron en P\$2,456.5mm (vs. P\$2,374.5mm). En consecuencia, durante los primeros cinco meses del año, se registró un importante superávit primario de P\$74.2mm vs. el programado de P\$1.4mm.

En este contexto de ausencia de estímulos fiscales, la recuperación económica es sumamente susceptible a la evolución de la pandemia. En las últimas semanas se ha observado un fuerte repunte en los casos diarios de COVID-19, alcanzando los 15 mil casos diarios al 21 de julio. A pesar de que el PM7D está por encima de los 10 mil y la tendencia implica que podría volver a alcanzar los niveles de 15 mil para agosto, las autoridades se han mostrado más confiadas, ya que el número de camas ocupadas y el porcentaje de ocupación se han mantenido bajos alrededor de 22% en promedio (PM7D), como se observa en la Figura 2. No obstante, dada la reciente tendencia de contagios que coincide con la época de las vacaciones de verano y la mayor afluencia de turismo extranjero, así como la entrada de la variante delta que ha probado ser más contagiosa, el riesgo de contagio y de las hospitalizaciones están al alza. De continuar en este rumbo podríamos alcanzar niveles de ocupación hospitalaria de 70% para agosto, lo cual podría implicar la necesidad de restaurar las medidas de confinamiento y en consecuencia un tropiezo en la actividad económica.

**Figura 2. Ocupación de camas hospitalarias en México**



Fuente: Estimaciones de HR Ratings con base en información de la Secretaría de Salud sobre el número de hospitalizados en la Red de Infección Respiratoria Aguda Grave (IRAG).

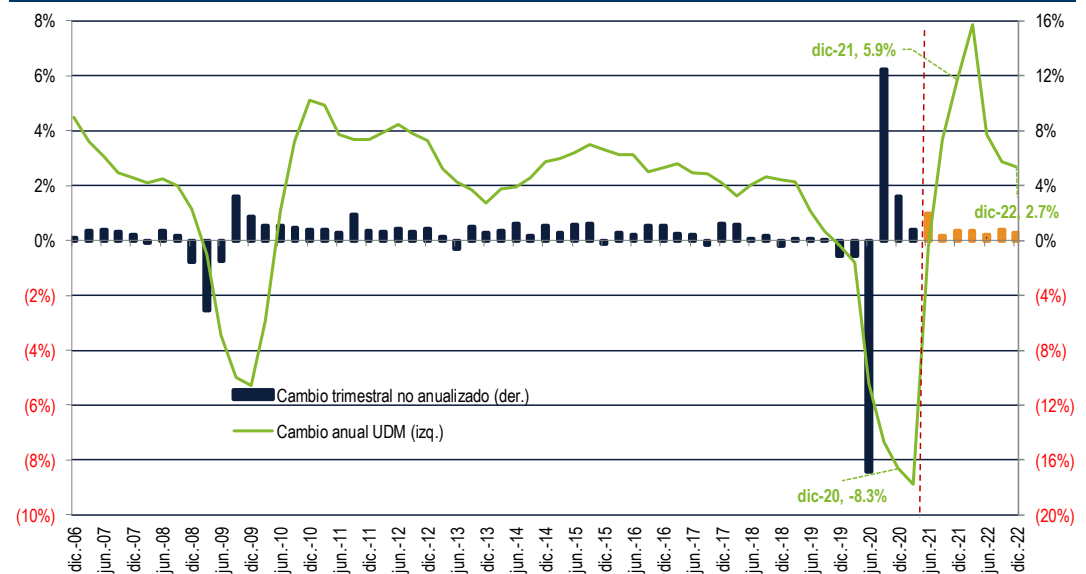
### Escenario base<sup>6</sup>

Nuestro escenario muestra importantes modificaciones a las estimaciones de crecimiento económico, inflación y tasas de interés que responden a la volátil coyuntura.

En lo que respecta al crecimiento económico, estamos revisando nuestra estimación a una recuperación más vigorosa de 5.8% durante 2021 vs. 4.05% de nuestros escenarios de febrero. Esto se explica, en primer lugar, por el mejor desempeño de la economía respecto a lo esperado durante el 1T21, que mostró resiliencia al crecer 0.8% t/t vs. nuestro estimado de -0.5% t/t, esto pese a las medidas de confinamientos implementadas y a la severa contracción de la actividad industrial derivado de las tormentas invernales al sur de Estados Unidos. Adicionalmente, la mejor perspectiva también considera una mayor recuperación del consumo privado y de la inversión, que en particular se han visto reflejados en los avances de la construcción en edificación y en el sector terciario de comercio.

Es importante mencionar que esta expectativa contempla una caída mensual de la economía en agosto derivado del escenario adverso por la tercera ola de contagios que se presentó en la sección anterior. A pesar de este menor dinamismo en el tercer trimestre, y considerando la resiliencia observada en el 1T21, no contemplamos una caída de la economía en los tres trimestres restantes de información para 2021 como se observa en la Figura 3.

**Figura 3. Crecimiento Trimestral y Real Anual del PIB\***



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

\*Las barras naranjas representan pronósticos de los crecimientos trimestrales ajustados por estacionalidad del PIB.

Dentro de las consideraciones para asumir un debilitamiento de la actividad económica durante el 3T21, y quizá la más importante, es la lentitud en el proceso de vacunación en el país. Al momento de este reporte, sólo 21 millones 966 mil personas han recibido el esquema completo de vacunación y 16 millones 510 mil tiene medio esquema de vacunación. Lo anterior si bien ha propiciado que el porcentaje de camas disponibles se

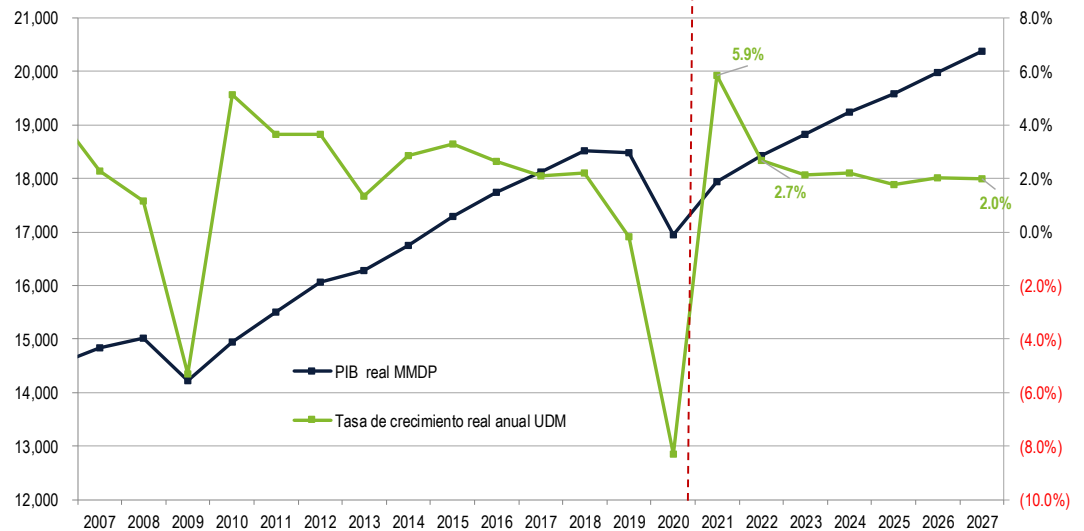
<sup>6</sup> El Escenario Base es aquel que HR Ratings considera el más probable en el corto y mediano plazo. Para el largo plazo, el valor de convergencia refleja el valor promedio que HR Ratings espera.

haya mantenido relativamente bajo hasta el momento, no va está siendo suficiente para evitar el robusto crecimiento en los nuevos casos diarios, de manera que la tendencia de las hospitalizaciones ya se muestra fuertemente alcista. Esto podría derivar en medidas parciales de confinamiento.

Cabe mencionar que el dinamismo para el segundo semestre también se vería beneficiado de la recuperación de la industria manufacturera al irse disipando los problemas con los cuellos de botella; sin embargo, dada la incertidumbre que prevalece en este tema, existe el riesgo de que la industria manufacturera carezca del suficiente estímulo externo para recuperarse, lo que aunado a la situación de posibles confinamientos afectaría la recuperación de la construcción, lo que implica una menor recuperación económica respecto a la presentada en este reporte. En este contexto será relevante la disipación de la política fiscal de Estados Unidos y su efecto sobre el comercio exterior y las remesas.

Para 2022 estamos revisando nuestra estimación ligeramente a la baja a 2.7% vs. 2.8% previo. De 2023 en adelante planteamos menores tasas de crecimiento que en el escenario previo ya que se retomarían los niveles prepandemia un año antes de lo previsto en febrero, esto sería entre finales de 2022 y principios de 2023 como se observa en la Figura 4.

Figura 4. Estimación del PIB per cápita real de México\*



Fuente: Estimaciones de HR Ratings con base en información original del INEGI. Miles de pesos constantes por persona, Base 2013. Los datos de población provienen de los pronósticos de la CONAPO.

En el largo plazo mantenemos la convergencia del PIB a 2.0%, lo que implica un deterioro en la capacidad productiva del país posterior a la pandemia.

En materia monetaria, estimamos un escenario de mayor inflación con una revisión al alza de la inflación al cierre de 2021 a 6.0% para el INPC con respecto al 3.9% del escenario de febrero. Esto se atribuye a la importante contaminación por presiones de costos, proveniente de los energéticos (específicamente la gasolina y el gas), así como los efectos de los cuellos de botella en la producción del sector manufacturero, pero también de la mayor recuperación de la demanda de algunos servicios con respecto a las limitaciones de la oferta. Derivado de lo anterior, nuestra expectativa para la inflación subyacente es de 4.6% para 2021.



# Escenarios Macroeconómicos

## Actualización Trimestral

Economía

23 de julio de 2021

Adicionalmente, también contemplamos la mayor inflación de la inflación del gas que se ha mantenido por encima de 30% anual exacerbada por problemas de concentración de mercado.

Para 2022 estimamos una importante disminución de la inflación a 3.65%, aunque por encima del 3.53% previo, lo cual es reflejo de la persistencia de presiones subyacentes durante el 1T21. Es importante destacar que este escenario asume que los choques actuales son transitorios, de manera que estas presiones se disiparían en un año desde que iniciaron; para el caso de las no subyacentes durante el 1T22 y para el caso de las subyacentes durante el 2T22. Para el largo plazo mantenemos la convergencia a una inflación de 3.45%, en línea con el escenario anterior.

HR Ratings asume una recalibración en la política monetaria en el corto plazo, más no así un cambio de postura. Dada la última decisión de política monetaria y los argumentos presentados por los miembros de la junta de gobierno, suponemos dos incrementos de 25 puntos base en la tasa de referencia del Banco de México en lo que resta de 2021, lo que implicaría una tasa de cierre de 4.75%, por encima del 3.75% previo que asumía una perspectiva más *dovish*. Estos incrementos estarían en línea con mantener una postura acomodaticia y tasas reales negativas de 1.2% al cierre, de acuerdo con nuestras estimaciones, pero a su vez mandarían un mensaje de claridad respecto a las prioridades del banco central, para mantener ancladas las expectativas inflacionarias de mediano y largo plazo.

Para 2022 y con los choques a los precios disipándose, contemplamos sólo un incremento de 25 puntos base que sería orillado más que nada por consideraciones externas de tasas más elevadas por parte de sus pares emergentes para evitar presiones sobre el tipo de cambio, más que por consideraciones internas. Esta misma dinámica sería a su vez el adelantamiento por parte de los bancos centrales de economías emergentes del inicio de la normalización de la política monetaria de la Fed que prevemos en 2023. Es importante mencionar que en el periodo comprendido de 2021 a 2023 la tasa real se mantendría por debajo de 2%.

Con respecto al tipo de cambio, este ha mostrado una relativa estabilidad en lo que va del año, aunque ha enfrentado episodios de volatilidad. Considerando los ajustes el ajuste al alza de 50 puntos base a la tasa de política monetaria en lo que va del año y un balance de riesgos en torno al crecimiento económico equilibrado, estimamos una ligera revaluación anual real de 0.5%, lo que implica un tipo de cambio nominal de P\$20/US\$, ligeramente por encima del P\$19.9 de nuestro escenario previo. Para los siguientes años estimamos una depreciación real de anual promedio de 1%, mientras que, para el largo plazo, de 2029 en adelante, asumimos que se cumple la Ley del precio único, de manera que la evolución entre la paridad del peso-dólar se explica por el diferencial inflacionario entre México y Estados Unidos.

# Escenarios Macroeconómicos

## Actualización Trimestral

Economía

23 de julio de 2021

### Escenario de Estanflación (ver anexo 1)

Este escenario se caracteriza por su bajo crecimiento y su alta inflación, con un supuesto muy específico: a pesar de las altas tasas de interés, la política monetaria restrictiva no logra contener el crecimiento de los precios al rango de Banxico.

- El escenario de estanflación muestra el nivel más alto de crecimiento en los precios. A pesar de las altas tasas de interés, a este escenario le tomará más tiempo regresar al rango objetivo del Banco de México.
- El crecimiento económico es menor al Base debido al impacto nocivo de la inflación en el ingreso real disponible, lo que desincentivaría la demanda agregada.

### Escenario de Bajo Crecimiento y Baja Inflación (ver anexo 1)

El Escenario de Bajo Crecimiento y Baja Inflación es aquel con el menor crecimiento económico. El supuesto más importante es que la política monetaria, la más laxa dentro de estos escenarios, no logra impulsar la actividad económica.

- Este escenario contiene el pronóstico más bajo para el crecimiento económico. Sin embargo, la baja actividad económica y los bajos precios, más una ligera apreciación real superior permiten que la depreciación nominal sea la menor en el largo plazo, entre los tres escenarios descritos. Esto se explica por el menor *spread* inflacionario entre México y Estados Unidos como se observa en la figura inferior.

### Anexos

Figura A1. Cuadro de Proyecciones y Escenarios de HR Ratings

Año	Escenarios	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Producto Interno Bruto (PIB) Real*	Escenario Base	17,946	18,428	18,822	19,238	19,582	19,975	20,375	20,782	21,198
	E. de Estancflación	17,869	18,264	18,563	18,875	19,112	19,395	19,677	19,960	20,247
	E. Bajo C. & Baja I.	17,831	18,174	18,417	18,667	18,843	19,062	19,257	19,450	19,645
Producto Interno Bruto (PIB) Nominal**	Escenario Base	25,856	27,691	29,364	31,193	32,958	34,916	36,975	39,159	41,467
	E. de Estancflación	25,757	27,531	29,151	30,918	32,617	34,502	36,473	38,557	40,754
	E. Bajo C. & Baja I.	25,681	27,223	28,544	29,960	31,276	32,738	34,210	35,744	37,343
Crecimiento Real del PIB	Escenario Base	5.87%	2.69%	2.14%	2.21%	1.79%	2.01%	2.00%	2.00%	2.00%
	E. de Estancflación	5.42%	2.21%	1.64%	1.68%	1.26%	1.48%	1.45%	1.44%	1.44%
	E. Bajo C. & Baja I.	5.19%	1.92%	1.34%	1.36%	0.94%	1.16%	1.02%	1.00%	1.00%
Inflación en México al Cierre	Escenario Base	6.03%	3.65%	3.57%	3.50%	3.50%	3.50%	3.48%	3.45%	3.45%
	E. de Estancflación	6.24%	4.16%	4.11%	4.03%	4.08%	4.08%	4.10%	4.06%	4.07%
	E. Bajo C. & Baja I.	5.82%	3.15%	3.04%	2.97%	2.93%	2.93%	2.86%	2.83%	2.84%
Tasa de Referencia Real al Cierre	Escenario Base	-1.21%	1.30%	1.62%	2.42%	2.41%	2.41%	2.44%	2.47%	2.46%
	E. de Estancflación	-0.70%	1.53%	2.05%	3.33%	3.29%	3.29%	3.27%	3.30%	3.30%
	E. Bajo C. & Baja I.	-1.72%	1.06%	1.18%	1.49%	1.53%	1.53%	1.59%	1.62%	1.61%
Tasa de Referencia Nominal al Cierre	Escenario Base	4.75%	5.00%	5.25%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%
	E. de Estancflación	5.50%	5.75%	6.25%	7.50%	7.50%	7.50%	7.50%	7.50%	7.50%
	E. Bajo C. & Baja I.	4.00%	4.25%	4.25%	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%
Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio (TIIE) a 28 Días al Cierre	Escenario Base	5.00%	5.32%	5.60%	6.35%	6.35%	6.35%	6.35%	6.35%	6.35%
	E. de Estancflación	5.75%	6.07%	6.60%	7.85%	7.85%	7.85%	7.85%	7.85%	7.85%
	E. Bajo C. & Baja I.	4.25%	4.57%	4.60%	4.85%	4.85%	4.85%	4.85%	4.85%	4.85%
Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio (TIIE) a 91 Días al Cierre	Escenario Base	5.03%	5.35%	5.64%	6.39%	6.39%	6.39%	6.39%	6.39%	6.39%
	E. de Estancflación	5.78%	6.10%	6.64%	7.89%	7.89%	7.89%	7.89%	7.89%	7.89%
	E. Bajo C. & Baja I.	4.28%	4.60%	4.64%	4.89%	4.89%	4.89%	4.89%	4.89%	4.89%
Tipo de Cambio Nominal al Cierre	Escenario Base	20.04	20.38	20.91	21.44	22.00	22.58	23.17	23.53	23.89
	E. de Estancflación	20.12	20.60	21.34	22.09	22.89	23.73	24.59	25.12	25.65
	E. Bajo C. & Baja I.	19.98	20.20	20.57	20.94	21.33	21.73	22.11	22.32	22.52
Índice de la Revaluación Real del Peso al Cierre (Base=1999)	Escenario Base	76.33	75.91	75.12	74.35	73.58	72.82	72.07	72.07	72.07
	E. de Estancflación	76.18	75.59	74.49	73.42	72.35	71.31	70.28	70.28	70.28
	E. Bajo C. & Baja I.	76.41	76.07	75.44	74.82	74.20	73.58	72.97	72.97	72.97
Peso por UDI al cierre del año	Escenario Base	7.00	7.26	7.52	7.78	8.05	8.33	8.62	8.92	9.23
	E. de Estancflación	7.02	7.31	7.61	7.92	8.24	8.57	8.93	9.29	9.67
	E. Bajo C. & Baja I.	6.99	7.21	7.43	7.65	7.87	8.10	8.33	8.57	8.81
Crecimiento Real del PIB de EUA	Todos	6.77%	4.06%	2.19%	2.04%	1.82%	1.82%	1.82%	1.82%	1.82%
Inflación EUA (CPI)	Todos	5.02%	2.51%	2.00%	1.97%	1.90%	1.90%	1.90%	1.90%	1.90%
Tasa de Referencia Fed***	Todos	0.09%	0.09%	0.50%	1.38%	2.38%	2.38%	2.38%	2.38%	2.38%
Tasa de Referencia Intervalo	Todos	0-0.25%	0-0.25%	0.5-0.75%	1.25-1.5%	2.25-2.5%	2.25-2.5%	2.25-2.5%	2.25-2.5%	2.25-2.5%
USD por Euro	Todos	1.24	1.26	1.25	1.26	1.27	1.28	1.28	1.29	1.30
Pesos por Euro	Escenario Base	24.95	25.70	26.23	27.06	27.92	28.81	29.72	30.34	30.97
Pesos por Euro	E. de Estancflación	25.05	25.98	26.77	27.87	29.04	30.26	31.54	32.38	33.25
Pesos por Euro	E. Bajo C. & Baja I.	24.87	25.47	25.81	26.43	27.06	27.71	28.36	28.78	29.20

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.

\*\*PB Nominal en miles de millones de pesos.

\*\*\*Se refiere a la estimación de la tasa efectiva.

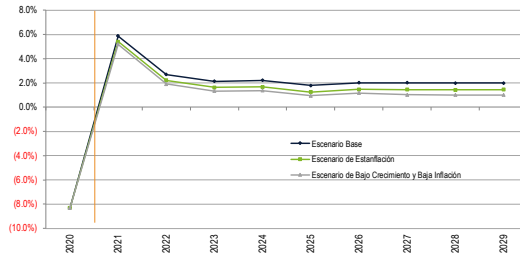
# Escenarios Macroeconómicos

## Actualización Trimestral

Economía

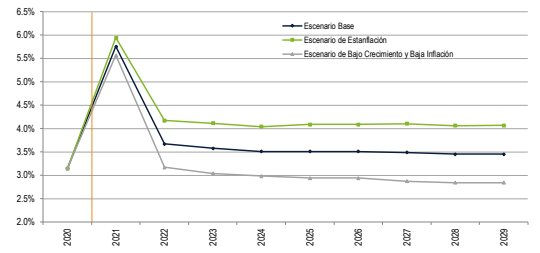
23 de julio de 2021

Figura A2.1 Crecimiento Real del PIB



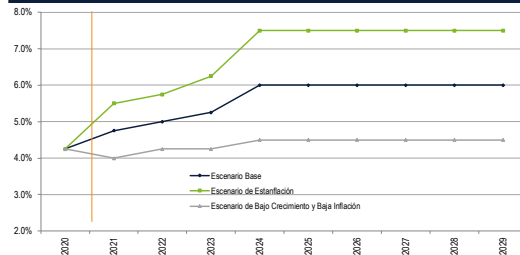
Fuente: Proyecciones de HR Ratings con información del INEGI, la SHCP y Banxico.

Figura A2.2 Inflación anual al cierre



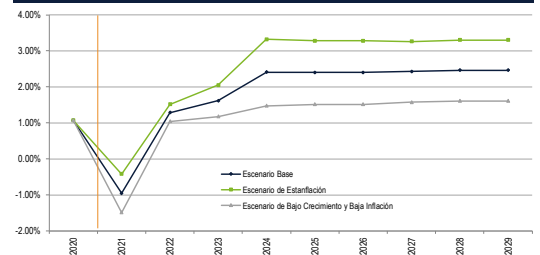
Fuente: Proyecciones de HR Ratings con información del INEGI, la SHCP y Banxico.

Figura A2.3 Tasa de Referencia Nominal



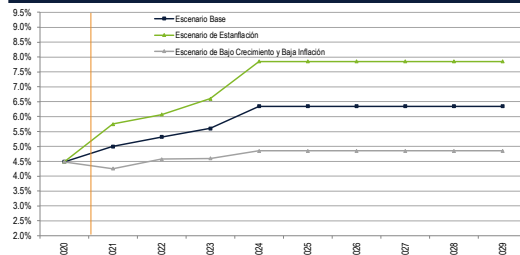
Fuente: Proyecciones de HR Ratings con información del INEGI, la SHCP y Banxico.

Figura A2.4 Tasa de Referencia Real



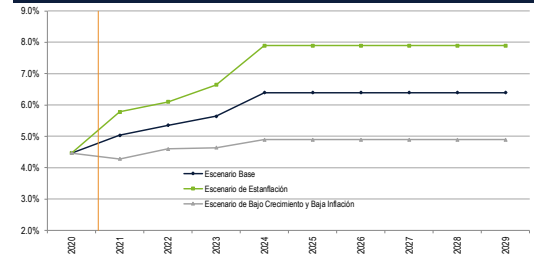
Fuente: Proyecciones de HR Ratings con información del INEGI, la SHCP y Banxico.

Figura A2.5 TIIE a 28 días



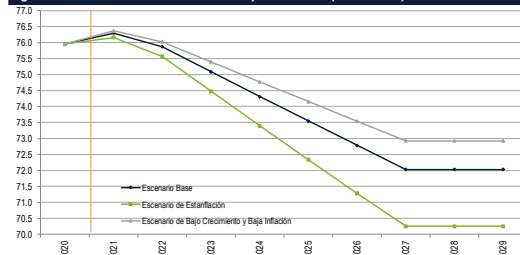
Fuente: Proyecciones de HR Ratings con información del INEGI, la SHCP y Banxico.

Figura A2.6 TIIE a 91 días



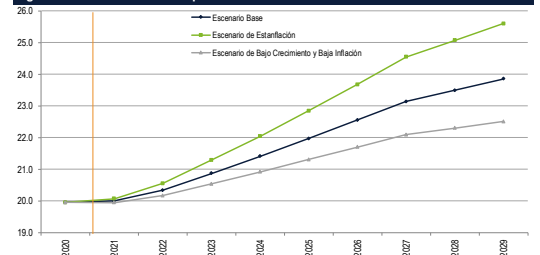
Fuente: Proyecciones de HR Ratings con información del INEGI, la SHCP y Banxico.

Figura A2.7 Índice de revaluación real del tipo de cambio (Base = 1999)



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

Figura A2.8 Precio del Dólar en pesos



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

Fernando Montes de Oca +52 55 1500 3130  
fernando.montesdeoca@hrratings.com

#### Vicepresidente del Consejo de Administración

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

### Análisis

#### Dirección General de Análisis

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

#### Finanzas Públicas Quirografarias / Soberanos

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

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

#### Instituciones Financieras / ABS

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

#### Metodologías

Alfonso Sales +52 55 1253 3140  
alfonso.sales@hrratings.com

#### Dirección General de Análisis Económico

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

#### Finanzas Públicas Estructuradas / Infraestructura

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

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

#### Deuda Corporativa / ABS

Luis Miranda +52 55 1500 3146  
luis.miranda@hrratings.com

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

### Regulación

#### Dirección General de Riesgos

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

#### Dirección General de Cumplimiento

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

### Negocios

#### Dirección General de Desarrollo de Negocios

Francisco Valle +52 55 1500 3134  
francisco.valle@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) 1500 3130.  
Estados Unidos: One World Trade Center, Suite 8500, New York, New York, ZIP Code 10007, Tel +1 (212) 220 5735.

**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](http://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).