

Contactos**Jordy Juvera**Asociado Sr. de Economía
jordy.juvera@hrratings.com**Edgar González**Asociado de Economía
edgar.gonzalez@hrratings.com**Felix Boni**Director General de Análisis
felix.boni@hrratings.com

HR Ratings presenta la actualización de sus escenarios macroeconómicos, con la expectativa de una recuperación económica más limitada en los siguientes años, posterior a la profunda crisis generada por el COVID-19

HR Ratings presenta sus escenarios macroeconómicos reconociendo eventos de incertidumbre y volatilidad como transitorios y estableciendo una convergencia a un valor de largo plazo¹ en las proyecciones de las variables macroeconómicas. En este sentido, dada la gran incertidumbre que rodea el entorno económico y ante la expectativa de una recesión económica que pudiera ser la más profunda en el ciclo económico de México en la historia moderna, estos escenarios están sujetos a una mayor probabilidad de ser modificados en la medida en la que se incorpore información nueva.

El resto del documento se divide de la siguiente manera: en la primera sección se presenta el panorama económico desde la última revisión de nuestros escenarios, así como los principales cambios; en las secciones subsecuentes se detallan los escenarios Base, de Estancamiento y de Bajo Crecimiento y Baja Inflación, en los cuales se presentan las trayectorias modeladas. Finalmente, el anexo contiene gráficas de las proyecciones.

Panorama Económico

Desde la última revisión de nuestros escenarios económicos² a principios de abril, hemos incorporado información económica relevante tanto internacional como nacional. En el primer frente, destacamos un deterioro de las condiciones externas ante la incertidumbre generada por el COVID-19 y el daño tangible en la economía mundial durante el primer trimestre de 2020 (1T20) derivado de las medidas para contener la pandemia.

Diversos bancos centrales a lo largo del mundo han reaccionado con políticas monetarias más expansivas inclusive al grado de alcanzar tasas reales negativas. Estas políticas han sido complementadas por medidas poco convencionales para promover liquidez y el funcionamiento ordenado del sistema financiero. Por su parte, las autoridades fiscales han seguido esta directriz a través de programas de apoyo económico y estímulo fiscal.

En la zona euro la información preliminar al 1T20 muestra una contracción de 16% trimestral anualizada (t/t), la mayor caída desde que se tiene registro. Esto debido a que en muchos países de la eurozona los brotes se detectaron desde febrero, por lo que las medidas de confinamiento y su impacto económico muestran un adelanto con respecto al continente americano.

Las respuestas que han implementado los diferentes gobiernos europeos han estado en función del tamaño de su economía, pero también del margen de maniobra de su política fiscal. Los estímulos más importantes han venido de países con una sólida calidad crediticia en la mayoría de los casos, aunque también hay soberanos que han realizado un gran esfuerzo a pesar de no tener el mismo margen de maniobra incluso al grado de comprometer la sostenibilidad de su endeudamiento en el mediano plazo. Destacan las

¹ 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.

² Para más información consultar el siguiente enlace:

<https://www.hrratings.com/pdf/Escenarios%20Macroeconomicos%20abril%202020.pdf>

Escenarios Macroeconómicos

Actualización Trimestral

Reporte de Análisis

29 de mayo de 2020

economías más desarrolladas como Reino Unido, Francia, Alemania e Italia con estímulos equivalentes a 17.7%, 15.2%, 14.2% y 12.7% de su PIB respectivamente. Si bien la contracción durante 2020 sería muy elevada, las medidas de apoyo podrían favorecer a una fuerte recuperación en 2021.

Por su parte, Estados Unidos reportó un fuerte deterioro de su actividad económica de 4.8% t/t, principalmente derivado del desplome del consumo personal (-7.6% t/t), especialmente en bienes duraderos y servicios, esto se complementó con una caída de 5.6% t/t en la inversión doméstica que hiló un año de pérdidas. El impacto del COVID-19 sobre el comercio mundial se reflejó en la contracción de las exportaciones de EUA, pero el incremento de su déficit comercial fue mitigado por la caída de las importaciones ante la disminución en la demanda interna y los primeros efectos del confinamiento.

La contracción de la economía norteamericana se prevé mucho más severa para el segundo trimestre. Los datos del mercado laboral reflejan severas afectaciones con más de 23 millones de desempleados en abril y el escalamiento de la tasa de desempleo a 14.7%, la mayor desde la Gran Depresión. Con base en las solicitudes de desempleo acumuladas a mayo, este número se podría incrementar en cerca de 10 millones, de manera que la tasa de desempleo podría superar el 20% en mayo. HR Ratings estima que el PIB de EUA durante el segundo trimestre de 2020 podría contraerse en más de 30% t/t.

Como respuesta para combatir el COVID-19 y el impacto en su economía, Estados Unidos ha implementado una serie de medidas económicas que equivalen al 12% de su PIB. Entre estas medidas se encuentran créditos fiscales reembolsables a individuos calificados, beneficios extendidos de desempleo, apoyo alimentario a los más vulnerables, préstamos y garantías para evitar la bancarrota corporativa, apoyo a pequeños negocios para ayudar a retener a los trabajadores, entre otros. Adicionalmente, se ha destinado mayor presupuesto para los hospitales, transferencias a estados y gobiernos locales, así como pruebas de virus, desarrollo de vacunas, medicamentos y tratamientos.

Por su parte, la política monetaria ha complementado este apoyo con la reducción de tasas a un nivel de 0-0.25%, y medidas para proveer liquidez al mercado. HR Ratings considera que el impacto de estas medidas, y la reapertura esperada durante el segundo semestre mitigue el impacto de la caída a 5% durante 2020, pero también impulse a una recuperación de 3% para 2021. Asimismo, esperamos que la política monetaria comience a normalizarse hasta 2025.

En las economías emergentes latinoamericanas, los datos disponibles muestran afectaciones importantes incluso previo al impacto completo de las medidas para combatir la propagación del COVID-19 sobre las economías se hiciera presente. Al respecto, es importante tomar en consideración que América Latina es una de las regiones que será más impactada a nivel económico por la pandemia. La región parte de una situación vulnerable con las economías más grandes de la zona (México, Brasil y Argentina) con antecedentes de estancamiento y caída de sus economías durante 2019, además de un muy limitado espacio fiscal. Incluso economías con un mayor margen de maniobra en términos de la aplicación de políticas económicas para enfrentar los efectos de la pandemia como los son Chile y Perú están siendo severamente afectadas.

Tomando en consideración lo anterior, la información al primer trimestre mostró una contracción de la economía mexicana de 4.9% t/t, por encima de nuestra estimación de 3.0% t/t. Si bien la caída de 5% t/t era anticipada del lado de la producción industrial, en línea con el impacto negativo en las manufacturas ante la irrupción en las cadenas de

Escenarios Macroeconómicos

Actualización Trimestral

Reporte de Análisis

29 de mayo de 2020

suministro, el desplome de 3.5% t/t del sector de servicios resultó por encima de lo esperado considerando que sólo presentó cerca de una quincena de confinamiento. Este resultado se asocia a una pérdida de 131 mil empleos formales en marzo, así como a una creación de tan sólo 61 mil 500 empleos formales durante los primeros tres meses de 2020.

Para el segundo semestre y con base en información del mercado laboral durante abril, estimamos una contracción más severa en el 2T20 de 36.5% t/t que derivaría en más de 1 millones de empleos formales perdidos³ provocado por la contracción del consumo, la construcción, la manufactura e incluso la minería por el acuerdo generado con la OPEP++ para limitar la producción de crudo.

En nuestra última actualización contemplábamos la posibilidad de una fuerte recuperación en el segundo semestre de 2020 y sobre todo en 2021, similar a lo acontecido en crisis económicas anteriores. No obstante, dada la renuencia de la actual administración a implementar un paquete de estímulos fiscales lo suficientemente importante para impulsar la recuperación económica, la recuperación económica para 2021 sería más limitada. Esto último a pesar de un enfoque contracíclico del lado de la política monetaria, apoyado por medidas para proveer liquidez al mercado financiero anunciadas en abril.

Con base en el escenario descrito previamente y los potenciales riesgos que percibimos, presentamos los cambios más importantes en los escenarios con respecto a la actualización de abril:

- Se disminuyó la expectativa de crecimiento económico de una contracción de 4.25% en 2020 a una **con mayor profundidad de 7.4% en 2020**, con un posterior **repunte más débil de 2.3% en 2021**, por debajo del 3.4% previo.
- En el largo plazo, se convergería gradualmente a 2.2% por debajo del 2.4% previo, debido al severo daño en la capacidad productiva del país, principalmente de la caída en la inversión que hilaría cuatro años de malos resultados.
- Esperamos una **inflación de 3.2%, al cierre de 2020**, por debajo del 3.6% previo, **y de 3.8% en 2021**.
- Nuestro escenario considera una política monetaria más expansiva, con un periodo prolongado de bajos niveles de tasas de interés en los siguientes cuatro años. Estimamos que **la tasa de política monetaria** de Banco de México cerrará en **4.5% en 2020**, por debajo del 5.5% previo y en **4.0% en 2021**, por debajo del 5.0% previo.
- La estimación de **tipo de cambio al cierre de 2020** se mantuvo en **P\$21.85/US\$** con una ligera revisión al alza en 2021 a **P\$20.35** (previo P\$20).

³ Los últimos datos del mercado formal confirmaron 555 mil empleos destruidos durante abril, de los cuales 300 mil pertenecen a la industria, de estos casi 200 mil a la construcción.

Año	Escenarios	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Producto Interno Bruto (PIB) Real*	Escenario Base	18,465	17,101	17,493	17,865	18,240	18,704	19,060	19,481	19,917
	E. de Estancflación	18,465	16,999	17,290	17,554	17,814	18,152	18,379	18,666	18,962
	E. Bajo C. & Baja I.	18,465	16,948	17,190	17,390	17,582	17,836	17,978	18,177	18,382
Producto Interno Bruto (PIB) Nominal**	Escenario Base	24,238	23,144	24,451	25,797	27,436	29,133	30,734	32,511	34,398
	E. de Estancflación	24,238	23,027	24,273	25,562	27,134	28,755	30,273	31,959	33,746
	E. Bajo C. & Baja I.	24,238	22,917	23,923	24,900	26,115	27,312	28,377	29,563	30,806
Crecimiento Real del PIB	Escenario Base	-0.30%	-7.39%	2.29%	2.12%	2.10%	2.55%	1.90%	2.21%	2.23%
	E. de Estancflación	-0.30%	-7.94%	1.71%	1.52%	1.48%	1.90%	1.25%	1.56%	1.58%
	E. Bajo C. & Baja I.	-0.30%	-8.21%	1.42%	1.16%	1.11%	1.44%	0.80%	1.10%	1.13%
Inflación en México al Cierre	Escenario Base	2.83%	3.22%	3.79%	3.55%	3.54%	3.48%	3.46%	3.45%	3.45%
	E. de Estancflación	2.83%	3.63%	4.33%	4.18%	4.17%	4.13%	4.10%	4.09%	4.09%
	E. Bajo C. & Baja I.	2.83%	2.80%	3.25%	2.92%	2.91%	2.83%	2.83%	2.81%	2.82%
Tasa de Referencia Real al Cierre	Escenario Base	4.30%	1.24%	0.20%	0.43%	0.44%	0.50%	0.76%	1.74%	2.46%
	E. de Estancflación	4.30%	2.05%	1.36%	1.50%	1.51%	1.56%	1.83%	2.80%	3.28%
	E. Bajo C. & Baja I.	4.30%	0.43%	-0.97%	-0.65%	-0.64%	-0.57%	-0.32%	0.67%	1.64%
Tasa de Referencia Nominal al Cierre	Escenario Base	7.25%	4.50%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.25%	5.25%	6.00%
	E. de Estancflación	7.25%	5.75%	5.75%	5.75%	5.75%	5.75%	6.00%	7.00%	7.50%
	E. Bajo C. & Baja I.	7.25%	3.25%	2.25%	2.25%	2.25%	2.25%	2.50%	3.50%	4.50%
Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio (TIIE) a 28 Días al Cierre	Escenario Base	7.56%	4.79%	4.32%	4.32%	4.32%	4.32%	4.57%	5.57%	6.32%
	E. de Estancflación	7.56%	6.06%	6.08%	6.09%	6.09%	6.09%	6.34%	7.34%	7.84%
	E. Bajo C. & Baja I.	7.56%	3.52%	2.55%	2.55%	2.55%	2.55%	2.80%	3.80%	4.80%
Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio (TIIE) a 91 Días a Cierre	Escenario Base	7.45%	4.80%	4.34%	4.34%	4.36%	4.36%	4.61%	5.61%	6.36%
	E. de Estancflación	7.45%	6.07%	6.09%	6.11%	6.13%	6.13%	6.38%	7.38%	7.88%
	E. Bajo C. & Baja I.	7.45%	3.53%	2.57%	2.57%	2.59%	2.59%	2.84%	3.84%	4.84%
Tipo de Cambio Nominal al Cierre	Escenario Base	18.85	21.85	20.35	20.44	20.86	21.29	21.73	22.17	22.53
	E. de Estancflación	18.85	26.07	24.60	24.89	25.57	26.27	26.99	27.72	28.34
	E. Bajo C. & Baja I.	18.85	18.78	17.33	17.29	17.54	17.78	18.04	18.29	18.47
Índice de la Revaluación Real del Peso al Cierre (Base=1999)	Escenario Base	79.01	69.79	76.04	76.80	76.49	76.18	75.88	75.58	75.58
	E. de Estancflación	79.01	58.72	63.46	64.03	63.75	63.46	63.19	62.91	62.91
	E. Bajo C. & Baja I.	79.01	80.85	88.45	89.38	89.04	88.70	88.37	88.03	88.03
Peso por UDI al cierre del año	Escenario Base	6.40	6.62	6.87	7.11	7.37	7.62	7.89	8.16	8.44
	E. de Estancflación	6.40	6.64	6.93	7.22	7.52	7.83	8.15	8.48	8.83
	E. Bajo C. & Baja I.	6.40	6.59	6.81	7.00	7.21	7.41	7.62	7.84	8.06
Inflación EUA (CPI)	Todos	2.29%	0.78%	2.30%	2.06%	1.85%	1.80%	1.78%	1.79%	1.80%
Tasa de Referencia Fed***	Todos	1.55%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.55%	1.55%	2.05%
Tasa de Referencia Intervalo	Todos	1.5-1.75%	0-0.25%	0-0.25%	0-0.25%	0-0.25%	0-0.25%	0.5-0.75%	1.5-1.75%	2-2.25%
USD por Euro	Todos	1.12	1.10	1.09	1.12	1.11	1.11	1.11	1.11	1.12
Pesos por Euro	Escenario Base	21.16	24.12	22.24	22.81	23.06	23.56	24.11	24.67	25.15
Pesos por Euro	E. de Estancflación	21.16	28.78	26.89	27.78	28.27	29.07	29.95	30.84	31.63
Pesos por Euro	E. Bajo C. & Baja I.	21.16	20.74	18.94	19.30	19.39	19.68	20.01	20.35	20.61

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.

Escenario Base

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.

En este escenario se espera:

- Una severa contracción de la economía de 7.4% durante 2020. Esto como resultado del efecto de las medidas de aislamiento para contener la pandemia de COVID-19 y la insuficiencia de medidas para estimular una recuperación.
 - a. Esperamos la mayor caída en la actividad económica para un trimestre desde que el INEGI tiene registro, de 36.5% t/t. Lo anterior se reflejaría en una pérdida de más de un millón de empleos tan sólo en el 2T20.
 - b. A pesar de que el Banco de México anunció la implementación de medidas para proveer liquidez, equivalentes a cerca de 3.1% del PIB de 2019 y ha direccionado su enfoque de política monetaria a uno más expansivo y contracíclico, las limitaciones de la política monetaria para incentivar la actividad productiva y las características de la economía mexicana limitan el alcance que estas medidas pudieran llegar a tener.
 - c. En comparación a nuestros escenarios anteriores, estamos considerando una duración más prolongada de las medidas de confinamiento, pero también un repunte más lento en el segundo semestre, ya que la economía no regresaría a la normalidad.
 - d. Adicionalmente, el balance de riesgos en torno al crecimiento está significativamente sesgado a la baja, en especial por el riesgo de repuntes en el nivel de contagios una vez aligeradas las medidas de confinamiento, caso que ya ha sucedido en otros países.
- Estimamos una recuperación más débil en 2021 de tan sólo 2.3%, por debajo del 3.4% previo, lo cual es función de lo siguiente:
 - a. Una débil respuesta del gobierno mexicano para estimular la economía. Al momento de este reporte se tiene que el estímulo fiscal impulsado equivale a 0.7% de PIB.
 - Este se ubica muy por debajo de otras economías latinoamericanas con menor capacidad económica e incluso menor espacio fiscal. En perspectiva, Colombia que posee un nivel de calificación similar al de México y cuenta con un paquete de estímulos equivalente a 2.4% del PIB.
 - Países como Chile y Perú que, aunque poseen una economía más pequeña tienen un mayor espacio fiscal y nivel de calificación, cuentan con estímulos de 4.7% y 7% del PIB respectivamente.
 - Países con menor calificación crediticia, menor capacidad económica y espacio fiscal como Brasil, Guatemala y Paraguay, cuentan con paquetes que equivalen a 13.5%, 3.7% y 2.5% del PIB respectivamente.
 - No sólo hay una falta de estímulos económicos, sino que el gobierno reafirmo su compromiso con la austeridad republicana. En nuestro más reciente reporte de finanzas públicas mostramos

- el subejercicio durante el 1T20 e inclusive un menor gasto en salud excluyendo el destinado a las pensiones⁴.
- b. El enfoque de la administración actual que erosiona la confianza de los inversionistas y fundamenta la expectativa de una contracción y/o estancamiento de la inversión privada por un periodo más extenso.
 - El caso más reciente es la resolución llevada a cabo por la CENACE que perjudica a inversionistas en el mercado de energía renovable y que a ha derivado en un gran número de amparos.
 - En el largo plazo disminuimos la convergencia del PIB a 2.25% (previo 2.4%), esto en línea con una menor estimación del PIB potencial.
 - a. Después de la fuerte crisis económica, la capacidad productiva del país se deterioraría severamente, con una población informal acrecentada en menoscabo de la productividad total de la economía.
 - b. Adicionalmente, el impacto del estancamiento de la inversión privada desde finales de 2015 y su fuerte contracción desde el segundo semestre de 2018, han comprometido la capacidad productiva del país en el largo plazo.
 - c. Esto último se ha complementado por la insuficiente en gasto en inversión de alto impacto por parte del gobierno. Por otro lado, la inversión se ha enfocado en productos altamente dudosos en su éxito y rentabilidad, como el caso del nuevo aeropuerto de Santa Lucía y la refinería de Dos Bocas.
 - Estimamos una inflación general de 3.22% en 2020, por debajo del 3.6% previo, que considera una menor presión inflacionaria del componente subyacente ante el efecto de la contracción de la actividad económica.
 - En abril la inflación general se ubicó en 2.15%, su segundo nivel más bajo desde que el INEGI tiene registro. Esto se explicó por una desaceleración de la inflación subyacente a 3.5% que presenta el impacto del paro en la actividad económica en particular en otros servicios como aquellos relacionados con el turismo y ocio.
 - En estos meses esperamos continuar observando un efecto deflacionario a nivel anual en los precios de los energéticos, pero a nivel mensual consideramos que los precios de los energéticos, principalmente los combustibles, tocaron su mínimo en abril.
 - Durante el segundo semestre esperamos una aceleración en los precios, particularmente de los agropecuarios que muestran presiones al alza en las frutas y verduras y cuyo efecto en primer orden afecta a los alimentos procesados. Asimismo, la recuperación en la demanda de energía podría conllevar a una recuperación importante en los precios de las gasolin⁵.
 - HR Ratings supone que la política monetaria del Banco de México continuará siendo reactiva a la información económica de una menor inflación y una fuerte recesión, especialmente después de conocer la información oportuna del segundo trimestre. Por lo anterior estimamos recortes de 100 puntos base (pb) en su tasa de referencia para terminar con una tasa de 4.5% al cierre de 2020.
 - Para 2021 asumimos un recorte adicional de 50 pb al dejar su tasa de referencia en 4% con el propósito de incentivar la recuperación del mercado laboral. Esto también estaría en línea con una política monetaria acomodaticia de la Fed que mantendría tasas mínimas durante los siguientes cuatro años.
 - Pronosticar el tipo de cambio es particularmente complejo para cualquier escenario; el precio del dólar depende de diversos impulsos, tanto a nivel demanda

⁴ Para más información consultar el siguiente enlace:

<https://www.hrratings.com/pdf/Finanzas%20Publicas%20a%20marzo.pdf>

⁵ Al momento de este reporte el precio del WTI se ubica en 32.13 dólares por barril (dpb), una recuperación de 71% contra el cierre de abril cuando se ubicó en 18.84 dpb, mes en el que incluso se reportaron precios negativos.

como oferta. A pesar de que los niveles de cuenta corriente en los UDM al 4T19 presentan un déficit bajo de 0.2% del PIB, el tipo de cambio ha respondido recientemente más a temas de volatilidad y al incremento en la aversión al riesgo que al comportamiento de los términos de intercambio y al elevado spread real entre México y Estados Unidos.

- Para el cierre de 2020 estimamos un tipo de cambio de P\$21.85/US\$ lo que implica una devaluación real de 11.7% anual y básicamente se explica por el incremento en la prima de riesgo particularmente afectada por la mayor aversión a activos riesgoso en particular a los mercados emergentes.
- Para 2021 anticipamos una recuperación del tipo de cambio con una apreciación real de 8.9% anual, que llevarían la paridad peso-dólar a P\$20.35. Estos sería resultado de
 1. Una normalización en la prima de riesgo ante la recuperación de la economía mundial y la economía mexicana.
 2. Un spread real entre la tasa de política monetaria del Banco de México y de la Fed todavía atractivo.
 3. Un incremento en los términos de intercambio ante un entorno de mayores precios del crudo, y el aumento en la demanda del sector manufacturero ante la recuperación de EUA.
- Las estimaciones para el tipo de cambio de 2022 a 2026 serían consecuencia de mínimas devaluaciones reales para posteriormente alcanzar in tipo de cambio real constante en el largo plazo.

Tabla 2. Escenario Base Datos al Cierre

Año	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Producto Interno Bruto (PIB) Nominal*	24,238	23,144	24,451	25,797	27,436	29,133	30,734	32,511	34,398
Producto Interno Bruto (PIB) Real**	18,465	17,101	17,493	17,865	18,240	18,704	19,060	19,481	19,917
Crecimiento Nominal del PIB	3.03%	-4.51%	5.65%	5.50%	6.35%	6.19%	5.50%	5.78%	5.80%
Crecimiento Real del PIB	-0.30%	-7.39%	2.29%	2.12%	2.10%	2.55%	1.90%	2.21%	2.23%
Deflactor Implícito (promedio)	131.26	135.34	139.78	144.40	150.42	155.76	161.25	166.88	172.71
Inflación por Deflactor	3.35%	3.11%	3.28%	3.31%	4.17%	3.55%	3.52%	3.50%	3.49%
INPC (al cierre)	106	109	113	118	122	126	130	135	139
Inflación INPC	2.83%	3.22%	3.79%	3.55%	3.54%	3.48%	3.46%	3.45%	3.45%
UDI (al cierre)	6.40	6.62	6.87	7.11	7.37	7.62	7.89	8.16	8.44
Tasa de Referencia Nominal	7.25%	4.50%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.25%	5.25%	6.00%
Tasa de Referencia Real	4.30%	1.24%	0.20%	0.43%	0.44%	0.50%	0.76%	1.74%	2.46%
Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio (TIIE)									
a 28 Días (Fin de mes)	7.56%	4.79%	4.32%	4.32%	4.32%	4.32%	4.57%	5.57%	6.32%
a 91 Días (Fin de mes)	7.45%	4.80%	4.34%	4.34%	4.36%	4.36%	4.61%	5.61%	6.36%
Tipo de Cambio Nominal (al cierre)****	18.85	21.85	20.35	20.44	20.86	21.29	21.73	22.17	22.53
Revaluación Nominal USD	-4.26%	15.94%	-6.89%	0.46%	2.07%	2.05%	2.06%	2.04%	1.62%
Revaluación Real Peso	5.00%	-11.67%	8.96%	1.00%	-0.40%	-0.40%	-0.40%	-0.40%	0.00%
Índice Real del Peso (Base=1999)	79.01	69.79	76.04	76.80	76.49	76.18	75.88	75.58	75.58
Inflación CPI USA (al cierre)	2.29%	0.78%	2.30%	2.06%	1.85%	1.80%	1.78%	1.79%	1.80%
Tasa Referencia Fed***	1.55%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.55%	1.55%	2.05%
Tasa Referencia Fed Real	-0.72%	-0.73%	-2.20%	-1.97%	-1.77%	-1.72%	-1.21%	-0.24%	0.24%
Spread Nom. Banxico/Fed (puntos base)	561	445	395	395	395	395	368	364	387
Spread Real Banxico/Fed (puntos base)	505	199	246	245	225	226	200	198	221
Tasa Ref. México en USD	12.02%	-9.87%	11.69%	3.53%	1.89%	1.91%	2.15%	3.15%	4.31%
USD por Euro	1.12	1.10	1.09	1.12	1.11	1.11	1.11	1.11	1.12
Pesos por Euro	21.18	24.12	22.24	22.81	23.06	23.56	24.11	24.67	25.15
Libor (USD)	1.91%	0.55%	0.45%	0.25%	0.20%	0.20%	0.85%	1.99%	2.55%
Libor 1 mes (USD)	-0.43%	-0.65%	-0.05%	-0.05%	-0.05%	-0.05%	0.19%	0.68%	-0.10%
Spread inflacionario entre México y EEUU (pb)	53.1	241.4	145.3	146.2	166.0	164.6	165.1	162.8	162.0

Fuente: HR Ratings. Proyecciones con Información de Banxico, SHCP e INEGI.

* 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 de la Fed.

****Se refiere al tipo de cambio para solventar obligaciones.

Escenario de Estancflación

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 estancflación 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.

Tabla 3. Escenario Estancflación Datos al Cierre

Año	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Producto Interno Bruto (PIB) Nominal*	24,238	23,027	24,273	25,562	27,134	28,755	30,273	31,959	33,746
Producto Interno Bruto (PIB) Real**	18,465	16,999	17,290	17,554	17,814	18,152	18,379	18,666	18,962
Crecimiento Nominal del PIB	3.03%	-4.99%	5.41%	5.31%	6.15%	5.97%	5.28%	5.57%	5.59%
Crecimiento Real del PIB	-0.30%	-7.94%	1.71%	1.52%	1.48%	1.90%	1.25%	1.56%	1.58%
Deflactor Implícito	131.26	135.46	140.38	145.62	152.32	158.42	164.72	171.22	177.97
Inflación por Deflactor	3.35%	3.20%	3.63%	3.73%	4.60%	4.00%	3.98%	3.95%	3.94%
INPC	106	110	115	119	124	129	135	140	146
Inflación INPC	2.83%	3.63%	4.33%	4.18%	4.17%	4.13%	4.10%	4.09%	4.09%
UDI	6.40	6.64	6.93	7.22	7.52	7.83	8.15	8.48	8.83
Tasa de Referencia Nominal (al cierre)	7.25%	5.75%	5.75%	5.75%	5.75%	5.75%	6.00%	7.00%	7.50%
Tasa de Referencia Real (al cierre)	4.30%	2.05%	1.36%	1.50%	1.51%	1.56%	1.83%	2.80%	3.28%
Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio (TIIE)									
a 28 Días (Fin de mes)	7.56%	6.06%	6.08%	6.09%	6.09%	6.09%	6.34%	7.34%	7.84%
a 91 Días (Fin de mes)	7.45%	6.07%	6.09%	6.11%	6.13%	6.13%	6.38%	7.38%	7.88%
Tipo de Cambio Nominal (al cierre)****	18.85	26.07	24.60	24.89	25.57	26.27	26.99	27.72	28.34
Revaluación Nominal USD	-4.26%	38.34%	-5.63%	1.17%	2.73%	2.73%	2.73%	2.71%	2.24%
Revaluación Real Peso	5.00%	-25.67%	8.06%	0.90%	-0.44%	-0.44%	-0.44%	-0.44%	0.00%
Índice Real del Peso (Base=1999)	79.01	58.72	63.46	64.03	63.75	63.46	63.19	62.91	62.91
Inflación CPI USA	2.29%	0.78%	2.30%	2.06%	1.85%	1.80%	1.78%	1.79%	1.80%
Tasa Referencia Fed	1.55%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.55%	1.55%	2.05%
Tasa Referencia Fed Real	-0.72%	-0.73%	-2.20%	-1.97%	-1.77%	-1.72%	-1.21%	-0.24%	0.24%
Spread Nominal Banxico/Fed	561.3	569.7	569.7	569.7	569.7	569.7	542.0	536.7	534.1
Spread Real Banxico/Fed (puntos base)	505.5	279.4	364.3	354.3	333.9	334.0	307.7	304.4	302.9
Tasa Ref. México en USD	12.02%	-23.56%	12.05%	4.53%	2.94%	2.94%	3.19%	4.18%	5.14%
USD por Euro	1.12	1.10	1.09	1.12	1.11	1.11	1.11	1.11	1.12
Pesos por Euro	21.16	28.78	26.89	27.78	28.27	29.07	29.95	30.84	31.63
Libor (USD)	1.91%	0.55%	0.45%	0.25%	0.20%	0.20%	0.85%	1.99%	2.55%
Libor 1 mes (USD)	-0.43%	-0.65%	-0.05%	-0.05%	-0.05%	-0.05%	0.19%	0.68%	-0.10%
Spread inflacionario entre México y EEUU	53.1	282.4	198.2	208.0	228.2	228.1	227.3	225.4	224.4

Fuente: HR Ratings. Proyecciones con Información de Banxico, SHCP e INEGI.

* 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 de la Fed.

****Se refiere al tipo de cambio para solventar obligaciones.

Escenario de Bajo Crecimiento y Baja Inflación

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.

- La política monetaria en este escenario, aunque es la más laxa, 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 el cuadro inferior.

Tabla 4. Escenario Bajo Crecimiento Baja Inflación Datos al Cierre

Año	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Producto Interno Bruto (PIB) Nominal*	24,238	22,917	23,923	24,900	26,115	27,312	28,377	29,563	30,806
Producto Interno Bruto (PIB) Real**	18,465	16,948	17,190	17,390	17,582	17,836	17,978	18,177	18,382
Crecimiento Nominal del PIB	3.03%	-5.45%	4.39%	4.09%	4.88%	4.58%	3.90%	4.18%	4.20%
Crecimiento Real del PIB	-0.30%	-8.21%	1.42%	1.16%	1.11%	1.44%	0.80%	1.10%	1.13%
Deflactor Implícito	131.26	135.22	139.17	143.19	148.53	153.13	157.84	162.64	167.59
Inflación por Deflactor	3.35%	3.01%	2.92%	2.89%	3.73%	3.10%	3.07%	3.04%	3.04%
INPC	106	109	112	116	119	122	126	129	133
Inflación INPC	2.83%	2.80%	3.25%	2.92%	2.91%	2.83%	2.83%	2.81%	2.82%
UDI	6.40	6.59	6.81	7.00	7.21	7.41	7.62	7.84	8.06
Tasa de Referencia Nominal (al cierre)	7.25%	3.25%	2.25%	2.25%	2.25%	2.25%	2.50%	3.50%	4.50%
Tasa de Referencia Real (al cierre)	4.30%	0.43%	-0.97%	-0.65%	-0.64%	-0.57%	-0.32%	0.67%	1.64%
Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio (TIIE)									
a 28 Días (Fin de mes)	7.56%	3.52%	2.55%	2.55%	2.55%	2.55%	2.80%	3.80%	4.80%
a 91 Días (Fin de mes)	7.45%	3.53%	2.57%	2.57%	2.59%	2.59%	2.84%	3.84%	4.84%
Tipo de Cambio Nominal (al cierre)****	18.85	18.78	17.33	17.29	17.54	17.78	18.04	18.29	18.47
Revaluación Nominal USD	-4.26%	-0.32%	-7.75%	-0.21%	1.42%	1.40%	1.41%	1.39%	1.00%
Revaluación Real Peso	5.00%	2.33%	9.41%	1.05%	-0.38%	-0.38%	-0.38%	-0.38%	0.00%
Índice Real del Peso (Base=1999)	79.01	80.85	88.45	89.38	89.04	88.70	88.37	88.03	88.03
Inflación CPI USA	2.29%	0.78%	2.30%	2.06%	1.85%	1.80%	1.78%	1.79%	1.80%
Tasa Referencia Fed	1.55%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.55%	1.55%	2.05%
Tasa Referencia Fed Real	-0.72%	-0.73%	-2.20%	-1.97%	-1.77%	-1.72%	-1.21%	-0.24%	0.24%
Spread Nominal Banxico/Fed	561.3	319.8	219.9	219.9	219.9	219.9	193.9	192.0	240.1
Spread Real Banxico/Fed (puntos base)	505.5	116.9	126.1	134.6	114.9	117.6	90.3	91.0	139.1
Tasa Ref. México en USD	12.02%	3.58%	10.84%	2.46%	0.82%	0.84%	1.07%	2.08%	3.47%
USD por Euro	1.12	1.10	1.09	1.12	1.11	1.11	1.11	1.11	1.12
Pesos por Euro	21.16	20.74	18.94	19.30	19.39	19.68	20.01	20.35	20.61
Libor (USD)	1.91%	0.55%	0.45%	0.25%	0.20%	0.20%	0.85%	1.99%	2.55%
Libor 1 mes (USD)	-0.43%	-0.65%	-0.05%	-0.05%	-0.05%	-0.05%	0.19%	0.68%	-0.10%
Spread inflacionario entre México y EEUU	53.1	200.6	92.7	84.2	103.8	101.1	102.7	100.1	99.6

Fuente: HR Ratings. Proyecciones con Información de Banxico, SHCP e INEGI.

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

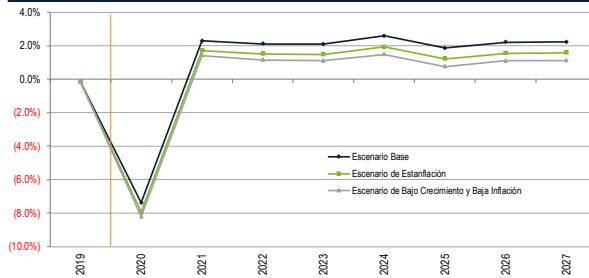
** PIB Nominal en miles de millones de pesos.

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

****Se refiere al tipo de cambio para solventar obligaciones.

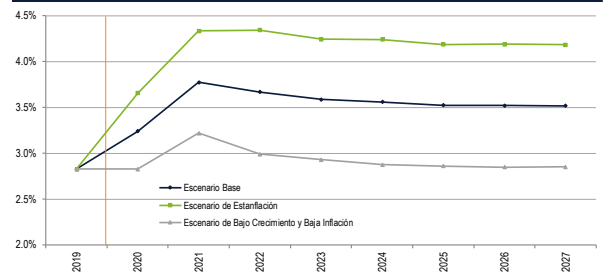
Anexo de Gráficas

Gráfica 1: Crecimiento Real del PIB



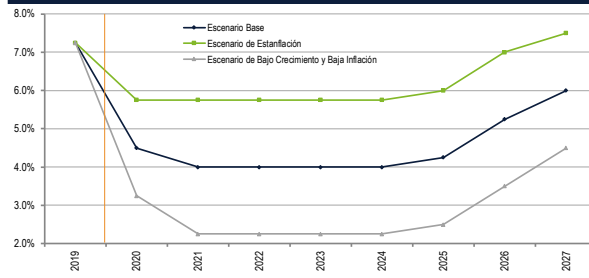
Fuente: Proyecciones de HR Ratings con información del INEGI la SHCP y Banxico.

Gráfica 2: Inflación anual al cierre



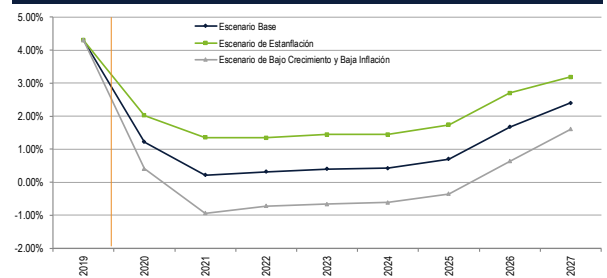
Fuente: Proyecciones de HR Ratings con información del INEGI la SHCP y Banxico.

Gráfica 3: Tasa de Referencia Nominal



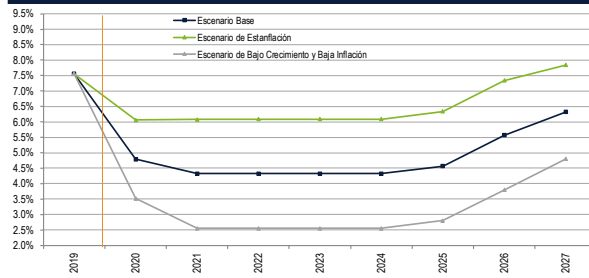
Fuente: Proyecciones de HR Ratings con información del INEGI la SHCP y Banxico.

Gráfica 4: Tasa de Referencia Real



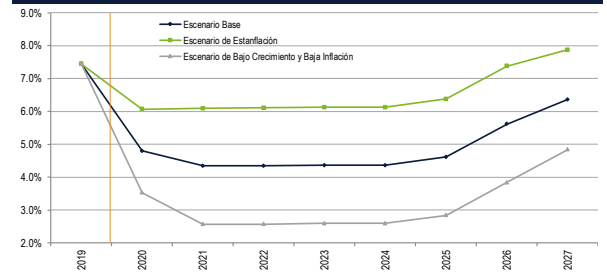
Fuente: Proyecciones de HR Ratings con información del INEGI la SHCP y Banxico.

Gráfica 5: TIIE a 28 días



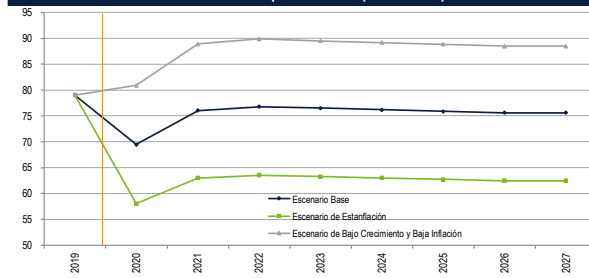
Fuente: Proyecciones de HR Ratings con información del INEGI la SHCP y Banxico.

Gráfica 6: TIIE a 91 días



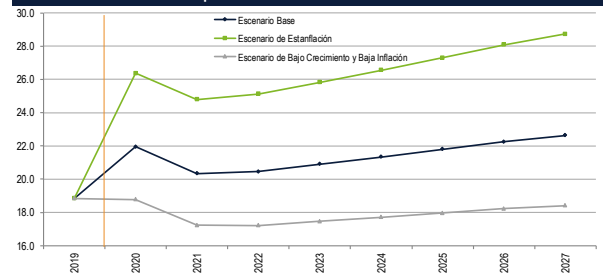
Fuente: Proyecciones de HR Ratings con información del INEGI la SHCP y Banxico.

Gráfica 7: Índice de revaluación real del tipo de cambio (Base = 1999)



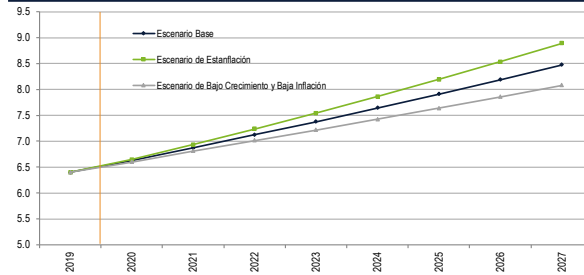
Fuente: Proyecciones de HR Ratings con información del INEGI la SHCP y Banxico.

Gráfica 8: Precio del Dólar en pesos



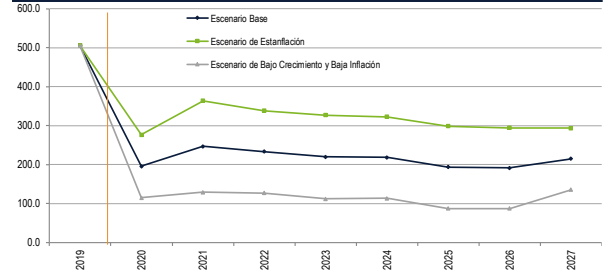
Fuente: Proyecciones de HR Ratings con información del INEGI la SHCP y Banxico.

Gráfica 9: Precio de las UDIs en pesos



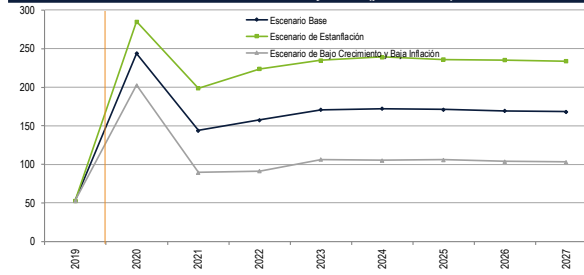
Fuente: Proyecciones de HR Ratings con información del INEGI, la SHCP y Banxico.

Gráfica 10: Spread real entre las tasas de política monetaria de México y EEUU



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

Gráfica 11: Diferencial de inflación entre México y EEUU (puntos base)



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

Felix Boni +52 55 1500 3133
felix.boni@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

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

Metodologías

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

Dirección General Adjunta de Análisis

Pedro Latapí +52 55 8647 3845
pedro.latapi@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

José Luis Cano + 52 55 1500 0763
joseluis.cano@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, Delegación 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)(6)(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).