



Paulina Villanueva

paulina.villanueva@hrratings.com

Asociada Sr. de Análisis Económico
y Deuda Soberana



Edgar González

edgar.gonzalez@hrratings.com

Asociado Sr. de Análisis Económico
y Deuda Soberana



Álvaro Rodríguez

alvaro.rodriguez@hrratings.com

Director de Finanzas Públicas
Quirografarias y Deuda Soberana



Ricardo Gallegos

ricardo.gallegos@hrratings.com

Director General Adjunto de Análisis
Económico



Felix Boni

felix.boni@hrratings.com

Director General de Análisis

HR Ratings presenta la actualización de sus escenarios macroeconómicos para el primer trimestre de 2024 (1T24)

Elementos clave de los escenarios:

- **HR Ratings revisó a la baja su expectativa de crecimiento real anual para 2024 a 2.50% desde el 2.80% previo.** Esta disminución se debe a una moderación en el dinamismo de la actividad económica en el cuarto trimestre de 2023 (4T23) y a la expectativa de una menor evolución en el segundo semestre de este año.
- **Para 2025 se revisó a la baja la estimación del crecimiento real del PIB a 2.00%, desde el 2.15% previo.** Para el resto del horizonte, de 2026 a 2032, mantenemos la expectativa de crecimiento en 2.25%.
- **HR Ratings mantuvo la expectativa para la inflación anual al cierre de 2024 en 4.05%.** Estimamos que la inflación convergerá hacia el rango meta de 3.0% (+/- 1.0%) del Banco de México en el primer trimestre de 2025 y se ubicará en 3.75% al cierre. Para el resto del horizonte, mantenemos la estimación de una inflación promedio de 3.70%.
- **Modificamos nuestro panorama para la postura monetaria.** En 2024, prevemos que la tasa de interés de referencia cerrará el año en un nivel de 10.25%, 100 puntos base por encima de nuestra estimación anterior. Para 2025, anticipamos que la tasa terminará el año en 8.50%, sin cambios respecto a nuestros escenarios previos. Para el resto del horizonte, mantuvimos la expectativa de que la tasa se ubicará en 7.0%.
- **Revisamos a la baja nuestra expectativa de tipo de cambio a P\$18.40/USD desde el P\$18.87/USD previo.** Esta revisión obedece a los niveles que hemos observado en los tres primeros meses de 2024, en donde el promedio del tipo de cambio (TC) se ubicó en P\$17.0/USD. Para 2025, esperamos que el TC se ubique en P\$19.10/USD y para el resto del horizonte mantenemos nuestra estimación de una depreciación promedio de 1.0% real anual.
- **En el panorama internacional, anticipamos que la actividad económica será resiliente pero diferenciada entre las principales economías.** En específico para Estados Unidos, modificamos nuestra estimación de crecimiento real



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM

anual a 1.80% desde el 1.50% previo. Para 2025 anticipamos un avance de 1.60% y en el resto del horizonte pronosticamos un crecimiento promedio de 1.80%.

- **La expectativa de inflación en Estados Unidos para el cierre de 2024 se revisó a la baja a 2.56% desde el 2.80% previo.** Lo anterior es resultado del proceso desinflacionario más acelerado en algunos subcomponentes de la inflación subyacente. Para el resto del horizonte, mantenemos nuestra expectativa de que la inflación promediará 2.30%.
- **Estimamos que la tasa de política monetaria de la Fed terminará el año en un rango medio de 4.63%, 25 puntos base por debajo de nuestra estimación anterior.** Para 2025, proyectamos que la tasa de referencia se ubicará en el rango medio de 3.83% y para el resto del horizonte en 2.83%, sin cambios respecto a los escenarios previos.

Figura 1. Proyecciones Económicas del Escenario Base de HR Ratings

Año	Escenario	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Producto Interno Bruto (PIB) Real*	Nuevo Escenario	25,629	26,143	26,731	27,333	27,947	28,575	29,218	29,874	30,545
	Escenario Previo	25,749	26,303	26,894	27,500	28,118	28,752	29,399	30,061	30,061
Producto Interno Bruto (PIB) Nominal**	Nuevo Escenario	33,887	36,064	38,379	40,846	43,465	46,216	49,150	52,237	55,548
	Escenario Previo	33,749	35,980	38,287	40,756	43,365	46,115	49,042	52,134	52,134
Crecimiento Real del PIB	Nuevo Escenario	2.50%	2.00%	2.25%	2.25%	2.25%	2.25%	2.25%	2.25%	2.25%
	Escenario Previo	2.80%	2.15%	2.25%	2.25%	2.25%	2.25%	2.25%	2.25%	2.25%
Inflación en México al Cierre	Nuevo Escenario	4.05%	3.75%	3.70%	3.70%	3.70%	3.70%	3.70%	3.70%	3.70%
	Escenario Previo	4.05%	3.75%	3.70%	3.70%	3.70%	3.70%	3.70%	3.70%	3.70%
Tasa de Referencia Nominal al Cierre	Nuevo Escenario	10.25%	8.50%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%
	Escenario Previo	9.25%	8.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%
Tasa de Referencia Real al Cierre (ex-post)	Nuevo Escenario	5.95%	4.57%	3.18%	3.18%	3.18%	3.18%	3.19%	3.18%	3.19%
	Escenario Previo	5.00%	4.09%	3.18%	3.18%	3.18%	3.19%	3.18%	3.18%	3.18%
Tasa de Referencia Real al Cierre (ex-ante)	Nuevo Escenario	6.26%	4.63%	3.18%	3.18%	3.18%	3.19%	3.18%	3.18%	7.00%
	Escenario Previo	5.30%	4.15%	3.18%	3.18%	3.19%	3.18%	3.18%	3.18%	7.00%
Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio (TIIE) a 28 Días al Cierre	Nuevo Escenario	10.50%	8.75%	7.25%	7.25%	7.25%	7.25%	7.25%	7.25%	7.25%
	Escenario Previo	9.49%	8.24%	7.24%	7.24%	7.24%	7.24%	7.24%	7.24%	7.24%
Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio (TIIE) a 91 Días al Cierre	Nuevo Escenario	10.48%	8.73%	7.23%	7.23%	7.23%	7.23%	7.23%	7.23%	7.23%
	Escenario Previo	9.60%	8.35%	7.35%	7.35%	7.35%	7.35%	7.35%	7.35%	7.35%
Tipo de Cambio Nominal al Cierre	Nuevo Escenario	18.40	19.10	19.70	20.21	20.71	21.13	21.58	22.04	22.50
	Escenario Previo	18.87	19.63	20.25	20.79	21.29	21.81	22.20	22.68	22.68
Índice de la Revaluación Real del Peso al Cierre (Base=1999)	Nuevo Escenario	85.38	83.43	81.97	81.00	80.11	79.63	79.03	78.44	77.85
	Escenario Previo	82.98	80.91	79.49	78.50	77.69	76.89	76.55	75.98	75.98
Movimiento real vs. USD	Nuevo Escenario	-6.70%	-2.28%	-1.75%	-1.18%	-1.10%	-0.60%	-0.75%	-0.75%	-0.75%
	Escenario Previo	-5.00%	-2.50%	-1.75%	-1.25%	-1.03%	-1.03%	-0.44%	-0.75%	-0.75%
Peso por UDI al cierre del año	Nuevo Escenario	8.30	8.61	8.93	9.26	9.60	9.96	10.33	10.71	11.10
	Escenario Previo	8.33	8.64	8.96	9.29	9.64	9.99	10.36	10.75	10.75
Crecimiento Real del PIB de EUA	Nuevo Escenario	1.79%	1.61%	1.64%	1.80%	1.80%	1.81%	1.81%	1.81%	1.81%
	Escenario Previo	1.50%	1.74%	1.80%	1.80%	1.80%	1.80%	1.80%	1.80%	1.80%
Inflación EUA (CPI)	Nuevo Escenario	2.56%	2.31%	2.30%	2.30%	2.30%	2.30%	2.30%	2.30%	2.31%
	Escenario Previo	2.80%	2.30%	2.30%	2.30%	2.30%	2.30%	2.30%	2.30%	2.30%
Tasa de Referencia Fed**	Nuevo Escenario	4.63%	3.88%	2.88%	2.88%	2.88%	2.88%	2.88%	2.88%	2.88%
	Escenario Previo	4.83%	3.83%	2.83%	2.83%	2.83%	2.83%	2.83%	2.83%	2.83%
Tasa de Referencia Real al Cierre (ex-post)	Nuevo Escenario	2.01%	1.53%	0.56%	0.56%	0.56%	0.57%	0.56%	0.56%	0.56%
	Escenario Previo	1.98%	1.49%	0.52%	0.52%	0.52%	0.52%	0.52%	0.52%	0.52%
Tasa de Referencia Real al Cierre (ex-ante)	Nuevo Escenario	2.26%	1.54%	0.56%	0.56%	0.57%	0.56%	0.56%	0.56%	2.88%
	Nuevo Escenario	2.47%	1.50%	0.52%	0.52%	0.52%	0.52%	0.52%	0.52%	2.83%
Tasa de Referencia Real al Cierre	Nuevo Escenario	2.01%	1.53%	0.56%	0.56%	0.56%	0.57%	0.56%	0.56%	0.56%
	Escenario Previo	1.98%	1.49%	0.52%	0.52%	0.52%	0.52%	0.52%	0.52%	0.52%
Tasa de Referencia Intervalo	Nuevo Escenario	4.50-4.75%	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%	2.75-3.00%
	Escenario Previo	4.75-5.00%	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%	2.75-3.00%
SOFR 3M	Escenario	4.91%	3.91%	2.91%	2.83%	2.83%	2.83%	2.83%	2.83%	2.83%
USD por Euro	Nuevo Escenario	1.10	1.10	1.10	1.10	1.09	1.09	1.09	1.09	1.10
	Escenario Previo	1.07	1.07	1.07	1.07	1.07	1.07	1.07	1.07	1.07
Pesos por Euro	Nuevo Escenario	20.23	21.00	21.61	22.16	22.65	23.12	23.51	24.04	24.64
	Escenario Previo	20.27	21.09	21.71	22.28	22.75	23.32	23.65	24.18	24.18
Precio Mezcla Mexicana Exportación (dpb) ¹	Escenario	70.0	66.2	63.3	60.8	58.7	56.8	55.0	53.6	53.1
Volumen de producción de crudo total ² (mbd)		1,645	1,670	1,690	1,707	1,724	1,742	1,759	1,777	1,803
Precio Gas Henry Hub ¹		2.8	3.3	3.4	3.5	3.6	3.7	3.8	3.9	4.1

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.



@HRRATINGS



HR RATINGS

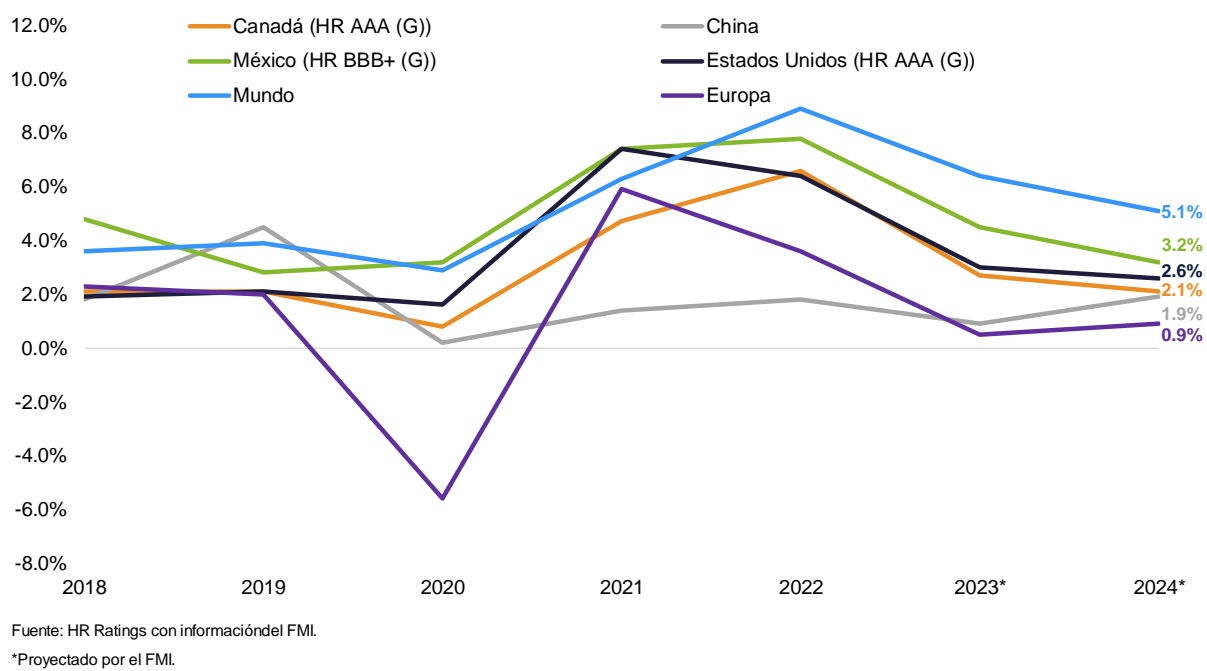


WWW.HRRATINGS.COM

Panorama económico internacional

En el panorama económico internacional de 2024 se anticipa resiliente, pero diferenciado entre países, a medida que una gran cantidad de Bancos Centrales se preparan para comenzar con un ciclo monetario menos restrictivo, mientras que otros continúan con el recorte en las tasas de interés, como resultado de menores niveles de inflación (ver Figura 2). En nuestra perspectiva, gran parte de la reducción de la inflación a nivel mundial se atribuye a la restitución de las cadenas de suministro, una disminución en los precios de los productos energéticos y las materias primas, y, en menor medida, debido a la incidencia de la postura monetaria restrictiva.

Figura 2. Inflación general fin de periodo (variación anual)



A su vez, las políticas fiscales de algunas economías se encaminan a reducir los altos déficits contraídos durante la pandemia, lo que limitará el gasto público que ha dado impulso a la actividad económica en los años de la pandemia y la postpandemia. En este contexto, el Fondo Monetario Internacional (FMI) pronosticó en la revisión de perspectivas económicas de enero 2024 que la economía global se expandirá 3.1% real anual en 2024 y 3.2% real anual en 2025, luego de haber estimado que el PIB mundial creció 3.1% real anual en 2023 (ver Figura 3). Estas proyecciones de crecimiento mundial se ubican por debajo del promedio anual histórico de 3.8% reportado entre los años 2000 y 2019.

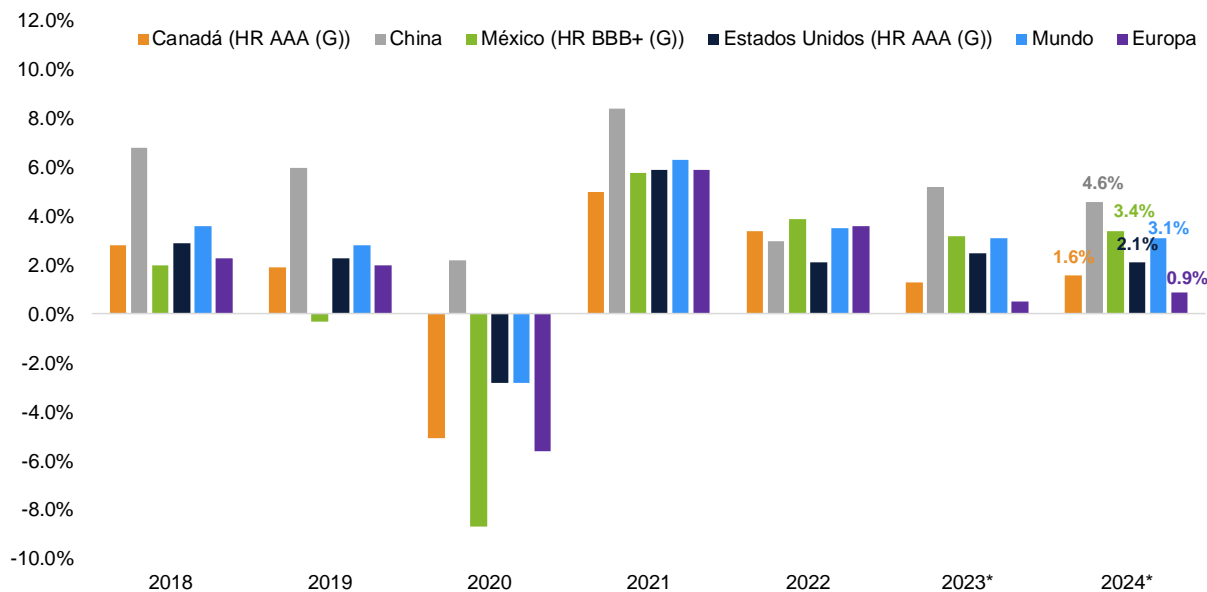
Por economías, el FMI considera que México tendrá un crecimiento real anual de 2.7% en 2024 y de 1.5% en 2025, desde el 3.2% observado en 2023. Lo anterior difiere de nuestras estimaciones de crecimiento de 2.5% en 2024 y de 2.0% en 2025, que, como detallaremos más adelante, suponen una desaceleración en el crecimiento económico respecto a 2023 como

resultado de una desaceleración de la demanda interna y de la disminución en el gasto en infraestructura por parte del gobierno.

Para Estados Unidos, el FMI estima un crecimiento de 2.1% real anual en 2024 y de 1.7% en 2025, luego de haber avanzado 2.5% en 2023. Dichas estimaciones resultan por encima de nuestros estimados de crecimiento de 1.8% para 2024 y de 1.6% para 2025. No obstante, tanto el análisis del FMI y el de HR Ratings coincide en que la actividad económica de EUA desacelerará respecto a 2023, como resultado de una moderación en el consumo de los hogares debido a los efectos rezagados del endurecimiento de la política monetaria y de un menor gasto por parte del gobierno.

Por el contrario, el FMI estima que, para Europa, en 2024 y 2025 la actividad económica acelerará su ritmo de expansión para registrar un avance de 0.9% real anual en 2024 y de 1.7% en 2025, desde el 0.5% proyectado en 2023, a medida que los efectos de la exposición relativamente elevada de la guerra entre Rusia y Ucrania se diluyen y el consumo de los hogares se reanima impulsado por la disminución de la inflación y la política monetaria menos restrictiva. Finalmente, el FMI sitúa las proyecciones económicas de China con un crecimiento de 4.6% real anual en 2024 y de 4.1% en 2025, lo que supone una desaceleración desde el 5.2% pronosticado para 2023. El panorama económico de China en 2024 y 2025 se ve nublado por la profundización en los problemas del sector inmobiliario, una desaceleración en las exportaciones y un menor gasto del gobierno, de acuerdo con el reporte del FMI.

Figura 3. Crecimiento Económico (variación real anual)

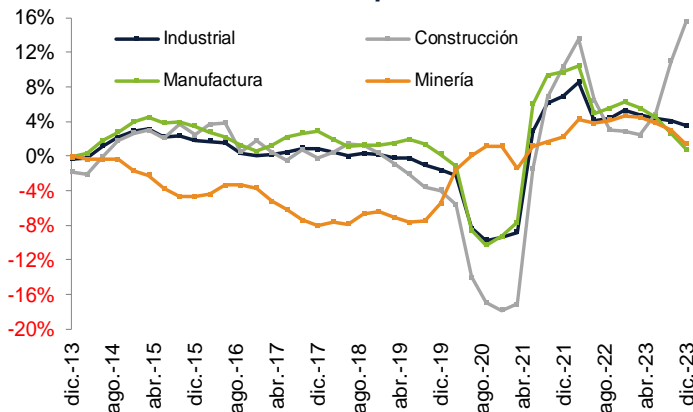


Fuente: HR Ratings con información del FMI.
*Proyectado por el FMI.

Panorama económico para México

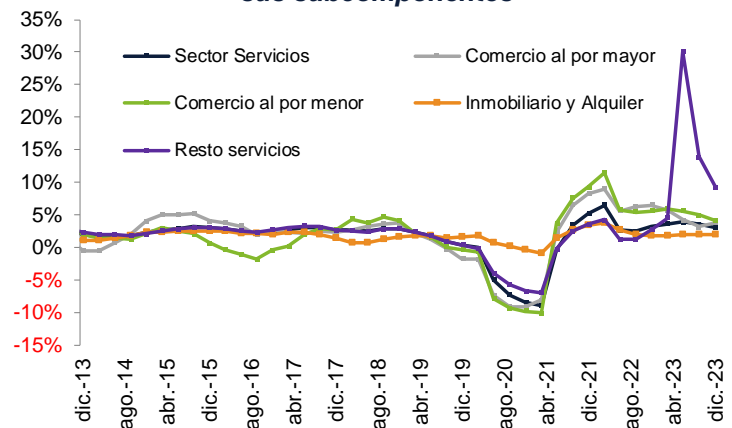
El crecimiento económico de 2023 se ubicó en 3.23%, impulsado por el dinamismo de la demanda interna, especialmente a través de la inversión y del consumo. La inversión reportó un crecimiento de 19.7% en términos de los UDM, beneficiada por el crecimiento de 18.7% de la inversión en maquinaria y equipo y por el avance de 20.7% UDM de la construcción (Figura 4). Lo anterior refleja que el sector de la construcción fue fuertemente apoyado por la inversión pública, lo que está relacionado con las principales obras del Gobierno. Por su parte, el consumo registró un crecimiento de 4.36% en términos de los UDM, y al interior de los principales subcomponentes destaca el dinamismo de los bienes importados (+20.24%), lo que en parte relacionamos con la fortaleza observada en el tipo de cambio, mientras que los servicios domésticos avanzaron (+3.80%). Adicionalmente, el consumo de servicios continuó mostrando fortaleza durante la mayor parte de 2023, como puede observarse en la Figura 5. Al interior, la mayoría de los sectores que lo conforman mostraron crecimientos en términos de los UDM, sobresaliendo el comercio al por mayor (+3.8%) y al por menor (+4.2%), transporte (+3.8%), alojamiento (+2.7%), entre otros.

Figura 4. Crecimiento real UDM del sector industrial y sus subcomponentes



Fuente: HR Ratings con información del INEGI (datos ajustados por estacionalidad).

Figura 5. Crecimiento real UDM del sector servicios y sus subcomponentes



Fuente: HR Ratings con información del INEGI (datos ajustados por estacionalidad).

A pesar de los resultados positivos en el crecimiento acumulado anual de 2023, durante el cuarto trimestre se presentó una desaceleración de la actividad económica en comparación con el dinamismo observado en los tres primeros trimestres del año, como puede observarse en la Figura 6. El crecimiento trimestral del 4T23 fue de 0.1%, el menor desde la contracción del 3T21 (-0.3% t/t). Al interior, destaca que el sector secundario registró su primera contracción, luego de diez trimestres de avances consecutivos. Lo anterior se debió al avance diferenciado entre subsectores: la manufactura, que tuvo un desempeño mixto en la mayor parte del año, retrocedió 1.06% en el 4T23, mientras que el sector de la construcción, uno de los ejes principales del avance de la actividad económica en 2023, reportó una notable desaceleración hacia el cierre del año al crecer 0.5% en el 4T23 vs. 6.4% en el trimestre inmediato anterior. En el mismo sentido, el sector terciario pasó de un crecimiento de 0.9% en el 3T23 a 0.3% en el 4T23 y el sector primario se contrajo 1.0% (vs. +2.6% en el 3T23).



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM

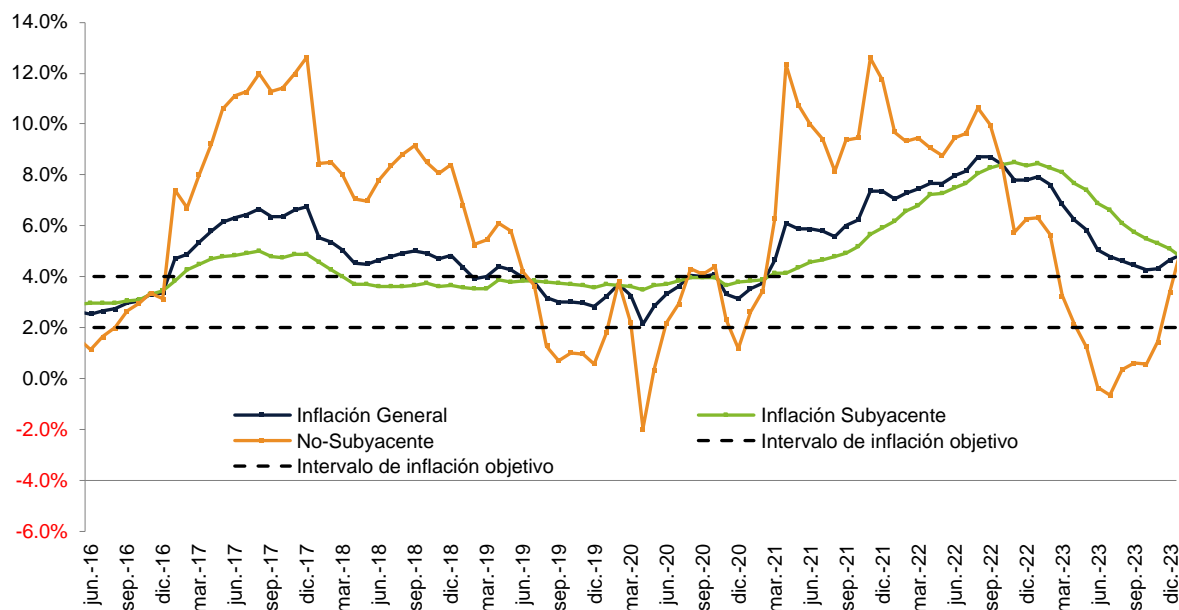
Figura 6. Crecimiento de los principales componentes del PIB (variación real anual)

Cifras desestacionalizadas	sep-22	dic-22	mar-23	jun-23	sep-23	dic-23
Crecimiento trimestral	1.1%	1.0%	0.5%	0.8%	1.1%	0.1%
Sector Primario	-0.0%	4.2%	-3.6%	2.2%	2.6%	-1.0%
Sector Secundario	0.7%	1.2%	0.4%	1.6%	1.0%	-0.1%
Sector Terciario	1.1%	0.7%	0.7%	0.6%	0.9%	0.3%
Crecimiento trimestral anual	4.7%	4.6%	3.5%	3.5%	3.5%	2.5%
Sector Primario	0.6%	4.5%	0.6%	2.6%	5.3%	0.0%
Sector Secundario	5.6%	5.0%	2.9%	4.0%	4.3%	2.9%
Sector Terciario	4.3%	4.3%	3.7%	3.1%	2.9%	2.5%
Crecimiento UDM*	3.3%	3.9%	4.0%	4.1%	3.7%	3.2%

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 3.6%, 34.1% y 62.3% del PIB.

La inflación general en 2023 continuó con el proceso desinflacionario y cerró 2023 en un nivel de 4.66% vs. 7.82% al cierre de 2022. Entre los subcomponentes, se observó un comportamiento heterogéneo como puede observarse en la Figura 7. La inflación subyacente terminó el año con una variación anual de 5.09%, que fue su menor registro desde septiembre 2021 y destaca la trayectoria descendente que mantuvo por once meses consecutivos, mientras que la inflación no subyacente cerró el año con una variación anual de 3.39%, pero comenzó a repuntar en la segunda mitad del año, presionada por el subcomponente agrícola.

Figura 7. Inflación anual general, subyacente y no subyacente



Fuente: Proyecciones de HR Ratings con información del INEGI.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM

Finalmente, la tasa de política monetaria se mantuvo en un terreno restrictivo durante 2023, ubicándose en un nivel de 11.25% desde marzo 2023 hasta el cierre del año. A pesar de que la tasa de interés de referencia alcanzó el mayor nivel desde que se tiene la meta de inflación de 3.0% (+/- 1.0%) en 2001, y también fue la más alta desde la adopción de la tasa de referencia como principal herramienta de política monetaria en 2008, consideramos que lo anterior tuvo una poca incidencia sobre el financiamiento orientado al consumo que aumentó 12.8% real anual en diciembre, y el cual fue apoyado por la fortaleza en el empleo, el aumento en el salario mínimo y el crecimiento en las remesas recibidas que acumularon US\$63.3 mil millones en 2023.

Escenario Base

Considerando los últimos datos disponibles sobre el desempeño de la actividad económica, HR Ratings estima un escenario base de crecimiento de 2.5% real anual para 2024 desde el 2.8% proyectado en la última revisión. A pesar de que el crecimiento en 2023 fue positivo y alcanzó un nivel de 3.2%, con importantes avances en la mayor parte de los sectores, hacia el cierre del año se observó una desaceleración tanto en el sector secundario como terciario, lo que ocasionó ajustes en las perspectivas de crecimiento en el corto plazo. No obstante, la presente revisión considera factores positivos para el crecimiento relacionados con inversiones en el sector de la construcción, el continuo dinamismo positivo del sector externo con incrementos en las importaciones de los principales socios comerciales, en donde destaca Estados Unidos, y el impulso sobre el sector manufacturero; así como avances en los niveles de demanda interna y consumo.

Nuestras proyecciones consideran que durante el primer semestre de 2024 se observará una dinámica positiva, como resultado de avances en los niveles de consumo, en el comercio al por mayor y al por menor y en los servicios, respalda por la fortaleza del empleo. Por parte de la inversión, consideramos que la relacionada con la inversión física presupuestaria del Gobierno, específicamente la obra pública, continuará brindando impulso al sector de la construcción no residencial, mientras que la inversión privada podría comenzar a desacelerarse respecto a los niveles observados en los dos años previos, cuando las nuevas inversiones relacionadas con el *nearshoring*, así como la ampliación de la capacidad instalada de las industrias impulsaron al sector secundario. Para 2025 consideramos que la actividad económica mostrará un crecimiento de 2.0%; esta desaceleración en parte se explica como parte un efecto aritmético del crecimiento de 2024 del año bisiesto.

Es importante mencionar que el escenario base planteado por HR Ratings se encuentra sujeto a ciertos riesgos tanto al alza como a la baja. Al alza: i) mayor dinamismo del sector manufacturero como altos niveles de producción en el rubro de transporte como resultado del incremento en la demanda de bienes duraderos por parte de sus principal socio comercial (EUA); ii) trayectoria positiva en los niveles de inversión privada con un mayor aprovechamiento con la llegada de inversiones relacionadas al *nearshoring*; iii) fortaleza en los niveles de consumo, tanto en bienes domésticos como importados, siendo estos últimos beneficiados por la apreciación del tipo de cambio respecto al dólar americano, lo que permitiría un alza en la adquisición de bienes. A la baja: i) persistentes niveles de inflación por parte del componente subyacente, que afectarían la trayectoria inflacionaria, llevando a que; ii) la tasa de interés se mantenga en niveles superiores al escenario base por un tiempo más prolongado; iii) crecientes riesgos en la coyuntura internacional, lo que afectaría los niveles de demanda externa.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM

Respecto a la inflación, HR Ratings mantiene su expectativa inflacionaria al cierre de 2024 en 4.05%, ubicándose por encima del rango objetivo establecido por el Banco de México. Lo anterior se basa en que, al cierre de 2023 y en los primeros dos meses de 2024, la inflación se ha encontrado en línea con nuestras expectativas, en donde consideramos la resistencia a la baja del componente subyacente tanto en ciertas mercancías, pero principalmente en los servicios, mientras que el no subyacente mantiene una trayectoria descendente. Asimismo, es importante considerar que el fuerte déficit fiscal programado por la Secretaría de Hacienda para el presente ejercicio fiscal añade presiones al alza para este indicador. A pesar de que en su cambio anual se observan menores presiones, algunos subcomponentes mantienen mayores resistencias a descender, lo que en términos generales respalda nuestro escenario base, es decir, que la inflación se ubique dentro del rango meta hasta el primer trimestre de 2025. En este sentido, para el cierre de 2025 consideramos que la inflación se ubicará en 3.75%, mientras que para el mediano y largo plazo proyectamos que la inflación general se ubicará en un nivel de 3.70%.

En torno a la política monetaria, estimamos que durante 2024 se presentarán recortes que alcanzarían una disminución de cien puntos base, por lo que la tasa cerrará en un nivel de 10.25%. De acuerdo con las minutas de las reuniones de política monetaria, estas han dejado entrever que los recortes no serán consecutivos y que estos dependerán de una marcada trayectoria descendente de la inflación. No obstante, es posible que la mayor parte de los recortes se realicen hacia la segunda mitad del año. Para 2025 consideramos que la tasa de política monetaria se ubique en 8.50%, mientras que de 2026 hacia adelante esta promediará un nivel de 7.0%, en línea con nuestra revisión anterior.

Respecto a la estimación del tipo de cambio, HR Ratings realiza una actualización de su perspectiva de cierre de 2024, para ubicarlo en P\$18.4/USD vs. P\$18.87/USD en su revisión anterior. A pesar de que en las últimas semanas el tipo de cambio peso-dólar ha reflejado una apreciación, en parte por los altos diferenciales de tasas de interés entre la Reserva Federal y el Banco de México, así como por la expectativa de mayores captaciones de inversiones por el *nearshoring* y los fuertes flujos de entrada de remesas, nuestro análisis considera que para el cierre de año existirá volatilidad derivado del complejo entorno internacional y la volatilidad que podría provocar las elecciones presidenciales en noviembre en Estados Unidos.

Escenarios económicos alternativos

Consideramos que las proyecciones macroeconómicas presentadas en las secciones anteriores proporcionan una base prudente para la planificación de las perspectivas económicas. Sin embargo, dichos pronósticos se podrían ver afectados por una serie de sucesos cuyo desenlace resulta incierto al momento. La economía mexicana se encuentra expuesta a una coyuntura internacional volátil, que en cierta manera refleja impactos sobre trayectoria de crecimiento mundial, la evolución de precios internacionales de referencia (*commodities*) y las tasas de interés de diferentes bancos centrales, especialmente la Fed.

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



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM

Escenario de Estancflación

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 crecimiento.

- **El escenario de estancflación refleja el nivel más alto de inflación esperada para el cierre del año.** En este sentido, en 2024 se considera una inflación de 4.35% anual, lo que se ubica 29pb por encima del escenario base. Para 2025, la inflación descendería a 4.19%, mientras que para todo el horizonte de proyección la inflación se mantendría en 4.0% en promedio, ubicándose en el límite superior del rango objetivo establecido por Banxico.
- **Por parte de la tasa de interés de referencia, esta se situaría en 10.75% al cierre de 2024.** Lo anterior sería resultado de una inflación persistente, mientras que para 2025 se observaría un descenso a 10.0%. Esta trayectoria se continuaría observando en el horizonte de proyección para situarse en promedio en 8.0%.
- **El crecimiento económico se vería afectado por menores avances del sector industrial, servicios y la menor captación de nuevas inversiones que detonarían las industrias.** En este sentido, se verían afectaciones en demanda interna, consumo y la caída en el ingreso real. Con base en lo anterior, el crecimiento se ubicaría en 1.75% real anual en 2024. Para 2025, el crecimiento económico se situaría en 1.27%, lo que se ubica notablemente por debajo del 2.0% proyectado en el escenario base. De 2026 hacia el periodo final de proyección se considera un crecimiento promedio real anual de 1.52%.
- **El tipo de cambio peso-dólar mostraría una depreciación real de 9.0% en 2024 para situarse al cierre en P\$18.9/USD.** En 2025, se continuaría observando depreciación del tipo de cambio peso-dólar hasta alcanzar los P\$20.1/USD, mientras que para el resto de horizonte de proyección la depreciación real se ubicaría en promedio en 1.2%.

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 más bajos 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 de proyección. El tipo de cambio tendría 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 2024, la inflación se situaría en un nivel de 3.41%, mientras que la tasa de política monetaria alcanzaría el 9.25%.** Los bajos niveles de inflación se mantendrían durante todo el horizonte de proyección, alcanzando un nivel de 3.31% en 2025 y de 3.29% en promedio para el largo plazo. Respecto a la tasa de interés, esta se ubicaría en 8.75% para 2025 y 7.25% para 2026, mientras que para el largo plazo esta promediaría 6.25%.
- **El crecimiento económico alcanzaría el menor nivel desde el observado en 2016 (+1.54%), ubicándose en 1.5%, lo que implica un fuerte deterioro respecto al escenario base de prácticamente 1 punto porcentual.** Para 2025, se



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM

continuaría observando un deterioro en la actividad económica ubicándose en 0.84%, mientras que en el largo plazo promediaria un alza de 0.95% real anual.

• El tipo de cambio peso-dólar se ubicaría en 2024 en P\$18.29/USD, lo que implica una depreciación real de 6.7%. Para 2025 la depreciación sería de 2.3% real anual, situándose en P\$18.9/USD, mientras que en el largo plazo la depreciación real anual promediaria 1.0%.

Figura 7. Proyecciones Económicas con diferentes escenarios de HR Ratings

Año	Escenario	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Producto Interno Bruto (PIB) Real*	Escenario Base	25,629	26,143	26,731	27,333	27,947	28,575	29,218	29,874	30,545
	E. de Estandflación	25,441	25,766	26,157	26,555	26,958	27,367	27,783	28,205	28,632
	E. Bajo C. & Baja I.	25,379	25,591	25,834	26,080	26,328	26,577	26,830	27,084	27,340
Producto Interno Bruto (PIB) Nominal**	Escenario Base	33,887	36,064	38,379	40,846	43,465	46,216	49,150	52,237	55,548
	E. de Estandflación	33,673	35,679	37,813	40,080	42,441	44,937	47,580	50,375	53,335
	E. Bajo C. & Baja I.	33,523	35,169	36,838	38,589	40,450	42,338	44,330	46,361	48,536
Crecimiento Real del PIB	Escenario Base	2.50%	2.00%	2.25%	2.25%	2.25%	2.25%	2.25%	2.25%	2.25%
	E. de Estandflación	1.75%	1.27%	1.52%	1.52%	1.52%	1.52%	1.52%	1.52%	1.52%
	E. Bajo C. & Baja I.	1.50%	0.84%	0.95%	0.95%	0.95%	0.95%	0.95%	0.95%	0.95%
Inflación Deflactor del PIB	Escenario Base	4.06%	4.33%	4.08%	4.09%	4.07%	3.99%	4.01%	3.95%	4.00%
	E. de Estandflación	4.17%	4.63%	4.39%	4.41%	4.31%	4.30%	4.30%	4.29%	4.29%
	E. Bajo C. & Baja I.	3.96%	4.04%	3.76%	3.77%	3.84%	3.68%	3.72%	3.60%	3.71%
Inflación en México al Cierre	Escenario Base	4.05%	3.75%	3.70%	3.70%	3.70%	3.70%	3.70%	3.70%	3.70%
	E. de Estandflación	4.35%	4.19%	4.09%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%
	E. Bajo C. & Baja I.	3.41%	3.31%	3.27%	3.28%	3.29%	3.30%	3.29%	3.30%	3.31%
Tasa de Referencia Real al Cierre	Escenario Base	5.95%	4.57%	3.18%	3.18%	3.18%	3.18%	3.19%	3.18%	3.19%
	E. de Estandflación	6.14%	4.61%	3.28%	3.37%	3.37%	3.37%	3.37%	3.37%	3.37%
	E. Bajo C. & Baja I.	5.65%	4.29%	2.89%	2.88%	2.87%	2.86%	2.86%	2.85%	2.85%
Tasa de Referencia Nominal al Cierre	Escenario Base	10.25%	8.50%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%
	E. de Estandflación	10.75%	9.00%	7.50%	7.50%	7.50%	7.50%	7.50%	7.50%	7.50%
	E. Bajo C. & Baja I.	9.25%	7.75%	6.25%	6.25%	6.25%	6.25%	6.25%	6.25%	6.25%
Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio (TIIE) a 28 Días al Cierre	Escenario Base	10.50%	8.75%	7.25%	7.25%	7.25%	7.25%	7.25%	7.25%	7.25%
	E. de Estandflación	11.00%	9.25%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%
	E. Bajo C. & Baja I.	9.50%	8.00%	6.50%	6.50%	6.50%	6.50%	6.50%	6.50%	6.50%
Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio (TIIE) a 91 Días a Cierre	Escenario Base	10.48%	8.73%	7.23%	7.23%	7.23%	7.23%	7.23%	7.23%	7.23%
	E. de Estandflación	10.98%	9.23%	7.73%	7.73%	7.73%	7.73%	7.73%	7.73%	7.73%
	E. Bajo C. & Baja I.	9.48%	7.98%	6.48%	6.48%	6.48%	6.48%	6.48%	6.48%	6.48%
Tipo de Cambio Nominal al Cierre	Escenario Base	18.40	19.10	19.70	20.21	20.70	21.20	21.58	22.04	22.50
	E. de Estandflación	18.92	20.07	20.79	21.45	22.14	22.85	23.23	23.73	24.23
	E. Bajo C. & Baja I.	18.29	18.90	19.42	19.84	20.25	20.57	20.93	21.29	21.67
Índice de la Revaluación Real del Peso al Cierre (Base=1999)	Escenario Base	85.38	83.43	81.97	81.00	80.17	79.34	79.03	78.44	77.85
	E. de Estandflación	83.27	79.94	78.54	77.36	76.51	75.75	74.99	74.24	73.68
	E. Bajo C. & Baja I.	85.38	83.43	81.97	81.00	80.11	79.63	79.03	78.44	77.85
Revaluación Real del Peso al Cierre (Base=1999)	Escenario Base	-6.70%	-2.28%	-1.75%	-1.18%	-1.03%	-1.03%	-0.39%	-0.75%	-0.75%
	E. de Estandflación	-9.00%	-4.00%	-1.75%	-1.50%	-1.10%	-1.00%	-1.00%	-1.00%	-0.75%
	E. Bajo C. & Baja I.	-6.70%	-2.28%	-1.75%	-1.18%	-1.10%	-0.60%	-0.75%	-0.75%	-0.75%
Peso por UDI al cierre del año	Escenario Base	8.30	8.61	8.93	9.26	9.60	9.96	10.33	10.71	11.10
	E. de Estandflación	8.32	8.67	9.03	9.39	9.76	10.15	10.56	10.98	11.42
	E. Bajo C. & Baja I.	8.25	8.52	8.80	9.09	9.39	9.70	10.02	10.35	10.69
Pesos por Euro	Escenario Base	20.23	21.00	21.61	22.16	22.63	23.20	23.51	24.04	24.64
	E. de Estandflación	20.80	22.07	22.80	23.53	24.21	25.00	25.32	25.88	26.54
	E. Bajo C. & Baja I.	20.11	20.78	21.29	21.75	22.14	22.51	22.81	23.23	23.72
Precio de la Mezcla Mexicana de Petróleo	Escenario Base	70.04	66.23	63.35	60.77	58.71	56.75	55.00	53.56	53.08
Volumen de producción de crudo total (mdb)	Escenario Base	1,645	1,670	1,690	1,707	1,724	1,742	1,759	1,777	1,803
Crecimiento Real del PIB de EUA		1.79%	1.61%	1.64%	1.80%	1.80%	1.81%	1.81%	1.81%	1.81%
Inflación EUA (CPI)		2.56%	2.31%	2.30%	2.30%	2.30%	2.30%	2.30%	2.30%	2.31%
Tasa de Referencia Fed***	Escenario base	4.63%	3.88%	2.88%	2.88%	2.88%	2.88%	2.88%	2.88%	2.88%
Tasa de Referencia Intervalo		4.50-4.75%	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%	2.75-3.00%
SOFR 3M		4.91%	3.91%	2.91%	2.83%	2.83%	2.83%	2.83%	2.83%	2.83%
USD por Euro		1.10	1.10	1.10	1.10	1.09	1.09	1.09	1.09	1.10

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.



@HRRATINGS

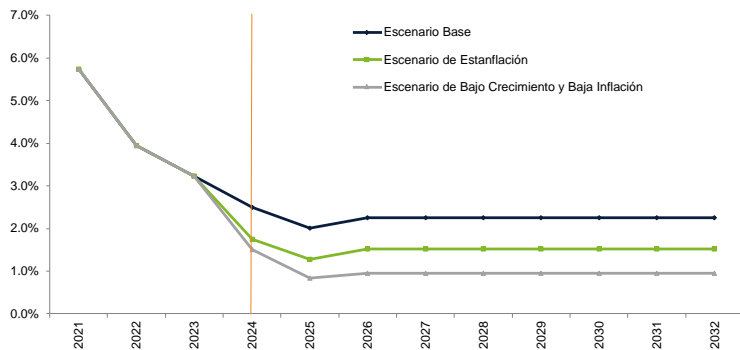


HR RATINGS



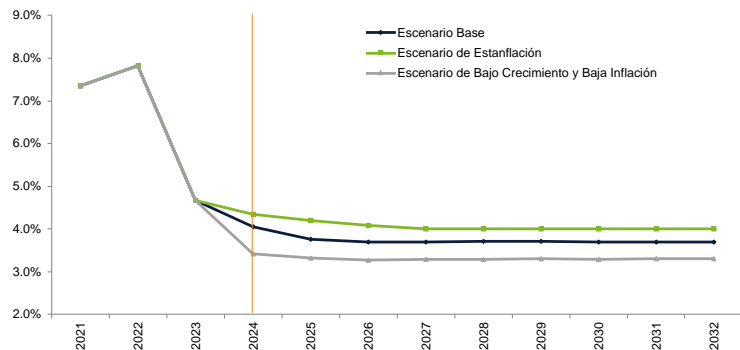
WWW.HRRATINGS.COM

Figura A2.1 Crecimiento Real del PIB



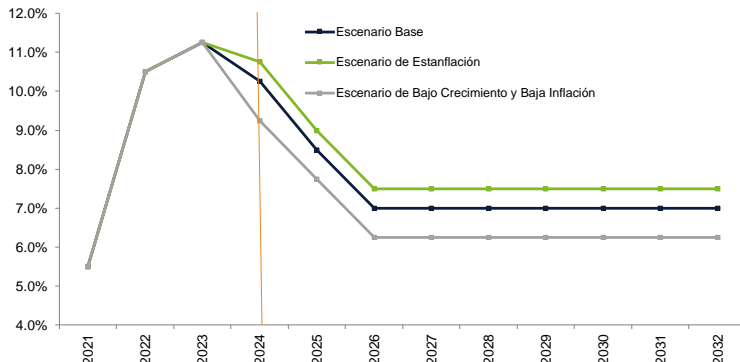
Fuente: Proyecciones de HR Ratings con información del INEGI, la SHCP y Banxico.

Figura A2.2 Inflación anual al cierre



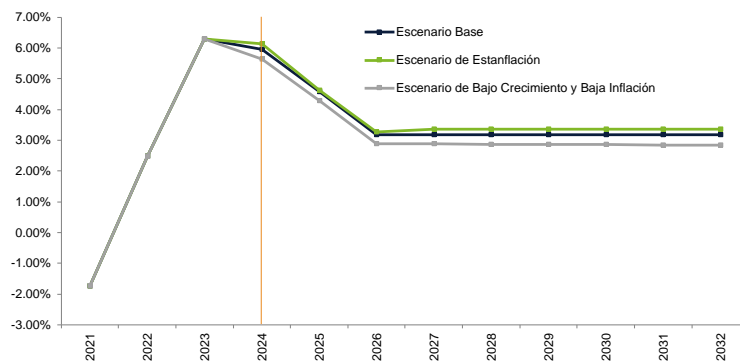
Fuente: Proyecciones de HR Ratings con información del INEGI, la SHCP y Banxico.

Figura A2.3 Tasa de Referencia Nominal



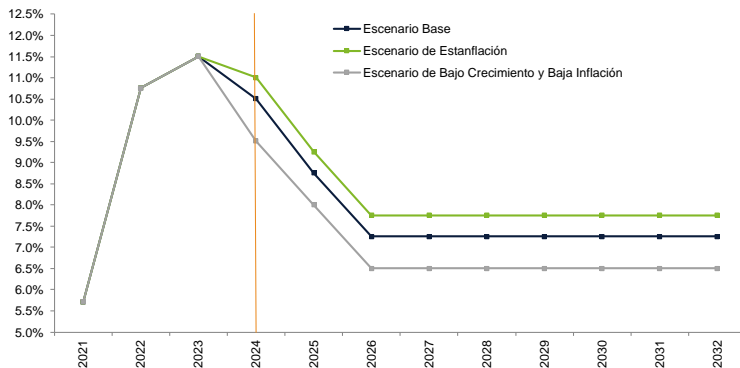
Fuente: Proyecciones de HR Ratings con información del INEGI, la SHCP y Banxico.

Figura A2.4 Tasa de Referencia Real



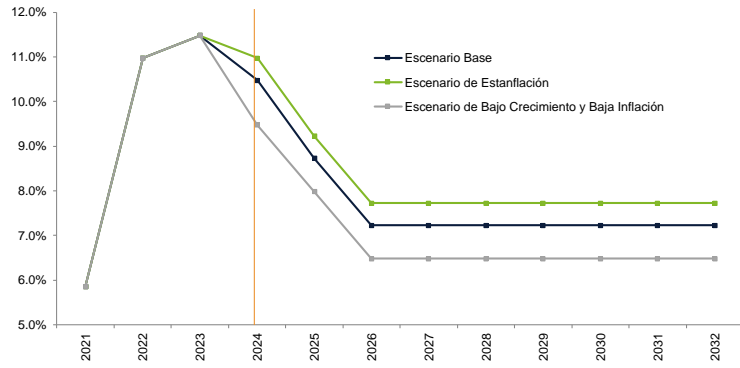
Fuente: Proyecciones de HR Ratings con información del INEGI, la SHCP y Banxico.

Figura A2.5 TIE a 28 días



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

Figura A2.6 TIE a 91 días



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



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM

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) y registrada ante la Securities and Exchange Commission de los Estados Unidos de Norteamérica (SEC) como una 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) y por el Financial Conduct Authority (FCA).

Las calificaciones y/u opiniones de 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.

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. Derivado de lo anterior, HR Ratings no es responsable de cualquier error u omisión en dicha información o, en caso de que esta sea incorrecta o inexacta, por los resultados obtenidos por el uso de la misma. La mayoría de las emisoras de instrumentos de deuda calificadas por HR Ratings de México, o un tercero, 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, 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 (mil a un millón dólares, moneda de curso legal en los Estados Unidos de América) (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 (cinco mil a dos millones de dólares, moneda de curso legal en los Estados Unidos de América) (o el equivalente en otra moneda).

Contacto con Medios

comunicaciones@hrratings.com



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM