



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 tercer trimestre de 2024 (3T24)

Elementos clave de los escenarios:

- **HR Ratings revisó a la baja su expectativa de crecimiento para 2024 y 2025.** Para 2024 se redujo la expectativa a 1.4% real desde el 2.0% previo. Esta disminución fue resultado de un menor crecimiento observado en los dos primeros trimestres respecto a lo pronosticado, lo que impactó el crecimiento acumulado para este año. Mientras tanto, para 2025, el ajuste en el gasto público, aunado a la incertidumbre que rodea al cambio de administración y la aprobación de las reformas constitucionales, afecta las perspectivas de crecimiento. En este sentido, para 2025, se revisó la estimación de crecimiento a 1.10%, desde el 1.80% previo y para el resto del horizonte mantenemos la expectativa de crecimiento en 2.25% previo.
- **Revisamos al alza su expectativa de inflación para todo el horizonte de proyección.** En 2024, el pronóstico de inflación al cierre del año subió a 4.60% desde el 4.15% previo. Esta actualización considera las mayores presiones tanto en el componente subyacente como en el no subyacente, especialmente derivado de la mayor resistencia a la baja en los precios de los servicios, y por el importante crecimiento observado en los precios de los productos agropecuarios. El pronóstico para el cierre de 2025 se mantuvo sin cambios en 3.80%, ante la expectativa de que la desaceleración más pronunciada de la actividad económica contribuirá a un descenso más acelerado en la inflación de servicios. Sin embargo, con un tipo de cambio más depreciado, una parte del efecto de menor crecimiento se vería contrarrestada en la inflación de mercancías. Para el resto del horizonte, mantenemos la estimación de una inflación promedio de 3.70%.
- **La tasa de interés de referencia se revisó a 10.25% desde el 10.50% para el cierre de 2024, como resultado del recorte no previsto de agosto.** Entre septiembre y diciembre, anticipamos que la Junta de Gobierno realizará dos recortes adicionales de 25pb cada uno, con lo que la tasa pasaría del 10.75% actual a 10.25% al cierre del año. Para 2025 prevemos que la tasa terminará en 8.50%, 25pb menos que en la revisión anterior. Para el resto del horizonte, mantenemos la expectativa de que la tasa se ubicará en 7.0%. En términos reales, suponemos una tasa real (*ex post*) de 4.52% vs. 4.77% anterior, mientras que para el resto del periodo proyectado se mantiene en 3.18%.
- **Revisamos al alza nuestra expectativa de tipo de cambio (TC) para todo el horizonte de pronóstico.** El tipo de cambio para el cierre de 2024 ahora se estima en P\$19.90/USD desde el P\$18.40/USD del escenario anterior. En el mercado



doméstico, la depreciación observada hasta el momento, en parte, se ha atribuido al resultado electoral, a las reformas constitucionales y a la incertidumbre relacionada con la dirección que tomará la política pública y fiscal en México en los siguientes años. En el entorno internacional, consideramos que las elecciones en Estados Unidos y la postura monetaria que tomen los bancos centrales de países desarrollados, especialmente en Estados Unidos y Japón, podría generar volatilidad en los meses siguientes. Para el cierre de 2025, esperamos que el TC alcance los P\$20.70/USD (vs. P\$19.10/USD anteriormente). En términos reales suponemos una depreciación del 13.2% vs. el USD en 2024 (-7.13% anteriormente), 2.70% en 2025 (vs. 2.72%) y para el resto del horizonte estimamos una depreciación promedio de 1.3% real anual¹.

- **Para Estados Unidos (EUA) modificamos nuestra estimación de crecimiento para 2024 a 2.50% desde el 2.30% previo**, por mejores resultados en los datos del primer semestre respecto a lo anticipado, especialmente impulsados por el gasto de los consumidores y la inversión privada. Para 2025 dejamos sin cambios nuestra expectativa de un avance de 1.80%, igual que para el resto del horizonte.
- **La expectativa de inflación (CPI) en EUA para el cierre de 2024 se revisó a la baja a 2.60% desde el 3.15% previo**. Lo anterior fue resultado de un descenso más acelerado de la inflación entre el segundo y el tercer trimestre de 2024. Para el cierre de 2025, prevemos que la inflación se ubique en 2.50% (vs. 2.75% previo), igual que en el resto del periodo de proyección.
- **Modificamos nuestra expectativa para la tasa de política monetaria de la Fed**. El pronóstico de 2024 anticipa que la tasa se ubicará en el rango medio de 4.63%, desde el 5.13% previo. Para 2025, proyectamos que la tasa de referencia se sitúe en el rango medio de 3.88% (4.38% previo) y para el resto del horizonte en 2.88%.

¹ Definimos el movimiento real comparando el cambio nominal vs. la diferencia entre la inflación de México y Estados Unidos.



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	23,989	24,252	24,797	25,355	25,926	26,509	27,107	27,716	28,340
	Escenario Previo	24,131	24,564	25,118	25,684	26,262	26,852	27,457	28,076	28,708
Producto Interno Bruto (PIB) Nominal**	Nuevo Escenario	33,763	35,647	37,853	40,201	42,693	45,303	48,063	50,983	54,093
	Escenario Previo	33,791	35,833	38,017	40,365	42,857	45,468	48,238	51,171	54,296
Crecimiento Real del PIB	Nuevo Escenario	1.40%	1.10%	2.25%	2.25%	2.25%	2.25%	2.25%	2.25%	2.25%
	Escenario Previo	2.00%	1.80%	2.25%	2.25%	2.25%	2.25%	2.25%	2.25%	2.25%
Inflación en México al Cierre	Nuevo Escenario	4.60%	3.75%	3.70%	3.70%	3.70%	3.70%	3.70%	3.70%	3.70%
	Escenario Previo	4.15%	3.80%	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	10.50%	8.75%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%
Tasa de Referencia Real al Cierre (ex-post)	Nuevo Escenario	5.40%	4.58%	3.18%	3.18%	3.19%	3.18%	3.18%	3.18%	3.18%
	Escenario Previo	6.10%	4.77%	3.18%	3.18%	3.18%	3.18%	3.19%	3.18%	3.19%
Tasa de Referencia Real al Cierre (ex-ante)	Nuevo Escenario	6.27%	4.62%	3.18%	3.19%	3.18%	3.18%	3.18%	3.18%	3.18%
	Escenario Previo	6.45%	4.87%	3.18%	3.18%	3.18%	3.18%	3.18%	3.18%	3.18%
Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio (TIIE) a 28 Días al Cierre	Nuevo Escenario	10.45%	8.70%	7.20%	7.20%	7.20%	7.20%	7.20%	7.20%	7.20%
	Escenario Previo	10.75%	9.00%	7.25%	7.25%	7.25%	7.25%	7.25%	7.25%	7.25%
Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio (TIIE) a 91 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	10.73%	8.98%	7.23%	7.23%	7.23%	7.23%	7.23%	7.23%	7.23%
Tipo de Cambio Nominal al Cierre	Nuevo Escenario	19.90	20.70	21.40	21.91	22.41	22.93	23.45	23.99	24.54
	Escenario Previo	18.40	19.10	19.69	20.20	20.59	20.99	21.54	21.99	22.44
Índice de la Revaluación Real del Peso al Cierre (Base=1999)	Nuevo Escenario	79.34	77.20	75.56	74.67	73.85	73.03	72.23	71.44	70.65
	Escenario Previo	84.98	82.67	80.94	79.60	78.78	77.97	76.68	75.76	74.93
Movimiento real vs. USD	Nuevo Escenario	-13.30%	-2.70%	-2.12%	-1.18%	-1.10%	-1.10%	-1.10%	-1.10%	-1.10%
	Escenario Previo	-7.13%	-2.72%	-2.10%	-1.65%	-1.03%	-1.03%	-1.65%	-1.20%	-1.10%
Peso por UDI al cierre del año	Nuevo Escenario	8.36	8.68	9.00	9.33	9.67	10.03	10.40	10.79	11.19
	Escenario Previo	8.34	8.66	8.98	9.31	9.66	10.02	10.39	10.77	11.17
Crecimiento Real del PIB de EUA	Nuevo Escenario	2.50%	1.80%	1.80%	1.80%	1.80%	1.80%	1.80%	1.80%	1.80%
	Escenario Previo	2.30%	1.80%	1.80%	1.80%	1.80%	1.80%	1.80%	1.80%	1.80%
Inflación EUA (CPI)	Nuevo Escenario	2.60%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%
	Escenario Previo	3.15%	2.75%	2.78%	2.78%	2.78%	2.77%	2.78%	2.78%	2.77%
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	5.13%	4.38%	2.88%	2.88%	2.88%	2.88%	2.88%	2.88%	2.88%
Tasa de Referencia Real al Cierre (ex-post)	Nuevo Escenario	1.98%	1.35%	0.37%	0.37%	0.37%	0.37%	0.38%	0.37%	0.37%
	Escenario Previo	1.92%	1.59%	0.10%	0.10%	0.10%	0.11%	0.10%	0.10%	0.11%
Tasa de Referencia Real al Cierre (ex-ante)	Nuevo Escenario	2.08%	1.35%	0.37%	0.37%	0.37%	0.38%	0.57%	0.57%	2.88%
	Escenario Previo	2.32%	1.56%	0.10%	0.10%	0.11%	0.10%	0.57%	0.57%	2.88%
Tasa de Referencia Real al Cierre	Nuevo Escenario	1.98%	1.35%	0.37%	0.37%	0.37%	0.37%	0.38%	0.37%	0.37%
	Escenario Previo	1.92%	1.59%	0.10%	0.10%	0.10%	0.11%	0.10%	0.10%	0.11%
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	5.00-5.25%	4.25-4.50%	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	4.58%	3.83%	2.83%	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	1.10	1.10	1.10	1.10	1.11
	Escenario Previo	1.10	1.11	1.11	1.11	1.12	1.12	1.12	1.13	1.14
Pesos por Euro	Nuevo Escenario	21.84	22.77	23.52	24.12	24.65	25.29	25.81	26.48	27.25
	Escenario Previo	20.26	21.14	21.83	22.50	22.97	23.55	24.17	24.82	25.54
Precio Mezcla Mexicana Exportación (dcb) ¹	Escenario	73.0	69.8	64.8	61.6	59.8	58.6	58.2	58.4	57.6
Volumen de producción de crudo total ² (mbd)	Escenario	1,530	1,572	1,611	1,651	1,693	1,730	1,765	1,800	1,836
Precio Gas Henry Hub ¹	Escenario	2.0	3.0	3.4	3.5	3.6	3.7	3.8	3.9	4.0

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.

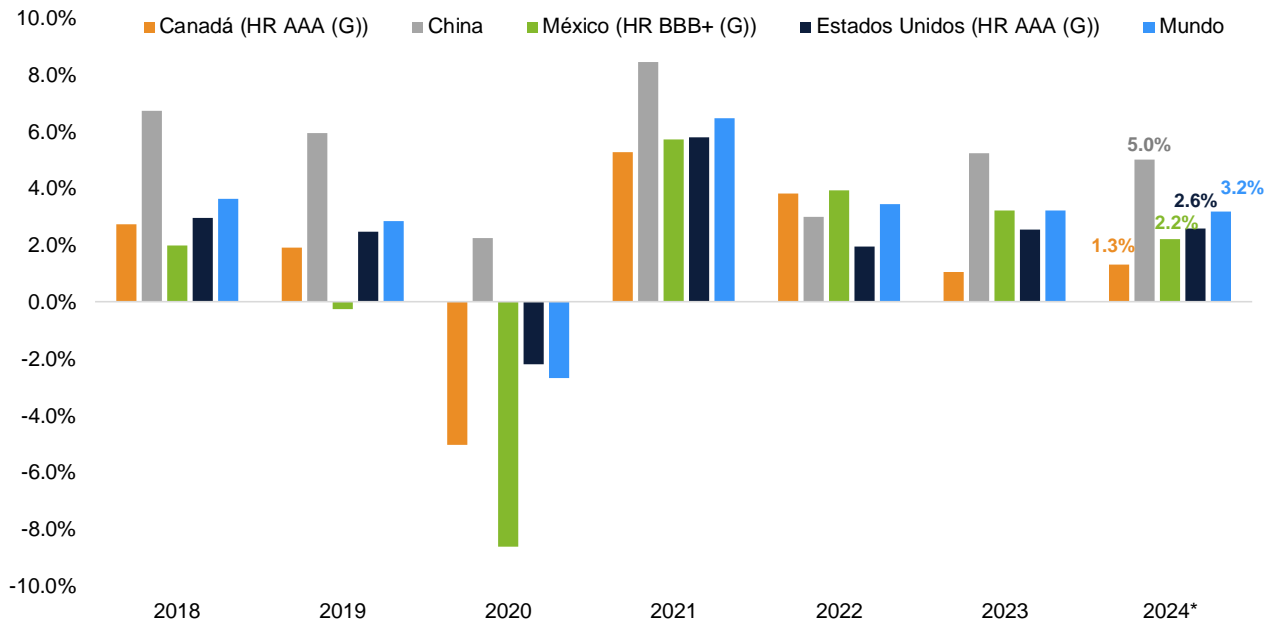


Panorama económico internacional

Durante el segundo trimestre de 2024 (2T24), la economía a nivel mundial continuó avanzando, aunque con diferencias notables entre las economías emergentes y avanzadas, siendo estas últimas las que mostraron un mayor crecimiento. De acuerdo con la más reciente actualización de perspectivas económicas de julio², el Fondo Monetario Internacional (FMI) anticipó que el crecimiento de 2024 será de 3.2%, sin cambios respecto a la estimación de abril. Para 2025, la expectativa subió marginalmente a 3.3% desde el 3.2% previo.

Para Estados Unidos, la economía más grande del mundo y el principal socio comercial de México, el FMI revisó moderadamente su expectativa de crecimiento a 2.6%. En HR Ratings modificamos nuestra expectativa de crecimiento al alza y ahora anticipamos que la economía de EUA en 2024 se expandirá a un ritmo de 2.50% desde el 2.30% previo. Lo anterior se debió a los mejores resultados en los datos del primer semestre respecto a lo anticipado, especialmente impulsados por el gasto de los consumidores y la inversión privada. Para 2025 dejamos sin cambios nuestra expectativa de un avance de 1.80%, igual que para el resto del horizonte. En nuestra visión, estos dos elementos: el gasto de los consumidores y la mayor inversión privada, continuarán dando impulso a la economía en la segunda mitad del año, especialmente ahora que se espera que la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) comience con el ciclo de relajación monetaria.

Figura 2. Crecimiento económico (variación real anual)



Fuente: HR Ratings con información del FMI.

*Proyectado por el FMI.

En la Figura 2 presentamos los crecimientos anuales de varios países y las calificaciones soberanas asignadas por parte de HR Ratings. Los crecimientos son los del FMI, incluyendo sus estimaciones para 2024 en su reporte del 16 de julio de este año.

² La última actualización de perspectivas de la economía mundial del FMI corresponde a la [publicación](#) de julio 2024.

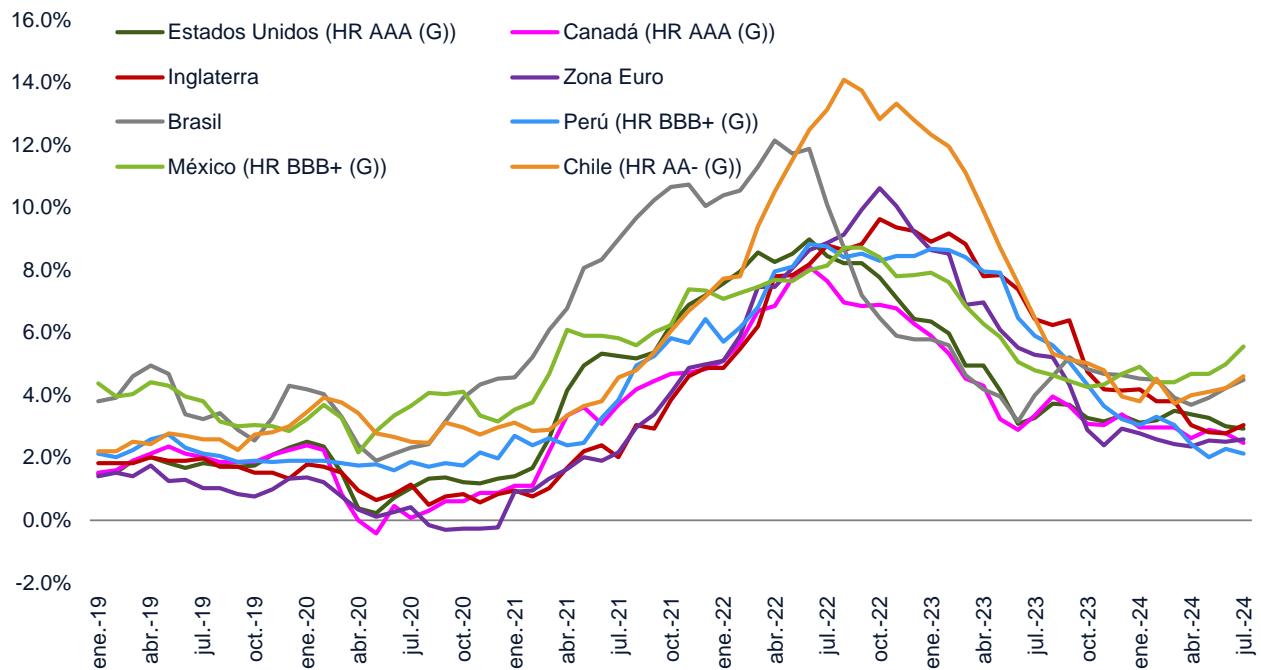


Igual que en el caso del crecimiento, la inflación global mostró un comportamiento heterogéneo entre economías en desarrollo y avanzadas, sin embargo, en ambos casos el descenso de la inflación ha sido menos acelerado que en meses anteriores debido a que la inflación de servicios ha resultado más persistente y los precios de diversas materias primas se incrementaron en el segundo trimestre del año. Como puede observarse en la Figura 3, en la mayoría de las economías en desarrollo de esta muestra, la inflación mostró un repunte y se ubicó por encima de las metas inflacionarias de sus respectivos bancos centrales, con excepción de Perú. Este rebote fue, en su mayoría, consecuencia de mayores presiones en los precios de los energéticos y de los alimentos, mientras que en las economías avanzadas la inflación continuó progresando hacia su meta, aunque algunas economías también se vieron afectadas por el repunte de los precios de los energéticos.

En este contexto, si bien el progreso desinflacionario de 2024 ha sido notable desde los máximos alcanzados en 2022, este proceso aún se ve afectado por retos y riesgos como lo demuestran los casos de Brasil, México y Chile, como consecuencia de la diversidad de choques al que se enfrentan. De acuerdo con el FMI, el enfriamiento gradual de los mercados laborales, junto con el descenso esperado en los componentes de la inflación no subyacente deberían permitir que la inflación general se aproxime a la meta inflacionaria de sus respectivos bancos centrales y se estabilice en ese nivel a finales de 2025.

En Estados Unidos, anticipamos que la inflación medida en términos del CPI cierre 2024 en 2.60% (vs. +3.15% de la estimación previa), manteniéndose dentro rango objetivo de la Reserva Federal (Fed) de 2.0% (+/- 1.0%). Lo anterior fue resultado de un descenso más acelerado de la inflación en el segundo trimestre de 2024 y a inicios del tercero, pese al dinamismo de la actividad económica. Para el cierre de 2025 proyectamos que la inflación se ubique en 2.50% (vs. 2.75% previo), igual que en el resto del periodo de proyección.

Figura 3. Inflación general para economías desarrolladas y emergentes (variación anual)



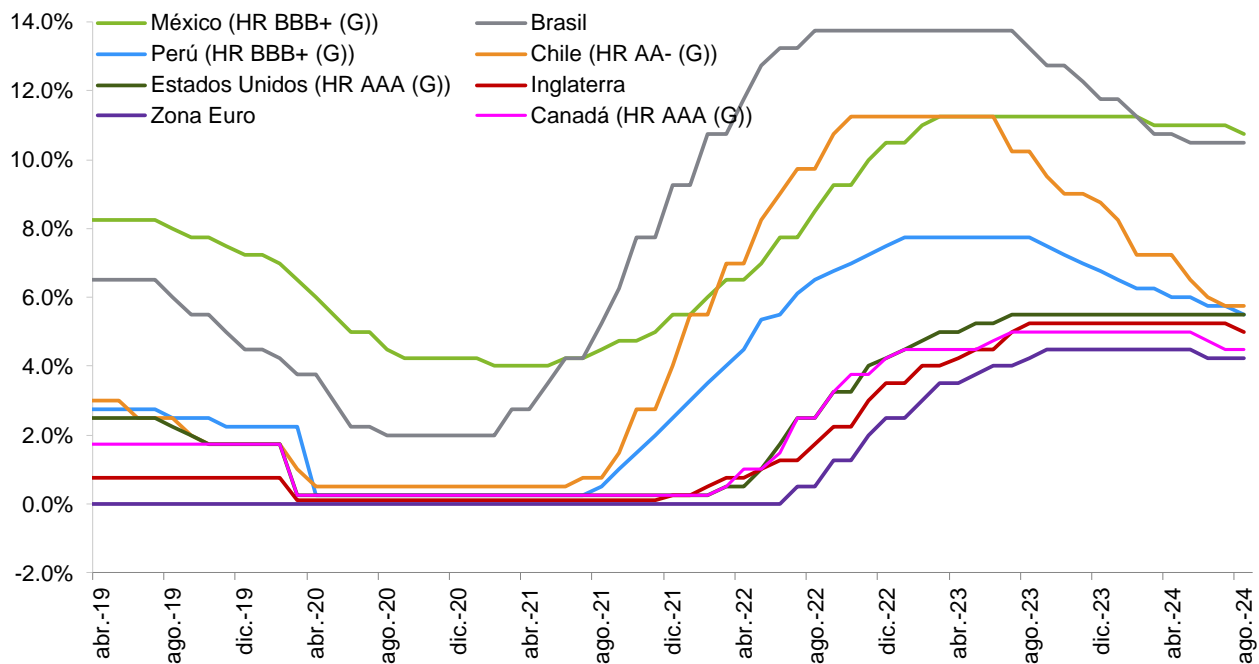
Fuente: HR Ratings con base en datos de la FRED, del INEGI, del INEI Perú, INE Chile, IBGE Brasil, Statcan, Banco Central de Inglaterra, Banco Central Europeo.



En cuanto a las posturas monetarias de los bancos centrales, durante el 2T24 la mayoría de los países en desarrollo continuó con el proceso de relajación de la política monetaria que comenzó entre mediados de 2023 y principios del 2024. Del lado de las economías avanzadas tomadas en consideración en este análisis, el Banco Central de Canadá y el Banco Central Europeo fueron los primeros en realizar ajustes a la baja en junio de este año. Posteriormente, en agosto, el Banco Central de Inglaterra realizó su primer recorte de 25pb. Hacia el futuro, consideramos que los próximos recortes en las tasas se llevarán a cabo considerando las circunstancias y los objetivos de cada Banco Central.

En el caso de Estados Unidos, al momento de este reporte, la Fed ha mantenido sin cambios su tasa de interés de referencia en el rango de 5.25% y 5.50% desde julio de 2023. No obstante, HR Ratings anticipa que el primer recorte ocurra en la decisión de septiembre en una magnitud de 25pbs y que en las decisiones de noviembre y diciembre, los resultados de inflación y cierta debilidad en el mercado laboral resultaría en otro recorte de 25pbs, para terminar el año en un rango de 4.50% - 4.75%. Para 2025, estimamos que el rango al cierre del año se ubicará en 3.75% - 4.00%. En el horizonte de largo plazo mantenemos la estimación de la tasa en un rango de 2.75% a 3.00%.

Figura 4. Tasas de referencia nominales en países desarrollados y emergentes



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

Panorama económico para México

En el primer semestre del año, la actividad económica continuó avanzando de manera heterogénea, aunque a un ritmo menor al esperado. En términos de los Últimos Doce Meses (UDM), el crecimiento del PIB pasó de 4.0% en junio 2023 a 2.1% a junio 2024, y como se puede observar en las Figuras 5 y 6, la desaceleración de la actividad económica ha sido resultado de la atonía que han mostrado tanto el sector industrial como el de servicios desde el tercer trimestre de 2023, esto, a pesar del



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

incremento en el déficit fiscal. Tomando en consideración los datos más recientes, HR Ratings revisó a la baja su expectativa de crecimiento para 2024 a 1.40% desde el 2.0% previo.

Figura 5. Crecimiento real UDM del sector industrial y principales componentes

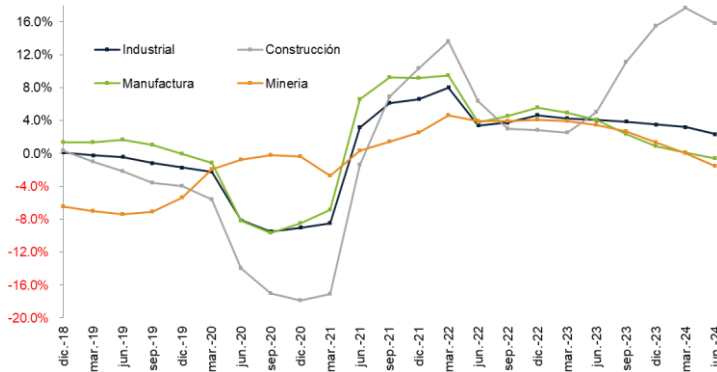
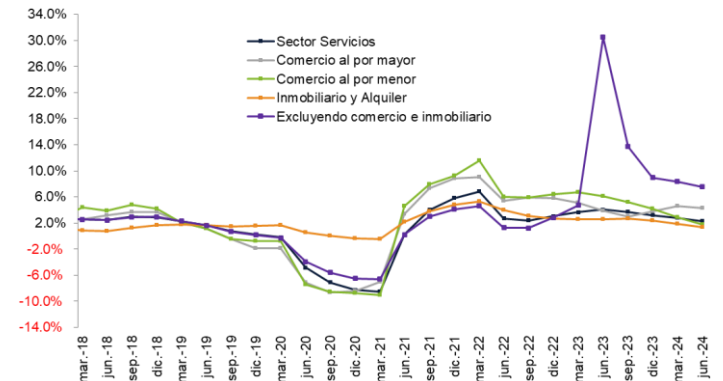


Figura 6. Crecimiento real UDM del sector de servicios



De acuerdo con los datos publicados por el INEGI, durante el segundo trimestre del año (2T24), el Producto Interno Bruto (PIB) registró un avance de 0.16% trimestral no anualizado (t/t), lo que implicó una revisión a la baja desde el crecimiento de 0.20% t/t presentado en la Estimación Oportuna (EO). En el mismo sentido, el crecimiento del primer trimestre se revisó a la baja, al ubicarse en 0.11% t/t vs. 0.28% t/t reportado, aludiendo a un mayor deterioro de la actividad secundaria y terciaria respecto a lo previsto.

El crecimiento de 0.16% t/t del segundo trimestre del año fue resultado de dos factores. El primero estuvo relacionado con el repunte observado dentro del sector secundario, que creció 0.26% t/t tras dos trimestres consecutivos de contracciones; mientras que el segundo factor se relaciona con la desaceleración del sector terciario, que en 2T24 creció a un ritmo de 0.14% t/t respecto al avance de 0.5% t/t en el 1T24, lo que destaca por ser el menor crecimiento desde la caída observada en el 3T21 (-1.25% t/t). Este comportamiento se puede explicar por la reducción en los niveles de consumo, como resultado de una menor demanda de bienes duraderos y no duraderos, así como algunos servicios, a pesar del aumento en las transferencias sociales otorgadas por el Gobierno Federal durante el periodo.

Al interior del sector secundario (industrial), las manufacturas continuaron mostrando debilidad en la mayor parte de los subsectores que lo conforman, afectado principalmente por la reducción en la manufactura de componentes electrónicos, maquinaria y equipo, electrodomésticos y equipo aeroespacial, mientras que la manufactura de transporte registró una dinámica positiva como resultado de la mayor demanda proveniente del exterior, especialmente de los principales socios comerciales como Estados Unidos y Canadá, lo que no ha sido suficiente para revertir la caída de los subsectores mencionados. Por parte de la construcción, este sector también repuntó en el 2T24, al crecer en 1.9% t/t, apoyado por los importantes avances en los meses de abril y mayo, resultado de las obras de edificación en los meses mencionados, lo que relacionamos directamente con la inversión privada en construcción residencial y obras para la ampliación de fábricas y parques industriales. En contraste, las obras de ingeniería civil presentaron una dinámica negativa durante el 2T24, lo que implicó que el gasto en inversión física presupuestaria por parte del Gobierno se desaceleró como producto de la finalización de la mayor parte de los proyectos prioritarios.

Del lado del sector servicios, el comercio al por mayor y al por menor mostraron contracciones trimestrales en el 2T24, así como los servicios de alojamiento temporal, preparación de alimentos y bebidas. Es importante mencionar que los niveles de consumo en el sector servicios observados en los últimos dos años fueron respaldados por los importantes niveles en la creación de empleo formal, que en 2022 acumuló 752.7 mil puestos, mientras que en 2023 esta creación fue de 651.5 mil puestos. A su vez, esto permitió un mayor acceso en los niveles de financiamiento bancario durante este periodo, a pesar de los altos niveles en la tasa de interés de referencia y las del mercado, especialmente el orientado a las tarjetas de crédito, nómina y personales que al cierre de 2023 registraron aumentos de 10.3%, 5.4% y 9.4% real anual respectivamente. No obstante, en 2024 se ha observado una disminución en los niveles de financiamiento para estos sectores, especialmente en el crédito de nómina y tarjetas de crédito, lo que en parte se encuentra relacionado con la desaceleración en la creación de puestos formales que al mes de julio acumula 307.4 mil vs. los 512.2 mil puestos creados en el mismo periodo del año anterior.

Por su parte, el sector primario cayó 0.24% t/t en el 2T24, acumulando cuatro trimestres de resultados negativos, lo que se hace evidente con la caída en los niveles de producción de ciertos granos, frutas y verduras, así como con la salida de puestos formales de trabajo dentro de este sector, teniendo como consecuencia importantes afectaciones en los niveles inflacionarios al interior de los productos agropecuarios.

Como mencionamos al inicio de esta sección, en términos de los UDM, el crecimiento del PIB sufrió un importante deterioro, perjudicando las estimaciones de crecimiento para 2024 incluidas en la actualización previa por parte de HR Ratings, particularmente por la desaceleración de los sectores secundario y terciario, que al cierre del 2T24 registran un crecimiento trimestral anual (a/a) de 0.39% y 1.54% respectivamente, comparado con el 1.64% y 2.31% del 1T24, como puede observarse en la Figura 7.

Figura 7. Crecimiento de los principales componentes del PIB (variación real anual)

Cifras desestacionalizadas	Mar-23	Jun-23	Sep-23	Dec-23	Mar-24	Jun-24
Crecimiento trimestral	0.64%	0.98%	0.75%	-0.06%	0.11%	0.16%
Sector Primario	-3.17%	0.08%	-0.19%	-1.66%	-0.42%	-0.24%
Sector Secundario	0.88%	1.51%	0.96%	-0.36%	-0.46%	0.26%
Sector Terciario	0.60%	0.90%	0.73%	0.19%	0.48%	0.14%
Crecimiento trimestral anual	3.59%	3.55%	3.36%	2.33%	1.78%	0.95%
Sector Primario	0.55%	-0.20%	-0.20%	-4.88%	-2.18%	-2.48%
Sector Secundario	2.82%	3.81%	4.38%	3.01%	1.64%	0.39%
Sector Terciario	3.91%	3.55%	2.99%	2.44%	2.31%	1.54%
Crecimiento UDM*	3.89%	4.05%	3.73%	3.20%	2.75%	2.10%

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 3.4%, 33.7% y 62.9% del PIB.

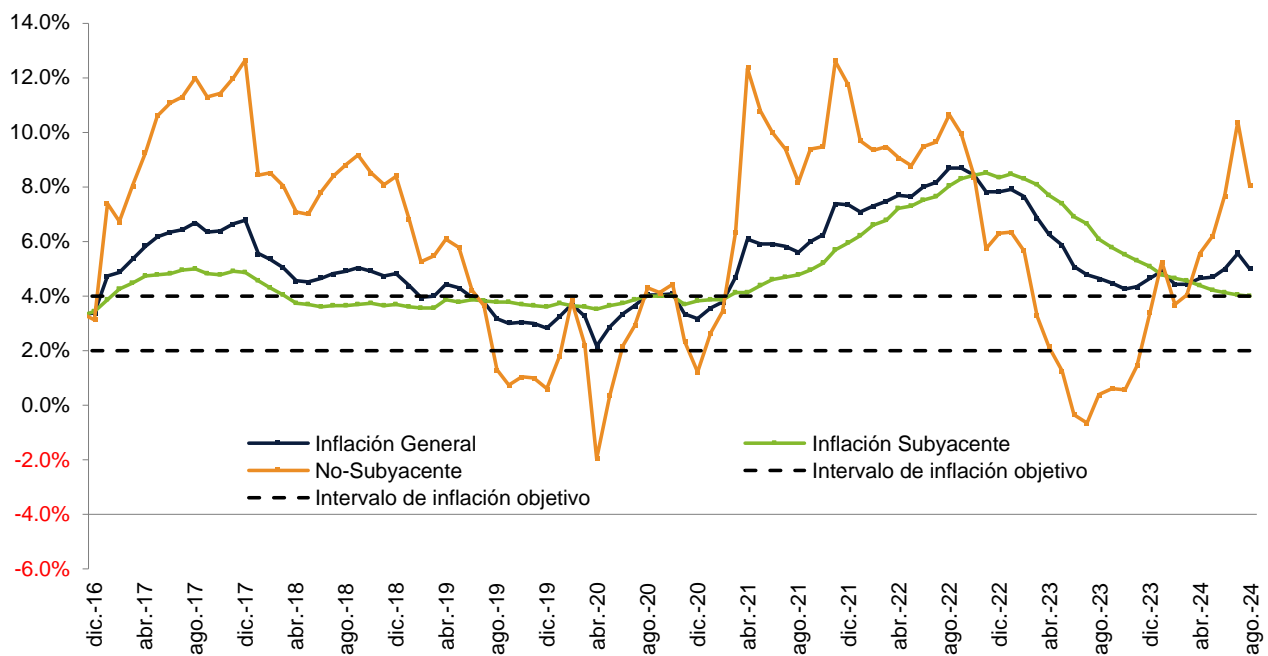
Del lado de la inflación, esta mostró mayores presiones entre marzo y julio, pero en agosto revirtió parte de esta tendencia y se ubicó en 4.99% luego de alcanzar un nivel de 5.57% en su variación anual de julio. No obstante, la inflación general anual aún se ubica por arriba del cierre de 2023 (4.66% a/a). En parte, esto se explica por el fuerte incremento en la inflación no subyacente, como puede verse en la Figura 8, mientras que la inflación subyacente registra diecinueve meses consecutivos de desaceleración, alcanzando un nivel de 3.99% en su medición anual al mes de agosto, por la resistencia a la baja en algunos de los componentes que ha sido mayor a la esperada.



Entre los principales subcomponentes de la inflación subyacente, destaca que las mercancías se ubican con una inflación anual de 3.0% a agosto por las menores presiones dentro de las mercancías distintas a los alimentos y bebidas, las cuales a su vez han estado impactadas por la reducción en la demanda de ciertos bienes, por menores presiones internacionales y por la apreciación del tipo de cambio que se observó hasta mayo de este año. En este sentido, es importante mencionar que la depreciación en el tipo de cambio que se ha observado desde junio a la fecha aún no ha mostrado un efecto de traspaso a las mercancías, pero esto no significa que si la depreciación continúa no pueda darse este traspaso de precios más adelante. En contraste, la demanda de servicios, a pesar de que ha mostrado una desaceleración, aún presenta dificultades para reducirse especialmente en esparcimiento, alojamiento y preparación de alimentos, inmobiliarios, entre otros.

Por el lado del componente no subyacente, como lo hemos explicado, este se ha visto presionado por el fuerte incremento dentro del sector agropecuario, particularmente en el precio de frutas y verduras que se incrementó de forma importante en los últimos meses, derivado de problemas en la producción de ciertos productos y escasez en la mano obra. En este sentido, el subcomponente de frutas y verduras registró una inflación anual de 12.6% al cierre de agosto, mientras que los precios de la energía y tarifas autorizadas también muestran presiones y en el mismo mes se ubicaron en 6.58% anual.

Figura 8. Inflación anual general, subyacente y no subyacente



Fuente: Proyecciones de HR Ratings con información del INEGI.

Al mes de agosto, la tasa de interés de referencia se redujo en cincuenta puntos base para ubicarse en 10.75% desde el nivel de 11.25% de principios de año. El primer recorte fue en marzo por 25 puntos base, mientras que el segundo se dio en la reunión de agosto, a pesar del repunte de la inflación que se dio entre marzo y julio. Las minutas de política monetaria de la última decisión dejaron entrever que los miembros coincidieron en que los repuntes en la inflación no subyacente fueron los principales causantes de la tendencia alcista de la inflación general y, adicionalmente, la mayoría argumentó que se están observando ajustes de precios relativos y no aumentos generalizados. En este sentido, los tres miembros que por mayoría optaron por reducir la tasa de interés se enfocaron en la reducción de la inflación subyacente, que al momento acumula diecinueve meses consecutivos, y dejaron abierta la puerta para futuros recortes. Finalmente, los pronósticos de inflación del Instituto Central se revisaron al alza para la inflación general



y ahora anticipan que para el último trimestre del año la inflación promediará 4.4%, frente al 4.0% previo. Mientras tanto, los pronósticos de la inflación subyacente se mantuvieron sin cambios en 3.9%.

Escenario Base

HR Ratings revisó su estimación de crecimiento para 2024 a 1.4% real anual desde el 2.0% proyectado en la revisión anterior. Lo anterior obedeció a las revisiones a la baja del crecimiento trimestral del primer y segundo trimestre del año por parte del INEGI, lo que implicó que la actividad económica creció a un ritmo más lento respecto a lo esperado por HR Ratings. En esta revisión, destacó la desaceleración del sector de la construcción en las obras de ingeniería civil, lo que fue afectado por la menor ejecución de recursos por parte del Gobierno, así como la trayectoria negativa del sector manufacturero distinto al automotriz que se vio afectado por una menor demanda en términos del comercio exterior, mientras que el sector terciario se desaceleró de manera importante en el 2T24, como consecuencia de la reducción en el consumo, alineado con las mayores presiones inflacionarias y una pérdida en la dinámica de creación de empleo formal en el año. La reducción en los niveles de consumo sorprendió, ya que durante febrero se realizó el adelanto en el pago de programas sociales, resultado del proceso electoral, por lo que la revisión anterior incluía un mayor dinamismo para el sector terciario tanto en el consumo de bienes como de servicios.

Adicionalmente, nuestra revisión incorpora la volatilidad observada en el entorno global, lo que implicaría mayores tensiones comerciales con Estados Unidos en los próximos meses, el principal socio comercial del país, lo que se traduce en una menor demanda de bienes provocado por barreras en el comercio de empresas asiáticas establecidas en México, específicamente dentro del sector manufacturero. Otro componente importante es la debilidad que ha mostrado el mercado formal en la creación de empleo respecto a los dos años anteriores, lo que, de acuerdo con nuestras estimaciones, en 2024 se podrían generar entre 250 mil a 300 mil empleos afiliados al IMSS, ubicándose como el menor registro desde 2009, excluyendo el periodo de pandemia en el año 2020. Además, hemos observado un moderado incremento en la tasa de desempleo reportada por el INEGI, alcanzando el 2.9% desde el 2.6% al cierre de 2023, mientras que la Población Económicamente Activa (PEA) se mantiene en 61.4 millones. Otro dato de debilidad dentro del consumo ha sido el menor crédito otorgado en las tarjetas, nómina y personales, los cuales han mostrado un deterioro respecto al cierre de 2023.

Para el segundo semestre de 2024 anticipamos que la actividad económica podría continuar mostrando moderados avances, resultado de un aumento en el consumo de bienes y servicios inherente a la temporada vacacional, el regreso a clases, y las festividades de fin de año. Asimismo, un factor clave para alcanzar el crecimiento propuesto de la actividad económica será el continuo desarrollo de la inversión privada dentro del país, lo que representa 7.8 veces los niveles de inversión pública.

En línea con lo anterior, revisamos nuestra estimación de crecimiento para 2025 a 1.1% desde el 1.8% reportado en los escenarios del 2T24, lo que incluye una importante reducción en el consumo de servicios, en línea con lo que hemos observado en meses recientes, una menor dinámica en el sector de la construcción por factores asociados a la incertidumbre de las políticas públicas, especialmente para el sector privado, así como menores desarrollos en los proyectos de obras públicas como parte de la consolidación fiscal propuesta por la Secretaría de Hacienda. Para el largo plazo nuestras expectativas mantienen el crecimiento de 2.25%. Sin embargo, consideramos que el panorama de crecimiento de largo plazo está sujeto a mayores riesgos a la baja como consecuencia del menor crecimiento de 2024 y 2025, a pesar de los fuertes déficits fiscales. Un factor importante que podría cambiar nuestro panorama de crecimiento en los próximos meses sería la entrega del paquete



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

económico y del Plan Nacional de Desarrollo, y los principales supuestos que estos incluyan en términos de la trayectoria futura de las cuentas fiscales y los posibles proyectos de inversión en el mediano y largo plazo.

El escenario base presentado está sujeto tanto a riesgos al alza como a la baja. Al alza: i) recuperación en los niveles de consumo de bienes y servicios; ii) fortaleza en la inversión privada ante un panorama volátil a nivel global que mitigaría la menor inversión esperada del sector público y iii) vigor en la demanda del exterior de los principales socios comerciales. A la baja: i) persistentes niveles de inflación, afectada por el componente de servicios y los productos agropecuarios, y, por lo tanto, ii) que la tasa de interés se mantenga en niveles superiores al escenario base y, finalmente, iii) una mayor depreciación del tipo de cambio peso-dólar.

Del lado de la inflación, HR Ratings modificó al alza su expectativa de cierre para 2024 a un nivel de 4.60% anual, por encima del 4.15% en la revisión anterior. Esta actualización considera las mayores presiones tanto en el componente subyacente como en el no subyacente, especialmente derivado de la mayor resistencia a la baja en los precios de los servicios, y por el importante crecimiento observado en los precios de los productos agropecuarios. Otro de los factores que consideramos podrían incidir en la resistencia de la inflación a la baja serían incrementos adicionales de doble dígito en el salario mínimo y los incrementos en las transferencias sociales realizadas por parte del Gobierno Federal, lo cual terminaría por estimular la demanda y dificultaría el control de precios. Finalmente, la inflación general también podría verse afectada por el potencial riesgo de que las mercancías repunten como consecuencia de la reciente depreciación cambiaria. Es por ello por lo que nuestras estimaciones se mantienen dentro del rango superior de la meta establecida por parte del Banco de México, tanto en el mediano como en el largo plazo. Para el cierre de 2025 estimamos 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%.

Respecto a la trayectoria de la política monetaria, nuestros escenarios incorporan 25pbs menos respecto a los escenarios previos, lo que fue resultado del inesperado recorte de tasa de interés en la decisión de agosto. En este sentido, esperamos que en las últimas tres decisiones se realicen dos recortes de tasa de interés en el orden de 25pb cada uno, por lo que la tasa de interés finalizaría en 10.25% al cierre de 2024, 100pb por debajo del nivel de 11.25% con el que comenzó el año. Para 2025 consideramos que la tasa de política monetaria se ubique en 8.50% (vs. 8.75% previo), mientras que de 2026 en adelante promediaría un nivel de 7.0%, en línea con nuestra revisión anterior. Bajo estos supuestos, la tasa real *ex ante* permanecería por encima del promedio histórico de 2003 a 2023 (de 1.7%), el cual estimamos se encuentre alrededor de 6.3% en 2024 para posteriormente reducirse a 4.6% en 2025 y 3.2% en el mediano y largo plazo.

Respecto a la estimación del tipo de cambio, HR Ratings realiza una actualización de su perspectiva para el cierre de 2024, para ubicarlo en P\$19.90/USD. En nuestra visión, existen varios elementos que han generado y continuarán generando un entorno de incertidumbre tanto a nivel local como global. En el mercado doméstico, la depreciación observada hasta el momento, en parte, se ha atribuido al resultado electoral, a las reformas constitucionales y a la incertidumbre relacionada con la dirección que tomará la política pública y fiscal en México en los siguientes años. En las últimas semanas esa incertidumbre se ha intensificado con las propuestas de reformas constitucionales que cambiarían la manera de determinar la composición del poder judicial, la existencia de órganos autónomos (con la importante excepción del Banco de México) y la operación de la CFE y Pemex, asignándole mayor importancia en sus respectivos ramos dentro de la actividad económica.



En el entorno internacional, consideramos que las elecciones en Estados Unidos y la postura monetaria que tomen los bancos centrales de países desarrollados, especialmente en Estados Unidos y Japón, podría generar volatilidad en los meses siguientes. Para 2025, esperamos que el tipo de cambio se ubique en P\$20.70/USD desde el P\$19.1/USD en la revisión anterior, mientras que para el resto del horizonte consideramos una depreciación real anual de 1.30% en promedio.

En lo que refiere al tipo de cambio, este también ha reaccionado a la incertidumbre sobre cómo los cambios constitucionales aprobados en las últimas semanas podrían impactar los diferentes sectores de la actividad económica, como por ejemplo la inversión extranjera directa, así como las relaciones de comercio exterior, especialmente derivado de los conflictos potenciales por incumplimiento del acuerdo de libre comercio (T-MEC) con Canadá y Estados Unidos. Estos conflictos, en un escenario más negativo, afectarían al sector manufacturero, el cual es el más susceptible derivado del importante nivel de comercio entre México y EUA. En este sentido, esto desaceleraría aún más el crecimiento económico y estresaría aún más la situación fiscal del sector público federal, que actualmente ya se encuentra comprometida como resultado de los fuertes déficits y las intenciones de ampliar el alcance de los programas sociales. La depreciación del tipo de cambio a los niveles actuales, en conjunto con el menor crecimiento económico, y suponiendo el déficit programado (RFSP) para 2024 por parte de la SHCP resultaría en un nivel de deuda Saldo Histórico/PIB mayor al nivel originalmente estimado.

Sin embargo, a pesar de este complicado escenario, los datos del Banco de México reflejan una situación positiva. En el primer semestre sus reservas internacionales aumentaron en casi US\$10 mil millones (mm) vs. un aumento de US\$7.1mm en el primer semestre de 2023. Al 30 de agosto, las reservas han aumentado en US\$12mm desde el cierre de 2023, alcanzando US\$224.8mm, el nivel más alto registrado.

Por estas razones hemos fijado como tipo de cambio, al cierre de 2024, en niveles recientemente alcanzados, considerando que niveles por arriba o por debajo de esas cotizaciones dependerían, en buena parte, del programa fiscal propuesto por la administración entrante, las elecciones presidenciales en los Estados Unidos y las implicaciones de estas para la postura de la administración presidencial estadounidense entrante, en un entorno de cambios constitucionales y la próxima revisión al tratado de libre comercio.

Escenarios económicos alternativos

HR Ratings considera que las proyecciones macroeconómicas expuestas en las secciones anteriores brindan una base prudente para las perspectivas económicas. Sin embargo, dichos pronósticos se podrían ver afectados por factores que cambiarían de acuerdo con el contexto. La economía mexicana se encuentra expuesta a una coyuntura internacional volátil, que en cierta manera refleja impactos sobre trayectoria de crecimiento mundial, la demanda del comercio exterior, la evolución de precios internacionales de referencia (*commodities*) y las tasas de interés de diferentes bancos centrales.

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



Escenario de Estanflación

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

- **El escenario de estanflación refleja el nivel más alto de inflación esperada para el cierre del año.** En este sentido, en 2024 se considera una inflación de 4.90% anual, lo que se ubica 30pb por encima del escenario base. Para 2025, la inflación ascendería a 4.40%, mientras que para todo el horizonte de proyección la inflación se mantendría en 4.30% en promedio, ubicándose por encima 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 consistentes presiones inflacionarias que evitarán a la Junta de Gobierno de Banco de México realizar recortes adicionales este año. Para 2025 se observaría un descenso a 9.25%. Esta trayectoria de relajación de la política monetaria se continuaría observando en el horizonte de proyección para situarse en promedio en 7.50%.
- **El crecimiento económico se ubicaría en 1.0% real anual en 2024.** Bajo este escenario, el crecimiento estaría afectado por una mayor debilidad en el sector industrial, especialmente por contracciones dentro del sector manufacturero y la fuerte desaceleración del sector de la construcción tanto pública como privada, y por menores niveles de consumo que podrían afectar de manera más pronunciada el dinamismo del segundo semestre. Para 2025, el crecimiento económico se situaría en 0.60%, por debajo del 1.10% proyectado en el escenario base. De 2026 hacia el periodo final de proyección se considera un crecimiento promedio real anual de 1.50%.
- **El tipo de cambio peso-dólar mostraría una depreciación real de 17.10% en 2024 para situarse al cierre del año en P\$20.87/USD.** En 2025, se continuaría observando depreciación del tipo de cambio peso-dólar hasta alcanzar los P\$21.78/USD, mientras que para el resto de horizonte de proyección la depreciación real se ubicaría en promedio en 1.33%.

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 lograrían 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.

- **Para el cierre de 2024, la inflación se situaría en un nivel de 4.20%, mientras que la tasa de política monetaria alcanzaría el 9.50%.** Los bajos niveles de inflación se mantendrían durante todo el horizonte de proyección, alcanzando 3.30% en 2025 y manteniéndose ese nivel en el largo plazo. Respecto a la tasa de interés, esta se ubicaría en 7.75% para 2025 y 6.25% para los siguientes periodos de proyección.
- **El crecimiento económico se ubicaría en 0.40%, lo que implica un fuerte deterioro respecto al escenario base de prácticamente 1 punto porcentual.** Para 2025, se continuaría observando un deterioro en la actividad económica ubicando el crecimiento en 0.10%, mientras que en el largo plazo promediaría un alza de 1.0% real anual.



• El tipo de cambio peso-dólar se ubicaría en 2024 en P\$19.29/USD, lo que implica una depreciación real de 10.91%. Para 2025, la depreciación sería de 2.21% real anual, situándose en P\$19.88/USD, mientras que en el largo plazo la depreciación real anual promediaria 1.03%.

Figura 9. 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	23,989	24,252	24,797	25,355	25,926	26,509	27,107	27,716	28,340
	E. de Estancflación	23,894	24,037	24,457	24,884	25,321	25,764	26,216	26,674	27,141
	E. Bajo C. & Baja I.	23,752	23,776	24,072	24,372	24,678	24,986	25,300	25,615	25,936
Producto Interno Bruto (PIB) Nominal**	Escenario Base	33,763	35,647	37,853	40,201	42,693	45,303	48,063	50,983	54,093
	E. de Estancflación	33,651	35,549	37,781	40,067	42,593	45,232	48,033	50,994	54,148
	E. Bajo C. & Baja I.	33,410	34,731	36,308	38,050	39,779	41,559	43,404	45,328	47,350
Crecimiento Real del PIB	Escenario Base	1.40%	1.10%	2.25%	2.25%	2.25%	2.25%	2.25%	2.25%	2.25%
	E. de Estancflación	1.00%	0.60%	1.75%	1.75%	1.75%	1.75%	1.75%	1.75%	1.75%
	E. Bajo C. & Baja I.	0.40%	0.10%	1.25%	1.25%	1.25%	1.25%	1.25%	1.25%	1.25%
Inflación Deflactor del PIB	Escenario Base	4.80%	4.43%	3.86%	3.87%	3.86%	3.78%	3.75%	3.74%	3.76%
	E. de Estancflación	4.86%	5.01%	4.46%	4.23%	4.47%	4.37%	4.36%	4.34%	4.36%
	E. Bajo C. & Baja I.	4.74%	3.85%	3.26%	3.51%	3.25%	3.18%	3.15%	3.15%	3.17%
Inflación en México al Cierre	Escenario Base	4.60%	3.75%	3.70%	3.70%	3.70%	3.70%	3.70%	3.70%	3.70%
	E. de Estancflación	4.90%	4.40%	4.30%	4.30%	4.30%	4.30%	4.30%	4.30%	4.29%
	E. Bajo C. & Baja I.	4.20%	3.30%	3.30%	3.30%	3.30%	3.30%	3.30%	3.30%	3.29%
Tasa de Referencia Real al Cierre	Escenario Base	5.40%	4.58%	3.18%	3.18%	3.19%	3.18%	3.18%	3.18%	3.18%
	E. de Estancflación	5.58%	4.64%	3.07%	3.31%	3.31%	3.30%	3.31%	3.31%	3.32%
	E. Bajo C. & Baja I.	5.09%	4.31%	2.85%	2.86%	2.85%	2.86%	2.85%	2.85%	2.86%
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 Estancflación	10.75%	9.25%	7.50%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%
	E. Bajo C. & Baja I.	9.50%	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	10.45%	8.70%	7.20%	7.20%	7.20%	7.20%	7.20%	7.20%	7.20%
	E. de Estancflación	10.95%	9.45%	7.70%	7.95%	7.95%	7.95%	7.95%	7.95%	7.95%
	E. Bajo C. & Baja I.	9.70%	7.95%	6.45%	6.45%	6.45%	6.45%	6.45%	6.45%	6.45%
Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio (TIIE) a 91 Días a Cierre	Escenario Base	10.50%	8.75%	7.25%	7.25%	7.25%	7.25%	7.25%	7.25%	7.25%
	E. de Estancflación	11.00%	9.50%	7.75%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%
	E. Bajo C. & Baja I.	9.75%	8.00%	6.50%	6.50%	6.50%	6.50%	6.50%	6.50%	6.50%
Tipo de Cambio Nominal al Cierre	Escenario Base	19.90	20.70	21.40	21.91	22.39	22.89	23.45	23.99	24.54
	E. de Estancflación	20.87	21.78	22.76	23.43	24.13	24.85	25.29	25.83	26.38
	E. Bajo C. & Baja I.	19.29	19.88	20.39	20.75	21.11	21.46	21.83	22.20	22.58
Índice de la Revaluación Real del Peso al Cierre (Base=1999)	Escenario Base	79.34	77.20	75.56	74.67	73.90	73.14	72.23	71.44	70.65
	E. de Estancflación	75.86	74.05	72.11	71.26	70.47	69.70	68.93	68.17	67.42
	E. Bajo C. & Baja I.	81.53	79.72	78.34	77.58	76.88	76.19	75.50	74.82	74.14
Revaluación Real del Peso al Cierre (Base=1999)	Escenario Base	-13.30%	-2.70%	-2.12%	-1.18%	-1.03%	-1.03%	-1.24%	-1.10%	-1.10%
	E. de Estancflación	-17.10%	-2.39%	-2.62%	-1.18%	-1.10%	-1.10%	-1.10%	-1.10%	-1.10%
	E. Bajo C. & Baja I.	-10.91%	-2.21%	-1.74%	-0.97%	-0.90%	-0.90%	-0.90%	-0.90%	-0.90%
Peso por UDI al cierre del año	Escenario Base	8.36	8.68	9.00	9.33	9.67	10.03	10.40	10.79	11.19
	E. de Estancflación	8.39	8.75	9.13	9.52	9.93	10.36	10.81	11.27	11.75
	E. Bajo C. & Baja I.	8.33	8.60	8.89	9.18	9.49	9.80	10.12	10.46	10.80
Pesos por Euro	Escenario Base	21.84	22.77	23.52	24.12	24.63	25.25	25.81	26.48	27.25
	E. de Estancflación	22.91	23.95	25.01	25.80	26.54	27.41	27.83	28.51	29.28
	E. Bajo C. & Baja I.	21.18	21.86	22.41	22.85	23.21	23.67	24.02	24.50	25.06
Precio de la Mezcla Mexicana de Petróleo	Escenario Base	73.00	69.79	64.79	61.57	59.82	58.60	58.23	58.42	57.58
Volumen de producción de crudo total (mdb)	Escenario Base	1,530	1,572	1,611	1,651	1,693	1,730	1,765	1,800	1,836
Crecimiento Real del PIB de EUA		2.50%	1.80%	1.80%	1.80%	1.80%	1.80%	1.80%	1.80%	1.80%
Inflación EUA (CPI)		2.60%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%
Tasa de Referencia Fed***		4.63%	3.88%	2.88%	2.88%	2.88%	2.88%	2.88%	2.88%	2.88%
Tasa de Referencia Intervalo SOFR 3M	Escenario base	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%
USD por Euro		1.10	1.10	1.10	1.10	1.10	1.10	1.10	1.10	1.11

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.

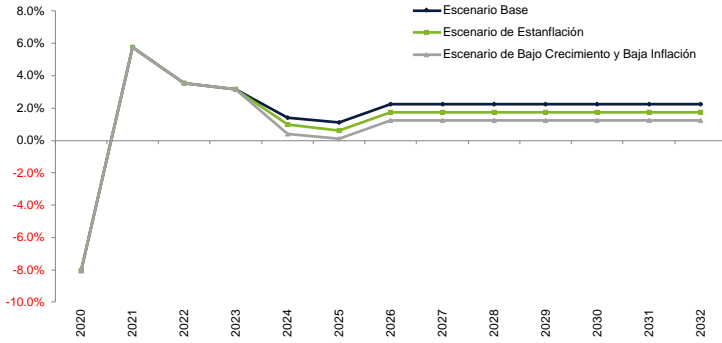
*PIB Real en miles de millones de pesos reales de 2018.

**PIB Nominal en miles de millones de pesos.

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

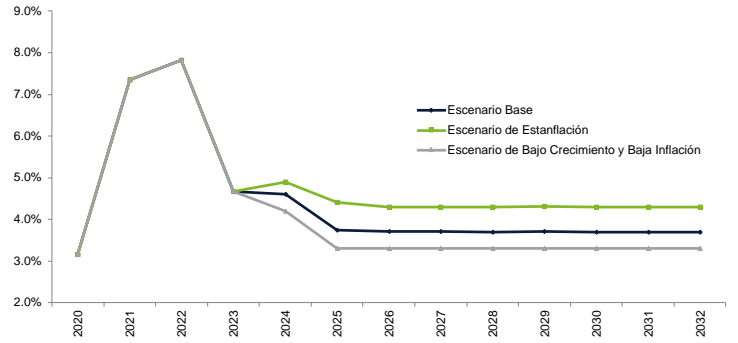


Figura A2.1 Crecimiento Real del PIB



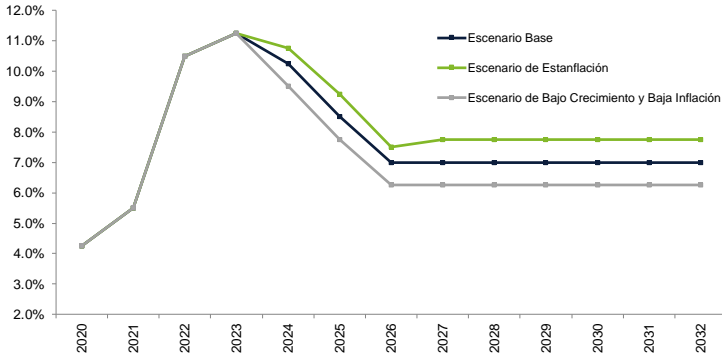
Fuente: Proyecciones de HR Ratings con información del INEGI, la SHCP y Banxico.

Figura A2.2 Inflación anual al cierre



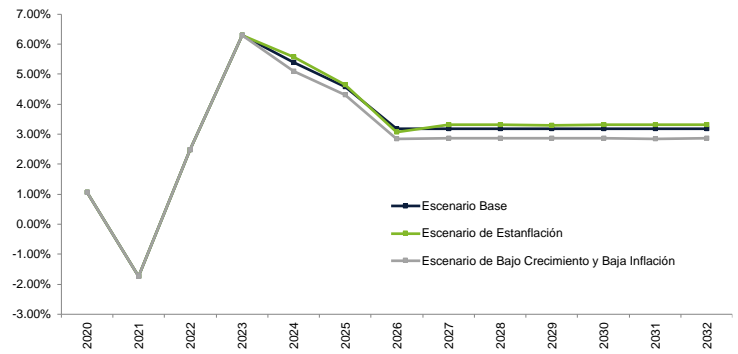
Fuente: Proyecciones de HR Ratings con información del INEGI, la SHCP y Banxico.

Figura A2.3 Tasa de Referencia Nominal



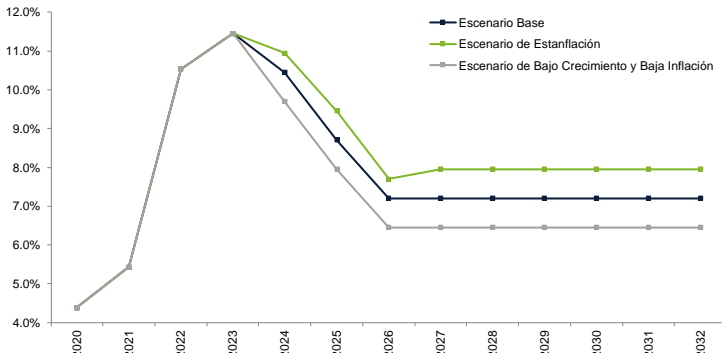
Fuente: Proyecciones de HR Ratings con información del INEGI, la SHCP y Banxico.

Figura A2.4 Tasa de Referencia Real



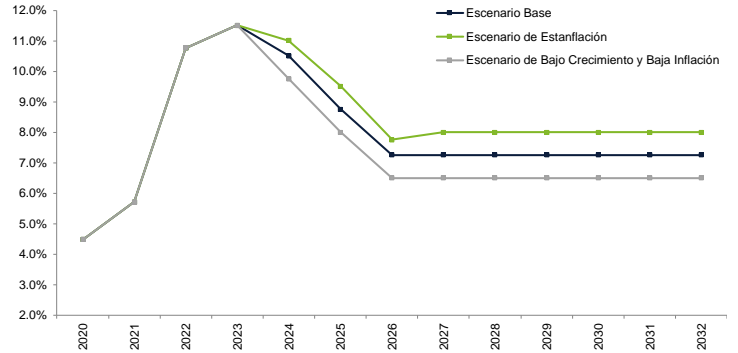
Fuente: Proyecciones de HR Ratings con información del INEGI, la SHCP y Banxico.

Figura A2.5 TIIIE a 28 días



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

Figura A2.6 TIIIE a 91 días



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



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

