



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 cuarto trimestre de 2025

Elementos clave de los escenarios:

- **HR Ratings revisa su estimación de crecimiento para la actividad económica de 2025 a 0.6% desde el 0.9% previo, con cifras ajustadas por estacionalidad (a.e).** Esta revisión es resultado de una contracción más profunda respecto a lo proyectado para el tercer trimestre (3T25), como consecuencia de un mayor deterioro del sector industrial y una desaceleración más acentuada de la demanda interna.
- **Para 2026, anticipamos que la actividad económica alcanzará un crecimiento de 1.50% a.e, por debajo del 1.70% estimado anteriormente.** Consideramos que los retos hacia el corto plazo continuarán, especialmente por los bajos niveles de inversión y moderados niveles de consumo. Esto genera un arrastre estadístico negativo que, aun con una recuperación gradual, limita la expansión anual esperada. De 2027 en adelante, proyectamos un crecimiento real anual promedio de 1.85%, lo que mantiene la perspectiva de crecimiento de los escenarios del 3T25.
- **Modificamos la estimación de inflación para el cierre de 2025 a 3.8% desde el 4.0% previo.** Con datos observados hasta la primera quincena (1Q) de noviembre, estimamos que la inflación general al cierre de 2025 podría enfrentar algunas presiones moderadas en las tres quincenas restantes del año concentradas en la inflación no subyacente, y particularmente en tarifas y algunos agropecuarios estacionales. Por su parte, estimamos que la inflación subyacente se mantendrá elevada, como consecuencia de la persistencia de las mercancías y servicios. En 2026, consideramos que la inflación se ubique en 3.70%, por debajo del 3.80% estimado en la revisión anterior. Para el resto del horizonte mantenemos nuestra estimación en 3.70%.
- **Prevemos que la tasa de interés de referencia se ubique en 7.00% al cierre de 2025 vs. el 7.25% previo.** Durante 2025, la Junta de Gobierno de Banxico ha mantenido un enfoque de relajamiento monetario, reduciendo la tasa en 275 pb. Para la última decisión de política monetaria, consideramos un recorte adicional de 25pb con lo que la tasa cerraría en un nivel de 7.0%. De 2026 en adelante, consideramos que la tasa se ubicará en 6.25% (vs. 6.75% previo), lo que supone una tasa real ex ante de 2.46%, la cual se encuentra dentro del intervalo de tasa neutral estimado por Banxico de 1.8% a 3.6%.
- **Modificamos nuestra estimación de tipo de cambio (TC) al cierre de 2025, ahora se prevé en P\$18.60/USD vs. P\$19.50/USD previo.** Durante el tercer trimestre, y lo que va del cuarto, el peso mexicano ha promediado P\$18.45/USD y se ha mantenido dentro de un rango acotado, particularmente beneficiado por la debilidad generalizada del dólar americano. Para el



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

cierre de 2026, proyectamos que el TC alcance los P\$19.50/USD, lo que en términos reales supone una depreciación del 3.65%. Para el resto del horizonte, estimamos una depreciación real promedio de 1.10% real anual¹, lo cual se mantiene respecto a los escenarios anteriores.

- **Para Estados Unidos (EUA), revisamos al alza nuestra estimación de crecimiento de 2025 a 2.0% desde el 1.80% previo.** La revisión al alza se debe a una mejor perspectiva de crecimiento para el tercer trimestre de 2025 en comparación con lo previsto anteriormente. Para el cuarto trimestre, se prevé que el consumo de los hogares seguirá impulsando la actividad económica, dado que el consumo se ha visto beneficiado por el efecto de las ganancias del mercado de valores, lo que compensa la baja creación de empleo en el año. Para 2026, proyectamos un crecimiento de 2.10% (vs. 1.90% previo). La mejora en la estimación de crecimiento se debe a la posible mejora en el terreno comercial debido a la finalización en la negociación de los principales tratados comerciales. De 2027 en adelante, proyectamos que el crecimiento se estabilice en 1.80% real anual.
- **La expectativa de inflación (CPI) en EUA para el cierre de 2025 aumenta a 2.90% desde el 2.60% previo.** Con cifras observadas a septiembre, la inflación general de EUA muestra una tendencia al alza impulsada por el incremento en los precios de bienes importados como consecuencia de la imposición de aranceles y la persistencia de la inflación de servicios. Para 2026, también se modificó al alza la inflación a 2.70% (vs. 2.50% previo), mientras que para el resto del horizonte mantenemos la estimación en 2.50%.
- **Esperamos un recorte adicional en la tasa de política monetaria de la Fed.** Proyectamos un recorte adicional de 25pb en la tasa de interés de referencia en la decisión de diciembre por parte del Comité de Fondos Federales. En nuestra opinión, el escenario para la Fed se ha vuelto más complejo, debido a la creciente preocupación por la desaceleración del mercado laboral en medio de la persistente incertidumbre en torno al cierre del Gobierno, el retraso en la publicación de datos macroeconómicos y el repunte de la inflación. Para 2026, proyectamos que la tasa de referencia se sitúe en el rango medio de 3.13% y para el resto del horizonte en 2.88%, lo cual se mantiene por debajo de las estimaciones de los escenarios anteriores.

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



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Figura 1. Proyecciones Económicas del Escenario Base de HR Ratings

Año	Escenario	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Producto Interno Bruto (PIB) Real*	Nuevo Escenario	25,474	25,856	26,334	26,821	27,317	27,822	28,337	28,861	29,395
	Escenario Previo	25,629	26,063	26,544	27,037	27,536	28,045	28,564	29,093	29,631
Producto Interno Bruto (PIB) Nominal	Nuevo Escenario	35,335	37,424	39,761	42,289	44,962	47,778	50,767	53,954	57,344
	Escenario Previo	36,019	38,263	40,767	43,430	46,249	49,242	52,406	55,790	59,376
Crecimiento Real del PIB	Nuevo Escenario	0.60%	1.50%	1.85%	1.85%	1.85%	1.85%	1.85%	1.85%	1.85%
	Escenario Previo	0.90%	1.70%	1.85%	1.85%	1.85%	1.85%	1.85%	1.85%	1.85%
Inflación en México al Cierre	Nuevo Escenario	3.80%	3.70%	3.70%	3.70%	3.70%	3.70%	3.70%	3.70%	3.70%
	Escenario Previo	4.00%	3.80%	3.70%	3.70%	3.70%	3.70%	3.70%	3.70%	3.70%
Tasa de Referencia Nominal al Cierre	Nuevo Escenario	7.00%	6.25%	6.25%	6.25%	6.25%	6.25%	6.25%	6.25%	6.25%
	Escenario Previo	7.25%	6.75%	6.75%	6.75%	6.75%	6.75%	6.75%	6.75%	6.75%
Tasa de Referencia Real al Cierre (ex-post)	Nuevo Escenario	3.08%	2.46%	2.46%	2.46%	2.46%	2.46%	2.46%	2.46%	2.46%
	Escenario Previo	3.12%	2.84%	2.94%	2.94%	2.94%	2.94%	2.94%	2.94%	2.94%
Tasa de Referencia Real al Cierre (ex-ante)	Nuevo Escenario	3.18%	2.46%	2.46%	2.46%	2.46%	2.46%	2.46%	2.46%	2.46%
	Escenario Previo	3.32%	2.94%	2.94%	2.94%	2.94%	2.94%	2.94%	2.94%	2.94%
TIIE de fondeo a 1 Día	Nuevo Escenario	7.01%	6.26%	6.26%	6.26%	6.26%	6.26%	6.26%	6.26%	6.26%
	Escenario Previo	7.26%	6.76%	6.76%	6.76%	6.76%	6.76%	6.76%	6.76%	6.76%
Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio (TIIE) a 28 Días al Cierre	Nuevo Escenario	7.29%	6.54%	6.54%	6.54%	6.54%	6.54%	6.54%	6.54%	6.54%
	Escenario Previo	7.31%	6.81%	6.81%	6.81%	6.81%	6.81%	6.81%	6.81%	6.81%
Tipo de Cambio Nominal al Cierre	Nuevo Escenario	18.60	19.50	19.94	20.40	20.87	21.35	21.84	22.34	22.85
	Escenario Previo	19.50	20.26	20.72	21.20	21.69	22.18	22.69	23.21	23.75
Índice de la Revaluación Real del Peso al Cierre (Base=1999)	Nuevo Escenario	85.06	81.95	81.05	80.16	79.28	78.41	77.55	76.69	75.85
	Escenario Previo	81.54	79.50	78.63	77.76	76.90	76.06	75.22	74.39	73.58
Movimiento real vs. USD	Nuevo Escenario	9.90%	-3.65%	-1.10%	-1.10%	-1.10%	-1.10%	-1.10%	-1.10%	-1.10%
	Escenario Previo	6.08%	-2.50%	-1.10%	-1.10%	-1.10%	-1.10%	-1.10%	-1.10%	-1.10%
Peso por UDI al cierre del año	Nuevo Escenario	8.66	8.98	9.31	9.66	10.01	10.39	10.77	11.17	11.58
	Escenario Previo	8.69	9.02	9.35	9.70	10.06	10.43	10.82	11.22	11.63
Crecimiento Real del PIB de EUA	Nuevo Escenario	2.00%	2.10%	1.80%	1.80%	1.80%	1.80%	1.80%	1.80%	1.80%
	Escenario Previo	1.80%	1.90%	1.80%	1.80%	1.80%	1.80%	1.80%	1.80%	1.80%
Inflación EUA (CPI)	Nuevo Escenario	2.90%	2.70%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%
	Escenario Previo	2.60%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%
Tasa de Referencia Fed**	Nuevo Escenario	3.63%	3.13%	2.88%	2.88%	2.88%	2.88%	2.88%	2.88%	2.88%
	Escenario Previo	3.88%	3.38%	3.13%	3.13%	3.13%	3.13%	3.13%	3.13%	3.13%
Tasa de Referencia Real al Cierre (ex-post)	Nuevo Escenario	0.71%	0.42%	0.37%	0.37%	0.37%	0.37%	0.37%	0.37%	0.37%
	Escenario Previo	1.25%	0.86%	0.62%	0.62%	0.62%	0.61%	0.62%	0.62%	0.62%
Tasa de Referencia Real al Cierre (ex-ante)	Nuevo Escenario	0.90%	0.61%	0.37%	0.37%	0.37%	0.37%	0.37%	0.37%	0.37%
	Escenario Previo	1.34%	0.86%	0.62%	0.62%	0.61%	0.81%	0.81%	3.13%	3.13%
Tasa de Referencia Intervalo	Nuevo Escenario	3.50-3.75%	3.0-3.25%	2.75-3.0%	2.75-3.0%	2.75-3.0%	2.75-3.0%	2.75-3.0%	2.75-3.0%	2.75-3.0%
	Escenario Previo	3.75-4.0%	3.25-3.50%	3.0-3.25%	3.0-3.25%	3.0-3.25%	3.0-3.25%	3.0-3.25%	3.0-3.25%	3.0-3.25%
SOFR (PM3M)	Escenario	3.73%	3.07%	2.82%	2.82%	2.82%	2.82%	2.82%	2.82%	2.82%
	Escenarios Previo	3.97%	3.39%	3.14%	3.14%	3.14%	3.14%	3.14%	3.14%	3.14%
SONIA (PM3M)	Escenario	3.75%	3.17%	2.92%	2.92%	2.92%	2.92%	2.92%	2.92%	2.92%
	Escenarios Previo	4.00%	3.42%	3.17%	3.17%	3.17%	3.17%	3.17%	3.17%	3.17%
€STR (PM3M)	Escenario	1.90%	1.24%	0.99%	0.99%	0.99%	0.99%	0.99%	0.99%	0.99%
	Escenarios Previo	2.17%	0.95%	0.75%	0.75%	1.23%	1.23%	1.23%	1.23%	1.23%
Euribor (PM3M)	Escenario	1.92%	1.92%	1.92%	1.92%	1.92%	1.92%	1.92%	1.92%	1.92%
	Escenarios Previo	1.92%	1.92%	1.92%	1.92%	1.92%	1.92%	1.92%	1.92%	1.92%
USD por Euro	Nuevo Escenario	1.16	1.16	1.16	1.16	1.16	1.16	1.16	1.16	1.16
	Escenario Previo	1.15	1.15	1.15	1.15	1.15	1.15	1.15	1.15	1.15
Pesos por Euro	Nuevo Escenario	21.62	22.71	23.23	23.76	24.31	24.87	25.44	26.02	26.62
	Escenario Previo	22.38	23.26	23.79	24.34	24.90	25.47	26.05	26.65	27.26
Precio Mezcla Mexicana Exportación (dpb) ¹		61.36	57.29	57.18	58.12	58.59	59.15	59.25	59.34	59.45
Volumen de producción de crudo total ² (mbd)	Escenario	1,375	1,412	1,437	1,482	1,513	1,520	1,528	1,535	1,543
Precio Gas Henry Hub ¹		3.5	4.0	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.2	4.2

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. Cifras originales.

**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.

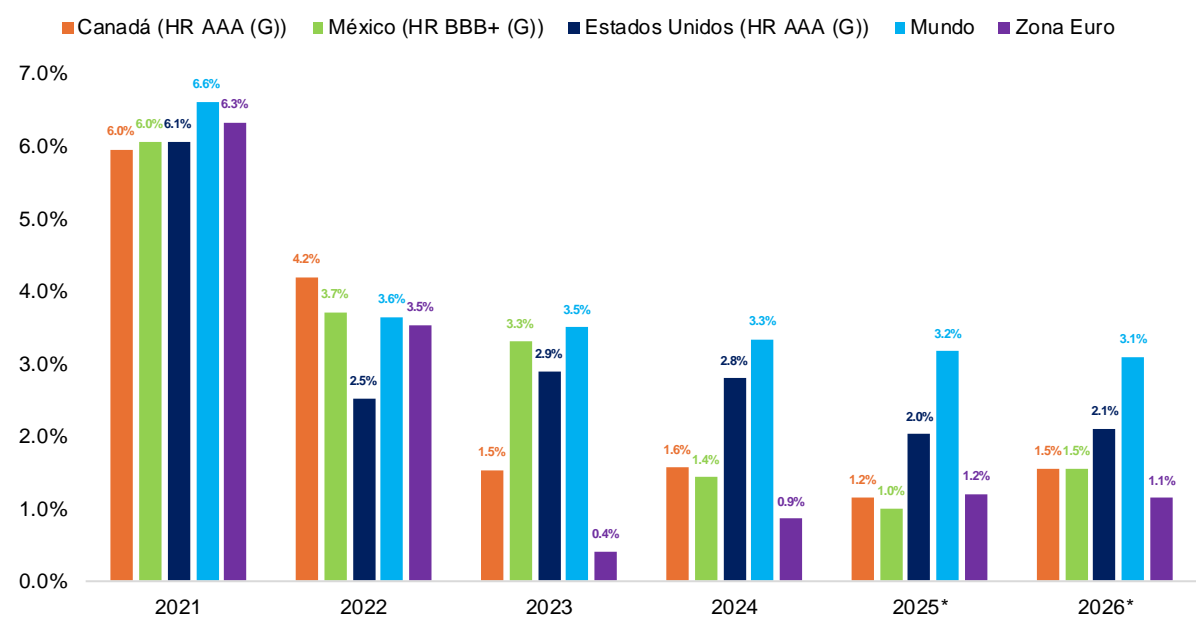


Panorama económico internacional

El año 2025 estuvo marcado por un entorno internacional particularmente complejo, definido por tres fuerzas principales. En primer lugar, el entorno global se tornó más proteccionista, encabezado por Estados Unidos (EUA) y la imposición de nuevos aranceles. Esta decisión detonó un proceso acelerado en la reorganización de cadenas globales de valor que afectó a todos los socios comerciales de EUA, incluidos México y Canadá, así como una depreciación generalizada del dólar americano respecto a una canasta de divisas. En segundo lugar, el entorno financiero estuvo impulsado por el auge de inversión en Inteligencia Artificial (IA), que en el caso de EUA ayudó a amortiguar el choque arancelario. Por último, se observaron importantes presiones fiscales en economías avanzadas como Reino Unido, Francia, Canadá y Estados Unidos, lo que se traduce en mayores niveles de deuda para el mediano y largo plazo, al tiempo que el nivel de recaudación de estos soberanos crece a un menor ritmo.

El Fondo Monetario Internacional (FMI) anticipa que el crecimiento económico de 2025 será de 3.2%, 0.2 puntos porcentuales (pp) por encima de la estimación de julio y es también superior al crecimiento de 2.8% estimado en el *World Economic Outlook* (WEO) de abril. Para 2026, el crecimiento se estima en 3.1%, sin cambios respecto a lo estimado en julio y solo 0.1pp por encima de la estimación de abril. Por países, se estima un comportamiento heterogéneo, pero la generalidad es que el avance de 2025 se encontrará por debajo de los crecimientos observados entre 2021 y 2024, como puede observarse en la Figura 2.

Figura 2. Crecimiento económico (variación real anual)



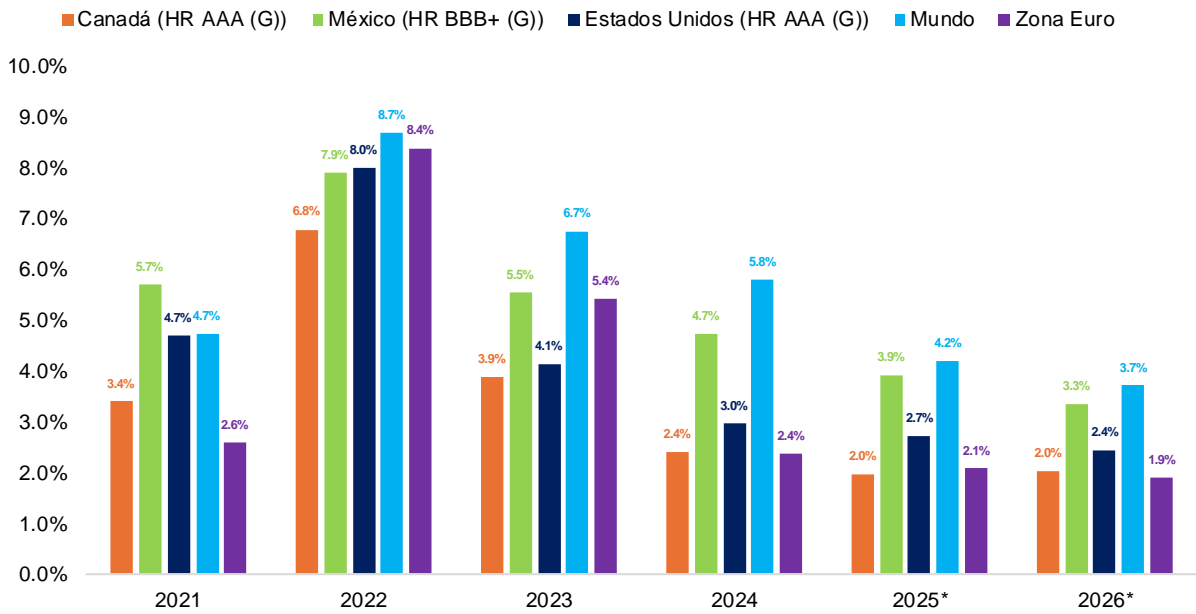
Fuente: HR Ratings con información del FMI.

*Proyectado por el FMI.

Por su parte, la inflación global continúa con una tendencia de desaceleración a pesar de que en la mayoría de los países se mantiene por encima de las metas de sus Bancos Centrales, como puede observarse en la Figura 3. Para 2025, el FMI estima que la inflación global será de 4.0%, por debajo del 4.9% del año previo. Para 2026, el FMI espera que la inflación mundial seguirá desacelerándose hacia 3.7%, aunque con patrones muy diferenciados, mientras que, en Europa y Asia, la desinflación será más clara gracias al enfriamiento de la demanda agregada y a un ajuste más ordenado en mercados laborales.

En Estados Unidos, la inflación podría permanecer por encima del objetivo de 2.0% como consecuencia de los servicios, la posible extensión de los aranceles, la inversión en Inteligencia Artificial y mayores costos laborales. La estimación puntual de HR Ratings para la inflación en EUA al cierre de 2025 es de 2.90% y de 2.70% en 2026, para estabilizarse en 2.50% a partir de 2027 en adelante.

Figura 3. Inflación por regiones (variación anual)



Fuente: HR Ratings con información del FMI (*World Economic Outlook*) de octubre 2025. Los datos corresponden a variaciones de los índices de precios al consumidor.
*Proyectado por el FMI.

En la política monetaria, el escenario base de HR Ratings contempla que la Reserva Federal continuará reduciendo gradualmente su tasa de interés de referencia, para llevarla a un rango de 3.50% a 3.75% al cierre de 2025 (3.63% rango medio) y a un nivel de entre 3.0% a 3.25% (3.13% rango medio) a finales de 2026, aun cuando el panorama inflacionario enfrente retos más persistentes. En el resto del mundo, el FMI estima que el Banco Central Europeo (BCE) podría avanzar hacia un ciclo todavía más moderado de flexibilización, mientras que el Banco de Japón continuará con ajustes graduales tras años de tasas negativas.

A medida que nos acercamos al cierre de 2025, es importante hacer énfasis en los elementos que podrían determinar el crecimiento de 2026, los cuales estarán determinados por una combinación de factores macroeconómicos, geopolíticos y tecnológicos. En el entorno macroeconómico, consideramos que el panorama dependerá en gran medida de la permanencia de los aranceles impuestos en 2025. Para América del Norte será especialmente importante seguir la renegociación del T-MEC y el avance (o estancamiento) de procesos como el *nearshoring*, que pudieran impulsar la inversión en industrias dentro de la región, aunque limitar el comercio en el resto del mundo. En segundo lugar, el impulso de la inversión en infraestructura digital y automatización podría generar aún más divergencias sectoriales, con brechas significativas entre el mercado laboral y el aumento de márgenes para las empresas. Y finalmente, las condiciones financieras estarán en gran medida determinadas por la posible apreciación del dólar americano, con efectos sobre la deuda externa de algunos países, aunque beneficiando los flujos de capital.

En los riesgos geopolíticos, los conflictos en Medio Oriente, en el Mar del Sur de China o Europa Oriental tienen la capacidad de elevar temporalmente los precios del gas y el petróleo, o de encarecer algunas mercancías alimenticias. A su vez, gran parte del

foco estará centrado en la decisión de la Corte Suprema de Estados Unidos, la cual votará en 2026 sobre la constitucionalidad de las tarifas recíprocas aplicadas bajo la Ley de Poderes Económicos de Emergencia Internacional (IEEPA, por sus siglas en inglés).

Por último, en el frente tecnológico, se corre el riesgo de una corrección abrupta del ciclo de inversión en IA y una revaluación de activos tecnológicos, especialmente ante los temores actuales de que la IA está creando una burbuja financiera con un financiamiento circular entre los principales actores. Además, la expansión de centros de datos, semiconductores y servicios digitales en la industria manufacturera podrían elevar el dinamismo del sector, sin permear en el mercado laboral, lo que abriría una nueva interrogante para los gobiernos de los países que adopten de forma más agresiva la IA en sus procesos industriales.

Panorama económico para México

Evolución de la actividad económica

Con base en los datos reportados por el INEGI, el Producto Interno Bruto (PIB) registró una contracción en el tercer trimestre (3T25) de 0.29% ajustado por estacionalidad, con lo que se confirma que la desaceleración continuó, especialmente afectada por el sector industrial y los menores niveles de consumo. El dato puntual fue similar al reportado en la Estimación Oportuna de -0.3%. Asimismo, el alto nivel del deflactor es reflejo del persistente nivel inflacionario, por lo que existe una combinación desfavorable entre inflación (3.61% anual en la 1Q de noviembre) y crecimiento (0.4% en los últimos doce meses).

Es importante mencionar que el INEGI realizó una revisión en la serie el PIB, destacando los ajustes al crecimiento anual de 2024 y de 2023. Para 2024 se revisó el crecimiento a 1.12% anual desde el 1.21% reportado, mientras que para 2023 el crecimiento fue de 3.11% respecto al 3.36% que se reportó.

La contracción del PIB fue consecuencia del desempeño negativo del sector industrial, el cual registró una caída trimestral de 1.48% después de alcanzar un moderado avance en el primer semestre (ver figura 4). Es importante notar que esto es consecuencia de dos subsectores relevantes dentro de la economía mexicana. El primero, la fabricación de equipo de autotransporte, que ha presentado una evolución negativa desde el cierre de 2024 y que se ha profundizado en 2025 con una caída al 3T24 de 4.76% como consecuencia de la incertidumbre derivado de la política comercial entre México y Estados Unidos, provocando una reducción en la producción tanto de productos finales como de partes. En contraste, las otras industrias manufactureras han mostrado avances moderados que no alcanzan a compensar el sector en su conjunto.

El segundo, es la notable contracción en la inversión en construcción con una caída en el 3T25 de 3.3%, lo que la ubica como el mayor descenso desde el trimestre finalizado en junio de 2020 cuando impactó la pandemia y similar al tercer trimestre de 2019 (-3.8%) en el primer año de gobierno de la administración anterior (ver Figura 4). Al interior sobresale el retroceso en las obras de ingeniería civil de 10% en el 3T25, por lo que acumula seis trimestres consecutivos de contracciones, debido a la reducción en la inversión por parte del Sector Público.

Como lo mencionamos en el reporte de finanzas públicas del 3T25², la inversión física presupuestaria mantiene una contracción significativa en 2025, acumulando una caída real anual de 29.8% al mes de octubre. Este ajuste refleja el proceso de consolidación fiscal que se ha implementado durante el año y que ha sido uno de los principales factores detrás del deterioro observado en la inversión en construcción, tanto pública como la disminución en la inversión privada.

² Para consultar el reporte, dirigirse al siguiente enlace: https://www.hrratings.com/pdf/Finanzas_PAblicas_al_3T25.pdf



Figura 4. Evolución trimestral y últimos doce meses del PIB

División Económica	dic.-23	jun.-24	sep.-24	dic.-24	mar.-25	jun.-25	sep.-25
Primario	2.67%	1.50%	3.05%	-5.84%	5.05%	0.46%	3.53%
Secundario	0.44%	-0.72%	0.75%	-1.48%	0.05%	0.21%	-1.48%
Manufactura	-0.44%	-0.16%	1.62%	-0.93%	0.18%	0.27%	-1.33%
Construcción	3.84%	-0.74%	0.32%	-3.07%	0.84%	0.97%	-3.32%
Minería	-0.92%	-4.94%	-1.04%	-2.77%	-3.65%	-0.99%	2.36%
Electricidad	-0.56%	0.79%	0.39%	-0.67%	-0.64%	-0.46%	0.22%
Terciario (Servicios)	0.15%	0.05%	0.82%	0.05%	0.13%	0.60%	0.22%
Comercio al por mayor	0.11%	-1.59%	-1.09%	-0.63%	-2.81%	-1.26%	0.32%
Comercio al por menor	0.05%	-0.10%	1.74%	0.99%	1.15%	1.64%	0.59%
Inmobiliario y Alquiler	0.24%	0.03%	0.70%	0.26%	0.52%	0.34%	0.18%
Resto Terciario	0.09%	0.21%	0.73%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Producto Interno Bruto	0.32%	-0.13%	0.91%	-0.58%	0.23%	0.45%	-0.29%
PIB UDM	3.11%	2.05%	1.58%	1.12%	0.76%	0.77%	0.40%

Fuente: HR Ratings con información del INEGI. Base 2018. Información ajustada por la estacionalidad.
Cambios respecto al trimestre inmediato anterior.

De acuerdo con las proyecciones de HR Ratings, el gasto en inversión física del Gobierno se ubicará en 2.4% del PIB en 2025, por debajo del 3.05% observado en 2024, lo que refuerza la expectativa de menor actividad en obras públicas hacia el cierre del año. Además, la inversión privada también muestra señales de debilidad particularmente en edificación tanto residencial como no residencial, que registró una contracción de 2.0% trimestral en el 3T25. A lo anterior se suma el efecto negativo de las tensiones comerciales que afecta la ampliación de la capacidad operativa de los parques industriales.

El sector terciario avanzó 0.2% en el 3T25, lo que a pesar de ser un dato positivo reflejó una desaceleración respecto al trimestre inmediato anterior (+0.6% t/t), lo que hace evidente los menores niveles de consumo interno. No obstante, este sector se ubica como el principal eje que continúa apoyando el avance anual de la actividad económica. Al interior, el comercio al por menor repuntó con un avance de 0.3% t/t y el comercio al por mayor aumentó 0.6% t/t, mientras que los servicios profesionales crecieron 1.5% t/t. Del lado negativo, los servicios de transporte cayeron 0.3% t/t y el alojamiento, servicios de alimentos y bebidas presentaron una contracción de 0.6% t/t, acumulando ocho trimestres consecutivos de contracciones. Un dato importante es que durante el 2025 la creación total de empleo formal ha aumentado en este sector acumulando de enero a octubre 503.6 mil puestos, un avance de 15.5% anual.

En la Figura 5 presentamos el avance acumulado del PIB en términos de los Últimos Doce Meses (UDM). En esta métrica se puede observar que el crecimiento presenta una desaceleración desde el cierre de diciembre de 2023 cuando alcanzó 3.11% anual y se situó con un avance de 0.4% al cierre del 3T25. Con base en lo anterior, las perspectivas de crecimiento de parte de HR Ratings podrían revisarse a la baja, debido a que a pesar de que nuestros escenarios macroeconómicos del tercer trimestre ya incluían un desempeño negativo, este fue mayor al esperado, mientras que para el cuarto trimestre incluimos un repunte de la actividad económica apoyado el sector terciario.

El bajo crecimiento observado en 2025 se atribuye, en buena medida, a la incertidumbre comercial que influyó negativamente en el dinamismo del sector industrial y la imposición de aranceles que perjudicó a la industria automotriz, un sector clave de la industria manufacturera. A su vez, el esfuerzo de consolidación fiscal por parte del Gobierno Federal lo ha llevado a reducir el gasto en obra pública, lo cual tiene efectos negativos en la economía. Es importante considerar que un bajo gasto en inversión productiva compromete el crecimiento estructural de largo plazo.



@HRRATINGS



HR RATINGS

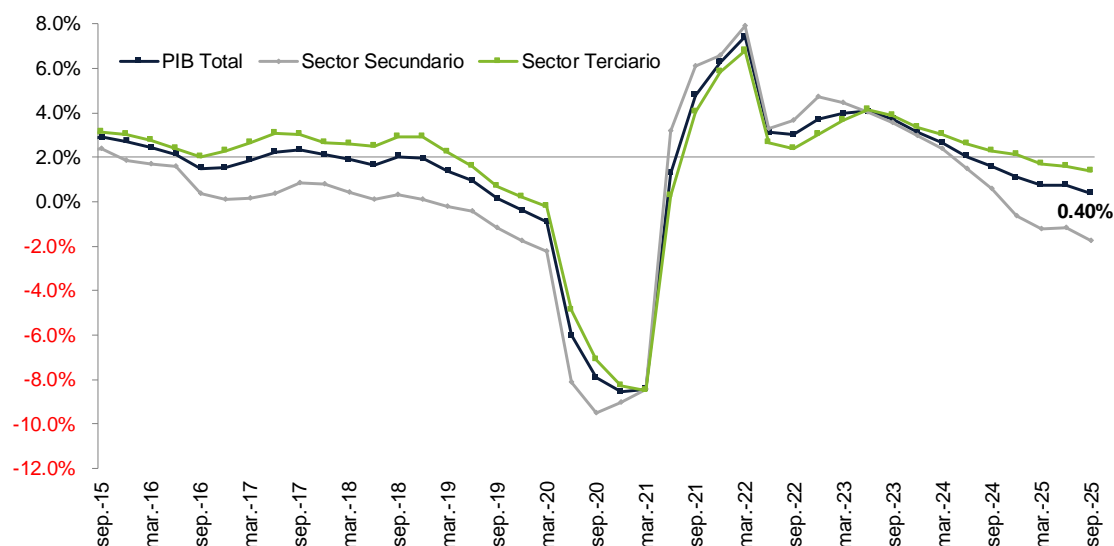


WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Figura 5. Crecimiento real UDM del PIB y de los sectores industrial (secundario) y de servicios (terciario)



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

*Las etiquetas corresponden al último valor observado.

Inflación y tasa de política monetaria

En la primera quincena (1Q) de noviembre, la inflación general anual (a/a) repuntó a 3.61% desde el 3.50% en la segunda quincena de octubre, impulsada principalmente por el componente no subyacente, cuya variación anual avanzó de 0.80% a 1.29%. Es importante observar que, a pesar de la desaceleración de la actividad económica y de los niveles de consumo de ciertos bienes y servicios, el componente subyacente se mantiene elevado, situándose en un nivel de 4.32% anual.

En la variación quincenal, la inflación general aceleró 0.47%, por encima del 0.40% estimado por el consenso de la encuesta de expectativas de Citi. A su vez, la inflación subyacente se mantuvo prácticamente estancada con un avance de 0.04% en la quincena, en línea con lo estimado por el consenso de 0.05%, al tiempo que el avance en los servicios se compensó prácticamente en su totalidad con la disminución en las mercancías. En la variación anual, la inflación subyacente se mantuvo estable en 4.32% pero con una composición heterogénea. Al interior, las mercancías desaceleraron en el margen a 4.13% desde el 4.18% previo, beneficiadas por algunos descuentos adelantados del Buen Fin como lo son electrónicos, textiles (ropa para hombre y mujer) y algunos productos perecederos, lo cual también se observa en la variación quincenal negativa de -0.19%. Los servicios aceleraron a 4.50% anual desde el 4.46%, especialmente impulsados por el incremento de 0.42% quincenal incluido en otros servicios como restaurantes, loncherías, servicios turísticos, etc.

El componente no subyacente creció 1.93% y se compara con el modesto avance de 0.19% de la quincena inmediata anterior y el 1.44% registrado en el mismo periodo de 2024. El incremento en la inflación no subyacente se explica principalmente por la eliminación del subsidio a las tarifas eléctricas por la temporada de verano, lo cual elevó las tarifas autorizadas a 1.77% desde el 0.56% previo.

Si bien, el panorama al cierre de 2025 luce relativamente controlado, el entorno hacia 2026 se perfila más complejo para el proceso desinflacionario debido a la confluencia de varios choques que podrían dificultar la convergencia a la meta del 3.0%.



@HRRATINGS



HR RATINGS

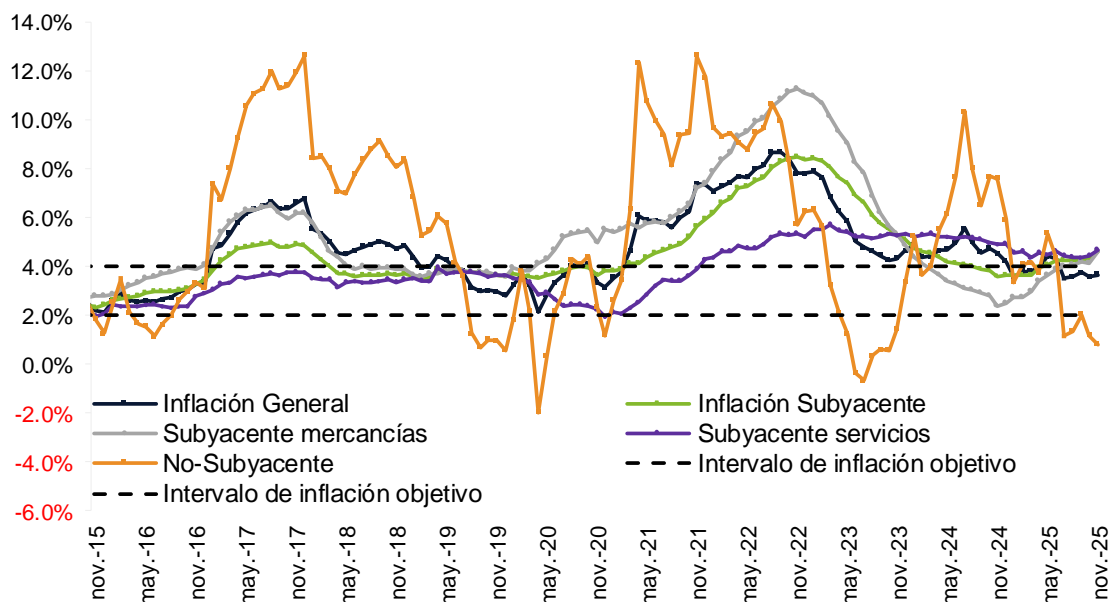


WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

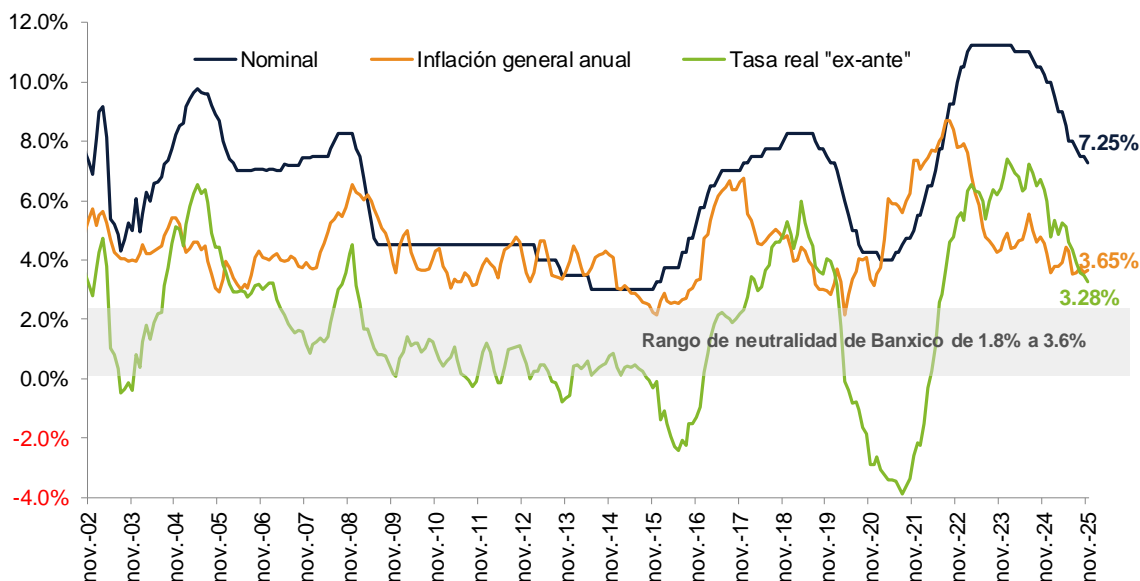
Figura 6. Inflación anual general, subyacente y no subyacente



Fuente: Proyecciones de HR Ratings con información del INEGI.

La persistencia del componente subyacente por encima del 4.0% seguirá siendo un elemento clave en la evaluación de la política monetaria, particularmente porque acumula seis meses en ese rango. Al momento de este reporte, la tasa de interés de referencia se ubica en 7.25%, por lo que se acumula recortes por 275 puntos base en el año. Con el movimiento de noviembre, HR Ratings calcula que la tasa real *ex ante* se ubica en 3.28%, por lo que se sitúa dentro del rango de neutralidad estimado por Banxico (1.8% a 3.6%), como puede observarse en la Figura 7. Todo ello implica que la decisión de diciembre ponderará estos factores sumados a la reducción esperada por la Reserva Federal de Estados Unidos en su tasa de interés de referencia en un cuarto de punto. Esperamos que la última decisión de Banxico sea dividida para finalizar la tasa de interés de referencia en 7.0% al cierre de 2025.

Figura 7. Evolución de la inflación general y tasa de referencia



Fuente: Estimaciones de HR Ratings con información de Banxico y el INEGI.



Escenario Base

HR Ratings revisa a la baja su estimación de crecimiento de 2025 a 0.6% con base en cifras ajustadas por estacionalidad (a.e.) desde el 0.9% previo. Con cifras originales, la estimación de cierre es de 0.39% vs. 0.6% proyectado en los escenarios anteriores. Es importante mencionar que la estimación de cierre de 2025 se fundamenta en dos factores importantes. El primero por la caída de la actividad económica en el tercer trimestre (3T25) mayor a la anticipada por HR Ratings, ubicándose en -0.29% trimestral vs. el estancamiento que proyectamos. El segundo por la revisión en la serie histórica del PIB, especialmente para 2023 y 2024, años en que el crecimiento fue menor respecto a lo anunciado previamente.

En este sentido, el efecto base de años anteriores, la menor dinámica de la actividad económica en sectores clave como el consumo interno, las dificultades por las que atraviesa el sector manufacturero, la caída en el sector de la construcción como consecuencia de la reducción en gasto en obra pública por parte del Gobierno Federal ha hecho que las expectativas de crecimiento se modifiquen a la baja.

A pesar de que la incertidumbre en torno a la política exterior se ha reducido de manera importante, este será uno de los principales temas a seguir hacia 2026. En este año anticipamos que la actividad económica continúe mostrando un ritmo moderado de crecimiento con un alza de 1.50% real anual vs. el 1.70% previo. Es importante considerar que esta estimación mantiene un tono neutral en cuanto a la posible llegada de inversión privada como resultado de que haya una renegociación exitosa del Tratado de Libre Comercio (T-MEC) entre México, Estados Unidos y Canadá. Consideramos que la actividad económica continuará siendo apoyada por volúmenes estables de consumo debido a las menores presiones inflacionarias y a que la tasa de interés seguirá disminuyendo, alcanzando su menor nivel desde 2016, por lo que habría mayores incentivos tanto para la inversión como para el consumo. Por otro lado, a pesar de que las principales obras prioritarias iniciarán su ejecución en 2026, estas se encontrarán en la etapa de estudios de pre-inversión, por lo que el impulso será moderado dentro de la actividad económica.

Para 2027 hacia adelante mantenemos el nivel de crecimiento promedio en 1.85% real anual, lo que implica que a pesar de que el panorama económico mejoraría, este se encontraría acotado a las señales que mande el Gobierno Federal sobre una posible reforma fiscal con mayores tasas impositivas, el control en el déficit fiscal y el nivel de deuda neta, lo que determinará el nivel de confianza para invertir. Consideramos que en caso de que la inversión se mantenga en niveles bajos, existiría un deterioro en la productividad en el mediano y largo plazo.

Respecto a las estimaciones de cierre para la inflación, HR Ratings proyecta que esta se ubique en 3.80% vs. 4.0% previo, de acuerdo con las cifras observadas en la primera quincena de noviembre (3.61% anual) debido a los bajos observados en el componente no subyacente (agropecuarios y servicios) que logran compensar la resistencia a la baja del componente subyacente (mercancías y servicios) y que se mantiene por encima del 4.0% anual a pesar de la desaceleración en los niveles de consumo. El pronóstico para 2026 se reduce a 3.70% desde el 3.80% previo debido a que proyectamos que la inflación de servicios vaya reduciendo gradualmente hasta ubicarse por debajo del 4.0% en el tercer trimestre del próximo año.

Con relación a la política monetaria, prevemos que la tasa de interés de referencia cierre 2025 en un nivel de 7.0% vs. 7.25% anticipado en la actualización previa, por lo que acumularía una reducción de 300pb desde el cierre de 2024. Este sería el menor nivel desde abril 2022 cuando se ubicó en 6.50%. Para 2026 en adelante consideramos una reducción de 75pb para ubicarse en 6.25% desde el 6.75% estimado previamente como resultado de las menores presiones dentro del componente subyacente, lo que



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

permitiría que la tasa real *ex ante* se sitúe de acuerdo con HR Ratings en 2.46%, encontrándose en la parte media del rango de neutralidad estimado por el Banco de México.

Finalmente, HR Ratings estima que el tipo de cambio cierre en P\$18.60/USD en 2025, lo que implica una apreciación real de 9.90% en el año vs. la apreciación de 5.35% proyectada anteriormente. Sobresale que esta es la variable que sufre un mayor ajuste derivado a la alta volatilidad y su estrecha correlación con movimientos en los mercados. De enero a noviembre, la apreciación real ha sido de 12.80%, sin embargo, los movimientos en la tasa de referencia tanto en México como en Estados Unidos en su última decisión de política monetaria del año podrían incidir en un ajuste, así como otros eventos externos. Consideramos que el diferencial de tasas finalizará 2025 en 337pb, siendo el menor diferencial desde 2016. Para 2026 estimamos que el tipo de cambio muestre una depreciación de 3.65% real para ubicarse en P\$19.50/USD debido a la incertidumbre y volatilidad que podría surgir a raíz de la renegociación del T-MEC, en donde el dólar americano podría recuperar terreno con la firma de acuerdos favorables para su economía. Para el resto del horizonte proyectamos una depreciación real promedio de 1.10%.

Escenarios económicos alternativos

HR Ratings considera que las proyecciones macroeconómicas expuestas en las secciones anteriores brindan una base prudente para las perspectivas económicas con base en los indicadores de alta frecuencia disponibles al momento de este reporte. Sin embargo, dichos pronósticos se podrían ver afectados por la volatilidad de factores de acuerdo con el contexto. La economía mexicana se encuentra expuesta a una coyuntura internacional volátil, que en cierta manera refleja los impactos sobre la trayectoria de crecimiento mundial, la demanda del comercio exterior, la evolución de precios internacionales de referencia 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, los cuales 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 2025, se considera una inflación de 4.24% anual, lo que se ubica 44pb por encima del escenario base. Para el mediano y largo plazo, la inflación mantendría una variación de 4.14% en promedio, lo que se encuentra por encima de la meta puntual de 3.0% del Banco de México.
- **Por parte de la tasa de interés de referencia, esta se situaría en 7.25% al cierre de 2025.** Lo anterior sería resultado de las mayores presiones inflacionarias observadas en las tres quincenas que faltan por observarse. Lo anterior llevaría al Banco Central a mantener su tasa de política monetaria en el nivel actual, lo que contrasta con el recorte esperado en el escenario base. Para 2026, se observaría un descenso en la tasa a 6.75% y este nivel se mantendría en todo el horizonte de proyección.
- **En 2025 se observaría un estancamiento en el crecimiento económico.** Bajo este escenario, el crecimiento sería de 0.0% y estaría afectado por una caída en las exportaciones hacia el cierre del año, sumado a una contracción en el gasto de consumo de los hogares. Para 2026, el crecimiento económico se situaría en 0.90%, por debajo del 1.50% proyectado



en el escenario base. De 2027, hacia el periodo final de proyección, se considera un crecimiento promedio real anual de 1.25%.

- **El tipo de cambio peso-dólar mostraría una depreciación real de 0.15% en 2025 para situarse al cierre del año en P\$20.48/USD.** En 2026, se observaría una depreciación de 1.0%, lo que llevaría el tipo de cambio a un nivel de P\$20.81/USD, para continuar con una depreciación promedio real de 1.30% en el resto del horizonte de proyección.

Escenario de Bajo Crecimiento y Baja Inflación

Para el Escenario de Bajo Crecimiento y Baja Inflación se contempla un panorama adverso con relación al crecimiento económico, con 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 2025, la inflación se situaría en un nivel de 3.64%, mientras que la tasa de política monetaria alcanzaría el 6.75%.** Para 2026 suponemos que la inflación continuaría convergiendo a la meta del Banco Central y llegaría a 3.34% al cierre del año. Los bajos niveles de inflación se observarían durante todo el horizonte de proyección, a causa de una economía debilitada, manteniéndose en promedio en 3.26% entre 2027 y 2033.
- **En 2025, el crecimiento económico registraría una contracción de 0.60%, lo que implica un fuerte deterioro respecto al escenario base.** Para 2026, se observaría un modesto repunte de la actividad económica con un crecimiento de 0.50%, mientras que en el largo plazo promediaría un avance de 0.85% real anual.
- **El tipo de cambio peso-dólar se ubicaría en 2025 en P\$18.0/USD, lo que implica una apreciación real de 13.7%, como efecto de una mayor debilidad generalizada del dólar.** Para 2026, la depreciación sería de 3.62% real anual, situándose en P\$18.88/USD, mientras que de 2027 en adelante la depreciación real anual promediaría 1.10%.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Figura 8. Proyecciones Económicas con diferentes escenarios de HR Ratings

Año	Escenario	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Producto Interno Bruto (PIB) Real*	Escenario Base	25,474	25,856	26,334	26,821	27,317	27,822	28,337	28,861	29,395
	E. de Estandflación	25,322	25,550	25,869	26,193	26,519	26,851	27,186	27,526	27,870
	E. Bajo C. & Baja I.	25,170	25,296	25,511	25,728	25,946	26,166	26,389	26,613	26,839
Producto Interno Bruto (PIB) Nominal**	Escenario Base	35,335	37,424	39,761	42,289	44,962	47,778	50,767	53,954	57,344
	E. de Estandflación	35,182	37,265	39,475	41,904	44,468	47,185	50,055	53,119	56,363
	E. Bajo C. & Baja I.	34,856	36,332	38,110	39,975	41,915	43,906	45,996	48,188	50,497
Crecimiento Real del PIB	Escenario Base	0.60%	1.50%	1.85%	1.85%	1.85%	1.85%	1.85%	1.85%	1.85%
	E. de Estandflación	0.00%	0.90%	1.25%	1.25%	1.25%	1.25%	1.25%	1.25%	1.25%
	E. Bajo C. & Baja I.	-0.60%	0.50%	0.85%	0.85%	0.85%	0.85%	0.85%	0.85%	0.85%
Inflación Deflactor del PIB	Escenario Base	4.82%	4.35%	4.32%	4.43%	4.39%	4.33%	4.32%	4.35%	4.35%
	E. de Estandflación	5.00%	4.98%	4.62%	4.84%	4.81%	4.80%	4.77%	4.81%	4.80%
	E. Bajo C. & Baja I.	4.65%	3.72%	4.01%	4.01%	3.97%	3.87%	3.88%	3.88%	3.91%
Inflación en México al Cierre	Escenario Base	3.80%	3.70%	3.70%	3.70%	3.70%	3.70%	3.70%	3.70%	3.70%
	E. de Estandflación	4.24%	4.22%	4.10%	4.11%	4.16%	4.16%	4.17%	4.14%	4.14%
	E. Bajo C. & Baja I.	3.64%	3.34%	3.21%	3.25%	3.28%	3.27%	3.28%	3.27%	3.27%
Tasa de Referencia Nominal al Cierre	Escenario Base	7.00%	6.25%	6.25%	6.25%	6.25%	6.25%	6.25%	6.25%	6.25%
	E. de Estandflación	7.25%	6.75%	6.75%	6.75%	6.75%	6.75%	6.75%	6.75%	6.75%
	E. Bajo C. & Baja I.	6.75%	5.75%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%
Tasa de Referencia Real al Cierre	Escenario Base	3.08%	2.46%	2.46%	2.46%	2.46%	2.46%	2.46%	2.46%	2.46%
	E. de Estandflación	2.89%	2.43%	2.55%	2.54%	2.49%	2.49%	2.48%	2.50%	2.50%
	E. Bajo C. & Baja I.	3.00%	2.33%	2.22%	2.18%	2.15%	2.15%	2.15%	2.16%	2.16%
TIIE de fondeo a 1 Día	Escenario Base	7.01%	6.26%	6.26%	6.26%	6.26%	6.26%	6.26%	6.26%	6.26%
	E. de Estandflación	7.26%	6.76%	6.76%	6.76%	6.76%	6.76%	6.76%	6.76%	6.76%
	E. Bajo C. & Baja I.	6.76%	5.76%	5.51%	5.51%	5.51%	5.51%	5.51%	5.51%	5.51%
TIIE fondeo compuesta por adelantado (mensual) a 28 Días	Escenario Base	7.06%	6.31%	6.31%	6.31%	6.31%	6.31%	6.31%	6.31%	6.31%
	E. de Estandflación	7.56%	6.81%	6.81%	6.81%	6.81%	6.81%	6.81%	6.81%	6.81%
	E. Bajo C. & Baja I.	6.56%	5.56%	5.56%	5.56%	5.56%	5.56%	5.56%	5.56%	5.56%
Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio (TIIE) a 28 Días al Cierre	Escenario Base	7.29%	6.54%	6.54%	6.54%	6.54%	6.54%	6.54%	6.54%	6.54%
	E. de Estandflación	7.50%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%
	E. Bajo C. & Baja I.	7.00%	6.00%	5.75%	5.75%	5.75%	5.75%	5.75%	5.75%	5.75%
Tipo de Cambio Nominal al Cierre	Escenario Base	18.60	19.50	19.94	20.40	20.87	21.35	21.84	22.34	22.85
	E. de Estandflación	20.48	20.81	21.24	21.67	22.13	22.60	23.08	23.57	24.06
	E. Bajo C. & Baja I.	18.00	18.88	19.32	19.77	20.24	20.72	21.22	21.72	22.24
Índice de la Revaluación Real del Peso al Cierre (Base=1999)	Escenario Base	85.06	81.95	81.05	80.16	79.28	78.41	77.55	76.69	75.85
	E. de Estandflación	77.28	76.51	75.51	74.53	73.56	72.61	71.66	70.73	69.81
	E. Bajo C. & Baja I.	88.00	84.82	83.88	82.96	82.05	81.14	80.25	79.37	78.50
Revaluación Real del Peso al Cierre (Base=1999)	Escenario Base	9.90%	-3.65%	-1.10%	-1.10%	-1.10%	-1.10%	-1.10%	-1.10%	-1.10%
	E. de Estandflación	-0.15%	-1.00%	-1.30%	-1.30%	-1.30%	-1.30%	-1.30%	-1.30%	-1.30%
	E. Bajo C. & Baja I.	13.70%	-3.62%	-1.10%	-1.10%	-1.10%	-1.10%	-1.10%	-1.10%	-1.10%
Peso por UDI al cierre del año	Escenario Base	8.66	8.98	9.31	9.66	10.01	10.39	10.77	11.17	11.58
	E. de Estandflación	8.70	9.06	9.44	9.82	10.23	10.66	11.10	11.56	12.04
	E. Bajo C. & Baja I.	8.65	8.94	9.22	9.52	9.84	10.16	10.49	10.83	11.19
Pesos por Euro	Escenario Base	21.62	22.71	23.23	23.76	24.31	24.87	25.44	26.02	26.62
	E. de Estandflación	22.49	24.10	24.59	25.10	25.63	26.18	26.73	27.29	27.87
	E. Bajo C. & Baja I.	20.68	21.74	22.24	22.76	23.31	23.86	24.43	25.01	25.61
Precio de la Mezcla Mexicana de Petróleo	Escenario Base	61.36	57.29	57.18	58.12	58.59	59.15	59.25	59.34	59.45
Volumen de producción de crudo total (mbd)	Escenario Base	1,375	1,412	1,437	1,482	1,513	1,520	1,528	1,535	1,543
Variables internacionales										
Crecimiento Real del PIB de EUA	Escenario Base	2.00%	2.10%	1.80%	1.80%	1.80%	1.80%	1.80%	1.80%	1.80%
	E. de Estandflación	1.40%	1.50%	1.20%	1.20%	1.20%	1.20%	1.20%	1.20%	1.20%
	E. Bajo C. & Baja I.	1.00%	1.10%	0.80%	0.80%	0.80%	0.80%	0.80%	0.80%	0.80%
Inflación EUA (CPI)	Escenario Base	2.90%	2.70%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%
	E. de Estandflación	3.34%	3.59%	3.34%	3.34%	3.34%	3.34%	3.34%	3.34%	3.34%
	E. Bajo C. & Baja I.	2.63%	2.24%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
Tasa de Referencia Fed***	Escenario Base	3.63%	3.13%	2.88%	2.88%	2.88%	2.88%	2.88%	2.88%	2.88%
	E. de Estandflación	4.00%	4.13%	3.88%	3.88%	3.88%	3.88%	3.88%	3.88%	3.88%
	E. Bajo C. & Baja I.	3.55%	2.63%	2.38%	2.38%	2.38%	2.38%	2.38%	2.38%	2.38%
Tasa de Referencia Intervalo	Escenario Base	3.50-3.75%	3.0-3.25%	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%
	E. de Estandflación	3.75-4.0%	4.0-4.25%	3.75-4.0%	3.75-4.0%	3.75-4.0%	3.75-4.0%	3.75-4.0%	3.75-4.0%	3.75-4.0%
	E. Bajo C. & Baja I.	3.5-3.75%	2.5-2.75%	2.25-2.5%	2.25-2.5%	2.25-2.5%	2.25-2.5%	2.25-2.5%	2.25-2.5%	2.25-2.5%
SOFR 3M	Escenario Base	3.73%	3.07%	2.82%	2.82%	2.82%	2.82%	2.82%	2.82%	2.82%
	E. de Estandflación	4.02%	4.07%	3.82%	3.82%	3.82%	3.82%	3.82%	3.82%	3.82%
	E. Bajo C. & Baja I.	3.67%	2.57%	2.32%	2.32%	2.32%	2.32%	2.32%	2.32%	2.32%
SONIA 3M	Escenario Base	3.75%	3.17%	2.92%	2.92%	2.92%	2.92%	2.92%	2.92%	2.92%
	E. de Estandflación	4.00%	4.23%	3.98%	3.98%	3.98%	3.98%	3.98%	3.98%	3.98%
	E. Bajo C. & Baja I.	3.67%	2.68%	2.43%	2.43%	2.43%	2.43%	2.43%	2.43%	2.43%
€STR 3M	Escenario Base	1.90%	1.24%	0.99%	0.99%	0.99%	0.99%	0.99%	0.99%	0.99%
	E. de Estandflación	2.19%	2.24%	1.99%	1.99%	1.99%	1.99%	1.99%	1.99%	1.99%
	E. Bajo C. & Baja I.	1.83%	0.74%	0.49%	0.49%	0.49%	0.49%	0.49%	0.49%	0.49%
Euribor (PM3M)	Escenario Base	1.92%	1.92%	1.92%	1.92%	1.92%	1.92%	1.92%	1.92%	1.92%
	E. de Estandflación	2.25%	2.42%	2.42%	2.42%	2.42%	2.42%	2.42%	2.42%	2.42%
	E. Bajo C. & Baja I.	1.58%	1.42%	1.42%	1.42%	1.42%	1.42%	1.42%	1.42%	1.42%
USD por Euro	Escenario Base	1.16	1.16	1.16	1.16	1.16	1.16	1.16	1.16	1.16

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.



@HRRATINGS



HR RATINGS

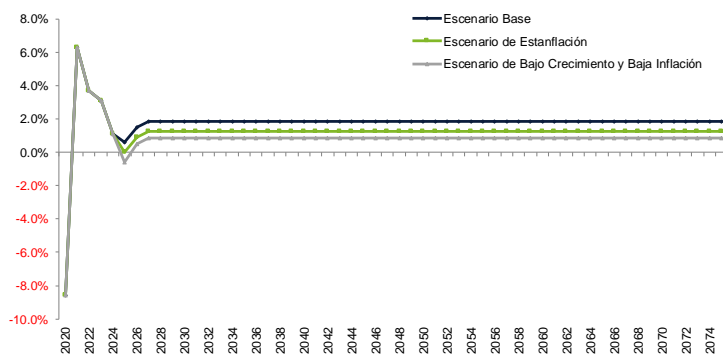


WWW.HRRATINGS.COM



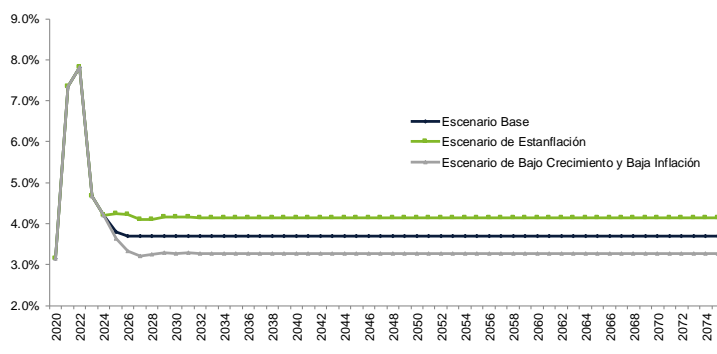
HR RATINGS

Figura A2.1 Crecimiento Real del PIB



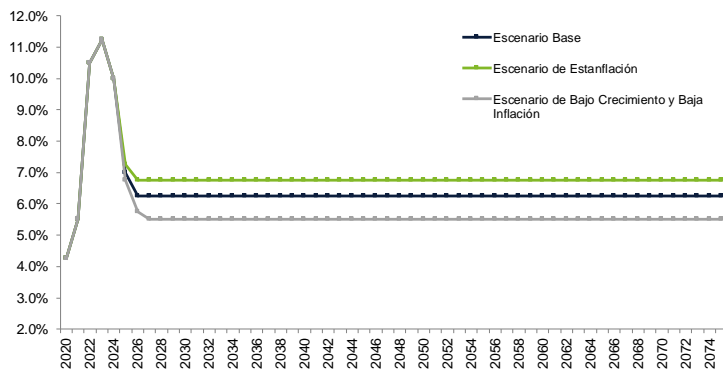
Fuente: Proyecciones de HR Ratings con información del INEGI, la SHCP y Banxico.

Figura A2.2 Inflación anual al cierre



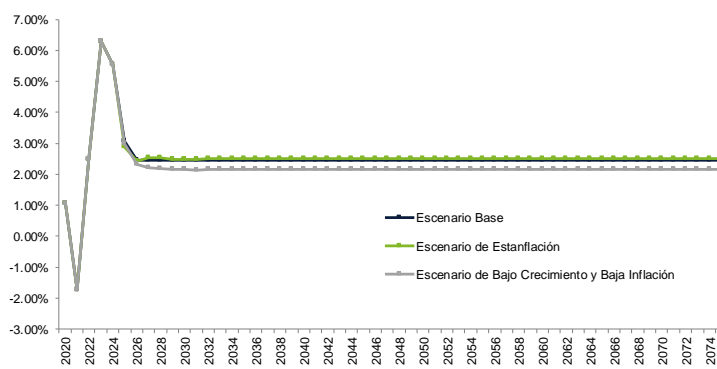
Fuente: Proyecciones de HR Ratings con información del INEGI, la SHCP y Banxico.

Figura A2.3 Tasa de Referencia Nominal



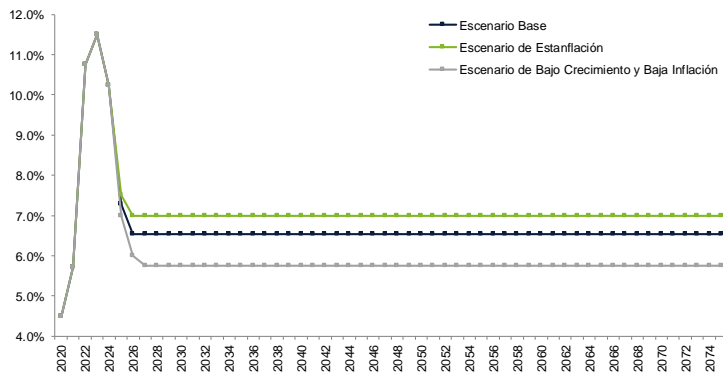
Fuente: Proyecciones de HR Ratings con información del INEGI, la SHCP y Banxico.

Figura A2.4 Tasa de Referencia Real



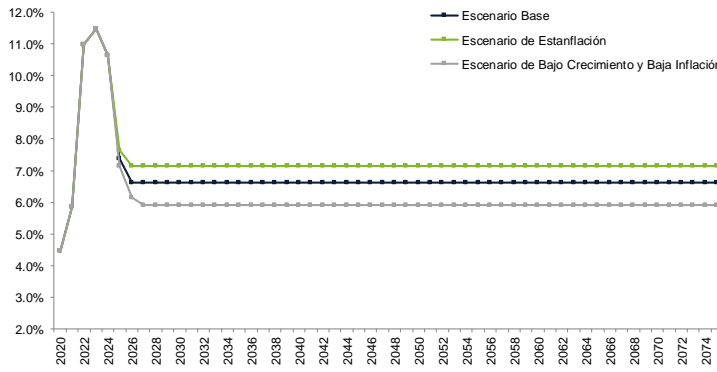
Fuente: Proyecciones de HR Ratings con información del INEGI, la SHCP y Banxico.

Figura A2.5 TIIE a 28 días



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

Figura A2.6 TIIE a 91 días



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



HR Ratings 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

