

Contactos

Felix Boni

Director General de Análisis
felix.boni@hrratings.com

Jordy Juvera

Asociado Sr. de Economía
Jordy.juvera@hrratings.com

Cynthia Pérez

Analista de Economía
cynthia.perez@hrratings.com

HR Ratings comenta respecto al débil desempeño del PIB y de la actividad económica medida por el IGAE, y reduce de nuevo su estimación para el crecimiento en 2019

El crecimiento del PIB en este primer trimestre es similar al reportado en la estimación oportuna del INEGI. Sin embargo y como se había esperado, las revisiones a las cifras anteriores y los detalles adicionales conducen a otra revisión a la baja en nuestra estimación para el crecimiento en 2019¹. De un rango de entre 1.4% y 1.5% para el PIB medido en términos desestacionalizados, HR Ratings ahora supone un avance de 1.2% tanto para el PIB ajustado como para la medición expresada en términos originales.

También se publicó el reporte del IGAE a marzo y es relevante observar que esta métrica del desempeño de la economía muestra mayor debilidad que la del PIB ajustado (y aún más con respecto al PIB original). De hecho, en términos de los promedios móviles de tres meses, el IGAE presenta dos trimestres consecutivos de crecimiento negativo. Si fueran datos del PIB, podríamos decir que la economía mexicana ya estaría (por lo menos hasta marzo) en un periodo recesivo, de acuerdo con la clásica definición del concepto.

Tabla 1: Crecimiento del PIB con datos ajustados y originales

Cifras Ajustadas	dic-17	mar-18	jun-18	sep-18	dic-18	mar-19
Trimestral*	0.91%	1.33%	-0.38%	0.67%	0.03%	-0.17%
Trimestral Anualizado**	<u>3.71%</u>	<u>5.41%</u>	<u>-1.52%</u>	<u>2.70%</u>	<u>0.13%</u>	<u>-0.69%</u>
Anual	1.52%	2.22%	1.53%	2.54%	1.65%	0.14%
Crecimiento Anual UDM	2.38%	2.12%	1.73%	1.95%	1.98%	1.46%
Cifras Originales	dic-17	mar-18	jun-18	sep-18	dic-18	mar-19
Anual	1.54%	1.22%	2.58%	2.49%	1.69%	1.25%
Crecimiento Anual UDM	2.12%	1.57%	1.73%	1.96%	2.00%	2.00%
Diferencia Ajust. vs. Orig.***	27	55	-0	-0	-1	-54

Fuente: HR Ratings con información del INEGI. Base 2013.

*Cambio respecto al trimestre inmediato anterior.

**Cambio anualizado respecto al trimestre inmediato anterior.

***Diferencia en las tasas de crecimiento UDM.

En la Tabla 1 se observa la caída anualizada de 0.69% en el PIB del primer trimestre de 2019 (1T19) con respecto al trimestre inmediato anterior. En términos anuales, el crecimiento fue de apenas 0.14% relativo al 1T18 (en términos desestacionalizados). En contraste, en términos originales, el PIB tuvo un avance anual de 1.25%, todavía débil, pero muy superior al cambio arrojado por la medición ajustada. Esta diferencia se refleja en las muy diferentes mediciones del desempeño del PIB en los últimos doce meses (UDM). Por un lado, las cifras ajustadas muestran un pobre avance de 1.46% vs. el 2.0% con la información no ajustada. Para dimensionar esta diferencia, el último renglón muestra la disparidad en crecimientos anuales UDM en periodos pasados en términos de puntos base. La brecha de 54 es muy superior en comparación a los recientes trimestres anteriores. Pensamos que la serie ajustada da una idea más realista de la economía.

¹ Favor de ver nuestro reporte del 30 de abril, *Estimación Oportuna del PIB al 1T19*, en el siguiente enlace: <https://www.hrratings.com/pdf/0Estimacion%20Oportuna%20del%20PIB%20al%201T19.pdf>

Producto Interno Bruto del 1T19

Revisión a la baja de la estimación de crecimiento para 2019

México

Reporte Económico

30 de mayo de 2019

En la Tabla 2 mostramos la evolución del PIB por sector en términos de su crecimiento anualizado vs. el periodo inmediato anterior. También presentamos el tamaño de cada sector para poder apreciar el impacto relativo de los cambios sectoriales. Finalmente, presentamos los crecimientos anuales UDM para poder apreciar la tendencia a la baja que presenta la economía.

El sector terciario o de servicios ha mostrado debilidad en los últimos dos trimestres con avances anualizados de únicamente 1.48% en el 4T18 y su retroceso de 0.68% en el primer periodo del 2019. En cuanto al sector secundario, o industrial, este ha mostrado una muy pronunciada debilidad desde el 2T18, especialmente en el sector de minería (básicamente el petrolero) y ahora hemos tenido dos trimestres consecutivos de crecimiento negativo para el componente más grande, la manufactura. El panorama de debilidad de la economía estadounidense no da elementos para suponer una recuperación de la producción industrial en el corto plazo.

Los resultados de estos movimientos sectoriales implicaron crecimientos trimestrales anualizados (t/t) de 0.13% y el retroceso de 0.69% en el 4T18 y el 1T19, respectivamente. En contraste, el IGAE reportó tasas de crecimiento negativas en los dos trimestres mencionados, siendo el 4T18 el de mayor disminución (-0.95% t/t), mientras que en el 1T19 decreció en -0.28% t/t. Normalmente dos trimestres consecutivos de tasas de crecimiento negativas constituyen una recesión, de acuerdo con la definición técnica más tradicional.

Tabla 2: Crecimientos Trimestrales Anualizados del PIB

Información ajustada por estacionalidad	mar-19	sep-17	dic-17	mar-18	jun-18	sep-18	dic-18	mar-19
Primario	622	1.25%	8.85%	-0.63%	-3.01%	3.90%	11.64%	10.69%
Secundario	5,321	-3.10%	2.43%	2.78%	-1.41%	0.46%	-4.95%	-2.24%
Manufactura	2,927	0.35%	1.46%	4.58%	0.44%	2.41%	-1.49%	-1.70%
Construcción	1,284	0.24%	5.62%	6.44%	-6.96%	-1.17%	-5.47%	3.05%
Minería	847	-19.72%	1.40%	-3.87%	-1.09%	-8.40%	-14.98%	-5.34%
Electricidad, Agua & Gas	268	-5.42%	3.41%	6.29%	1.63%	4.80%	-6.10%	-5.13%
Terciario	11,778	-0.14%	3.80%	5.80%	0.05%	3.17%	1.48%	-0.68%
Comercio al por mayor	1,547	6.12%	3.07%	4.57%	-7.57%	7.57%	2.10%	-7.21%
Comercio al por menor	1,715	-12.87%	15.09%	13.53%	-7.23%	2.93%	3.69%	2.67%
Inmobiliario y Alquiler	2,067	0.34%	1.57%	5.14%	1.74%	0.75%	1.70%	2.79%
Resto Terciario	6,451	1.17%	2.91%	3.15%	4.73%	2.06%	1.39%	-1.25%
Valor Bruto Agregado	17,721	-1.02%	3.54%	4.64%	-0.50%	2.36%	-0.19%	-0.78%
Impuestos Netos	832	-2.59%	1.69%	8.18%	-2.22%	4.98%	2.41%	-1.50%
Crecimiento anualizado del PIB	18,553	-1.29%	3.71%	5.41%	-1.52%	2.70%	0.13%	-0.69%
Crecimiento del PIB UDM	18,543	2.83%	2.38%	2.12%	1.73%	1.95%	1.98%	1.46%

Fuente: HR Ratings con información del INEGI. Base 2013.

*Datos en miles de millones de pesos reales de 2013.

En la Gráfica 1 presentamos la evolución de la economía nacional, en términos de crecimientos UDM de las tres métricas: la serie ajustada por estacionalidad del IGAE, la serie ajustada del PIB y la serie original del PIB. La gráfica muestra que las tasas de crecimiento de los indicadores mencionados han seguido en una trayectoria descendente desde que llegó a un punto máximo en su ciclo de alrededor de 3.25% en el 3T15.

Está por verse si la economía se encuentra a punto de revertir esta trayectoria negativa de manera similar al repunte a partir del 2T14 como fue el caso en el ciclo bajista anterior. Lo que es interesante es que el cambio de tendencia a la baja a partir del 3T15 corresponde en términos generales con las caídas en los precios de las exportaciones petroleras de México. En 2013 y 2014, los precios promedios mensuales eran de aproximadamente 98.4

Producto Interno Bruto del 1T19

Revisión a la baja de la estimación de crecimiento para 2019

México

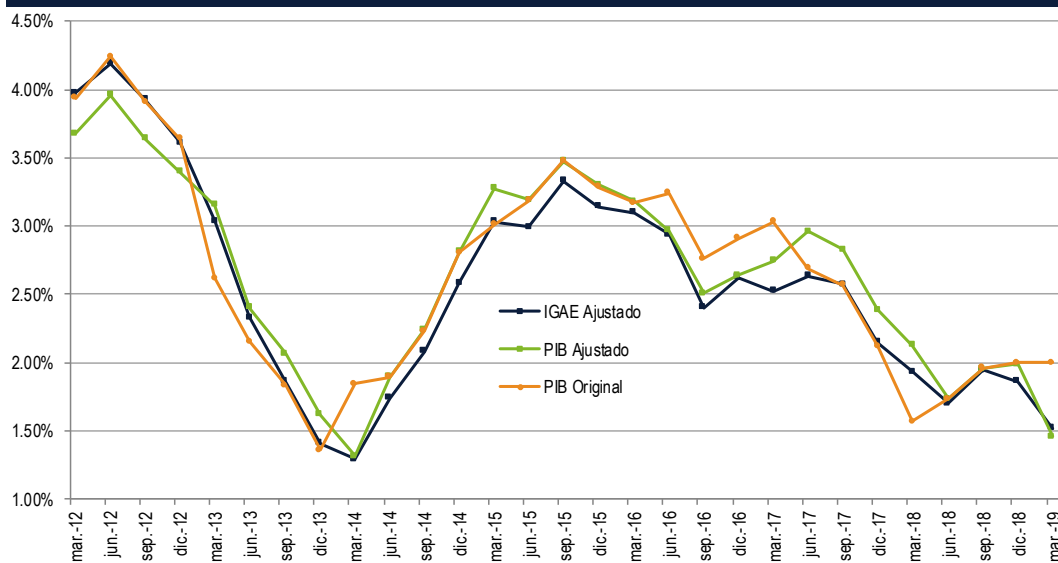
Reporte Económico

30 de mayo de 2019

dólares por barril (dbp) y 85.4 dbp, posteriormente cayeron en 2015 y 2016 a 43.1 dbp y 35.13 dbp respectivamente. Desafortunadamente, no se ve ningún cambio de tendencia en la economía mexicana, a pesar de los incrementos en los precios del petróleo a partir de 2017, subiendo a 46.8 dbp y a 61.2 dbp en 2018. Esta tendencia positiva en los precios ha sido contrarrestada por la continua caída en la producción de petróleo crudo, que pasó de aproximadamente 2,267 miles de barriles por día (mbd) en 2015 a 1,813 mbd en 2018.

Al mismo tiempo que la economía entró en una fase decreciente, la inflación inició una tendencia fuertemente alcista, consecuencia de devaluaciones en la liberalización en los precios controlados de energía, que generaron un alza en los costos de producción. El fuerte incremento en la inflación generó en respuesta una política monetaria restrictiva por parte del Banco de México, cuando en términos generales durante una fase bajista del ciclo, la respuesta hubiera sido expansiva. Además, y no menos importante, la inversión tanto pública como privada se estancaron a partir de 2015, la primera como consecuencia del proceso de consolidación fiscal y de la caída en los ingresos petroleros y la segunda respondió de manera inercial a las políticas monetarias y fiscales restrictivas.

Gráfica 1: Crecimientos UDM relativos de diferentes métricas de la economía mexicana



Fuente: HR Ratings con datos del INEGI ajustados por estacionalidad. Índice del PIB = 100 en 2013.

En lo que refiere a las distintas métricas de crecimiento, estas sugieren una anomalía en cuanto al movimiento del PIB original apoyando nuestra opinión de que el avance de 2.0% UDM es menos indicativo del comportamiento de la economía que el 1.46% del PIB ajustado como se observa en la línea naranja de la Gráfica 1.

Por su parte, en la Gráfica 2 mostramos el cambio en los niveles de las distintas métricas entre el IGAE UDM y las mediciones del PIB indizados con una base en 2013. Aunque el crecimiento UDM del PIB desestacionalizado y el IGAE ajustado son comparables (Gráfica 1) en la Gráfica 2 se observa una creciente brecha, medida con mayor exactitud en el eje derecho. La Gráfica refleja como el PIB ha mostrado un mayor crecimiento acumulado que el IGAE desde 2013. Por otro lado, la línea gris indica que la brecha posiblemente ya ha alcanzado un grado máximo.

Producto Interno Bruto del 1T19

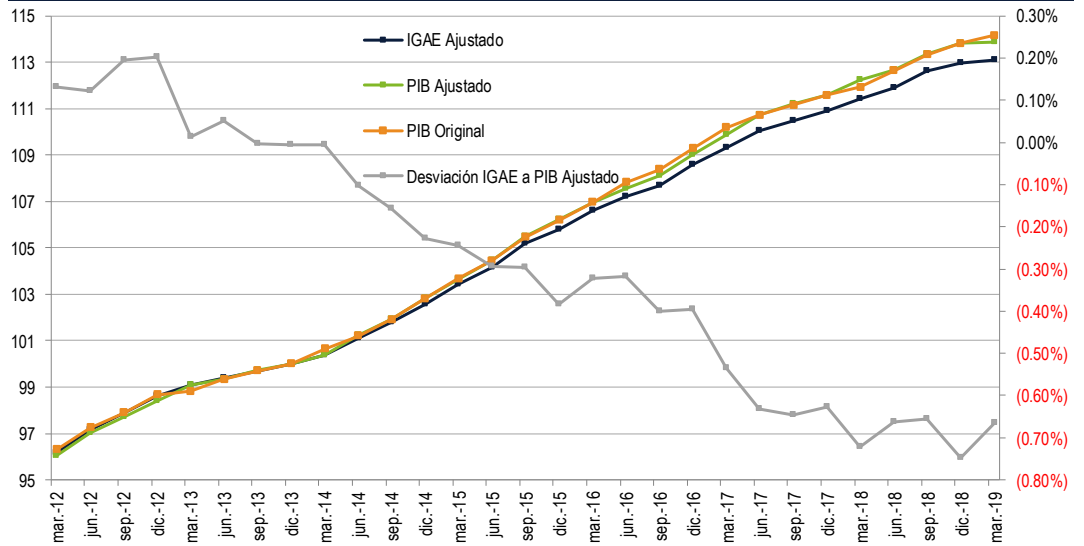
Revisión a la baja de la estimación de crecimiento para 2019

México

Reporte Económico

30 de mayo de 2019

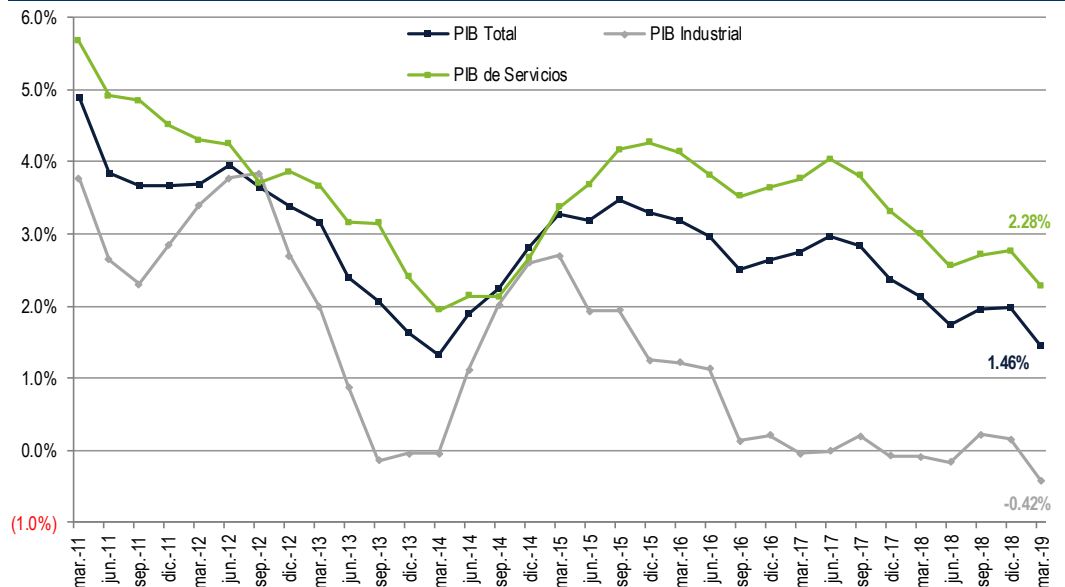
Gráfica 2: Evolución de diferentes índices de la economía mexicana



Fuente: HR Ratings con datos del INEGI ajustados por estacionalidad. Índice del PIB = 100 en 2013.

En la Gráfica 3 podemos observar la evolución real tanto del PIB como de sus sectores. Es relevante destacar la desaceleración del sector terciario y el deterioro del sector industrial.

Gráfica 3: Crecimiento real del PIB, del sector industrial y de servicios (UDM)



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

En la Gráfica 4 presentamos de nuevo el desempeño del PIB durante los últimos años, pero agregando nuestras estimaciones para el resto del año. Estamos suponiendo un fuerte repunte en el 2T19 con un avance anualizado de 3.50%, seguido por una expansión de

Producto Interno Bruto del 1T19

Revisión a la baja de la estimación de crecimiento para 2019

México

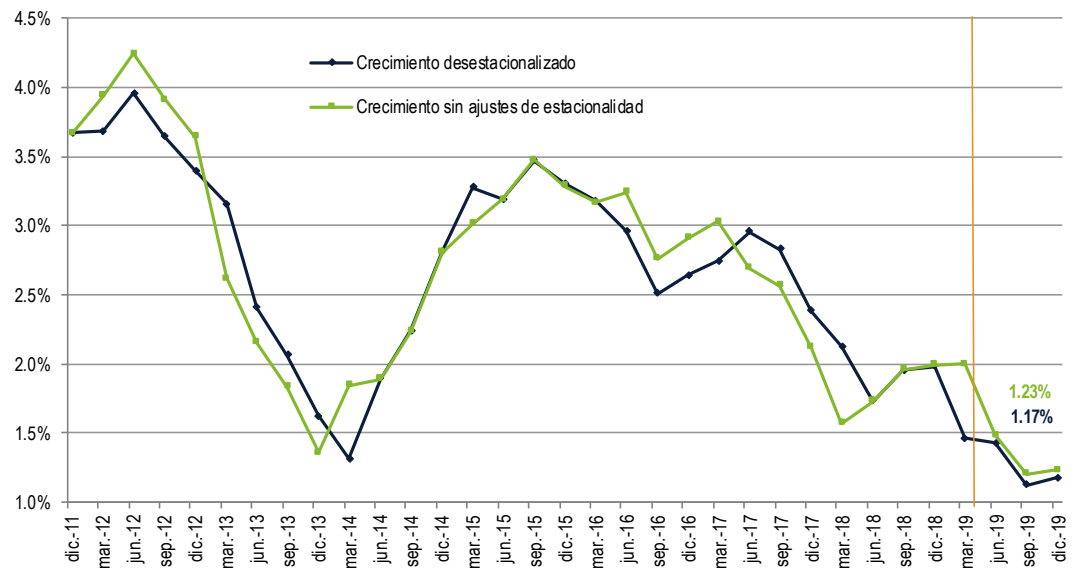
Reporte Económico

30 de mayo de 2019

2.3% en promedio para el segundo semestre del año, lo que derivaría en crecimientos de 1.23% (desestacionalizado) y 1.17% (serie original).

Aunque el resultado anual pudiera parecer pesimista pensamos que los supuestos para llegar al 1.2% son moderadamente optimistas. En el contexto de una política fiscal conservadora, una política monetaria restrictiva (provocada por una inflación todavía alta y el deseo de mantener estable el tipo de cambio), la incertidumbre política que limita la inversión directa, y una economía estadounidense mostrando señales de debilitamiento; no descartamos recortes adicionales en la estimación anual.

Gráfica 4: Crecimiento real anual del PIB con supuestos para 2019 (UDM)



Fuente: HR Ratings con base en información del INEGI ajustada por estacionalidad y estimaciones propias. Base 2013.

Finalmente, en la Tabla 3 presentamos con más detalle nuestros supuestos para 2019 incluyendo diferentes mediciones del PIB, tanto para su valor en miles de millones de pesos como para su tasa de crecimiento esperada. Así mismo, suponemos un tipo de cambio relativamente estable y una inflación medida tanto en términos del INPC como del deflactor del PIB ligeramente a la baja, al menos lo suficiente como para permitir una reducción en la tasa de referencia del Banco de México.

Producto Interno Bruto del 1T19

Revisión a la baja de la estimación de crecimiento para 2019

México

Reporte Económico

30 de mayo de 2019

Tabla 3: Crecimientos Anuales Observados y Estimados

PIB Anual	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019p
Original Real	16,277	16,734	17,284	17,787	18,163	18,526	18,754
Ajustado Real	16,286	16,744	17,297	17,753	18,176	18,536	18,754
Original Nominal	16,277	17,474	18,551	20,118	21,897	23,518	24,864
USD	1,261	1,289	1,145	1,063	1,163	1,222	1,291
Crecimiento PIB	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019p
Original Real	1.35%	2.80%	3.29%	2.91%	2.12%	2.00%	1.23%
Ajustado Real	1.62%	2.81%	3.30%	2.64%	2.38%	1.98%	1.17%
Original Nominal	2.90%	7.35%	6.17%	8.44%	8.84%	7.40%	5.73%
Deflactor Promedio	100.00	104.42	107.33	113.11	120.56	126.94	132.58
Inflación Deflactor UDM	1.53%	4.42%	2.79%	5.38%	6.59%	5.30%	4.44%
Inflación INPC al cierre	3.97%	4.08%	2.13%	3.36%	6.77%	4.83%	3.80%
Tasa de interés	3.50%	3.00%	3.25%	5.75%	7.25%	8.25%	8.00%
Tipo de cambio al cierre	13.08	14.72	17.21	20.73	19.79	19.68	19.58

Fuente: Estimaciones de HR Ratings con información del INEGI y Banxico en miles de millones de pesos.

HR Ratings Contactos Dirección

Presidencia del Consejo de Administración y Dirección General

Presidente del Consejo de Administración

Alberto I. Ramos +52 55 1500 3130
alberto.ramos@hrratings.com

Director General

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

Vicepresidente del Consejo de Administración

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

Análisis

Dirección General de Análisis

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

Finanzas Públicas / Infraestructura

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

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

Instituciones Financieras / ABS

Fernando Sandoval +52 55 1253 6546
fernando.sandoval@hrratings.com

Dirección General Adjunta de Análisis

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

Deuda Corporativa / ABS

Hatsutaro Takahashi +52 55 1500 3146
hatsutaro.takahashi@hrratings.com

José Luis Cano +52 55 1500 0763
joseluis.cano@hrratings.com

Metodologías

Alfonso Sales +52 55 1500 3140
alfonso.sales@hrratings.com

Regulación

Dirección General de Riesgos

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

Dirección General de Cumplimiento

Rafael Colado +52 55 1500 3817
rafael.colado@hrratings.com

Negocios

Dirección General de Desarrollo de Negocios

Francisco Valle +52 55 1500 3134
francisco.valle@hrratings.com



Producto Interno Bruto del 1T19

Revisión a la baja de la estimación de crecimiento para 2019

México

Reporte Económico

30 de mayo de 2019

México: Avenida Prolongación Paseo de la Reforma #1015 torre A, piso 3, Col. Santa Fe, México, D.F., CP 01210, Tel 52 (55) 1500 3130.
Estados Unidos: One World Trade Center, Suite 8500, New York, New York, ZIP Code 10007, Tel +1 (212) 220 5735.

HR Ratings de México, S.A. de C.V. (HR Ratings), es una institución calificadoradora de valores autorizada por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV), registrada ante la Securities and Exchange Commission (SEC) como una Nationally Recognized Statistical Rating Organization (NRSRO) para los activos de finanzas públicas, corporativos e instituciones financieras, según lo descrito en la cláusula (v) de la Sección 3(a)(62)(A) de la U.S. Securities Exchange Act de 1934 y certificada como una Credit Rating Agency (CRA) por la European Securities and Markets Authority (ESMA).

Las calificaciones y/u opiniones de HR Ratings de México S.A. de C.V. (HR Ratings) son opiniones con respecto a la calidad crediticia y/o a la capacidad de administración de activos, o relativas al desempeño de las labores encaminadas al cumplimiento del objeto social, por parte de sociedades emisoras y demás entidades o sectores, y se basan exclusivamente en las características de la entidad, emisión y/u operación, con independencia de cualquier actividad de negocio entre HR Ratings y la entidad o emisora. Las calificaciones y/u opiniones otorgadas se emiten en nombre de HR Ratings y no de su personal directivo o técnico y no constituyen recomendaciones para comprar, vender o mantener algún instrumento, ni para llevar a cabo algún tipo de negocio, inversión u operación, y pueden estar sujetas a actualizaciones en cualquier momento, de conformidad con las metodologías de calificación de HR Ratings, en términos de lo dispuesto en el artículo 7, fracción II y/o III, según corresponda, de las "Disposiciones de carácter general aplicables a las emisoras de valores y a otros participantes del mercado de valores".

HR Ratings basa sus calificaciones y/u opiniones en información obtenida de fuentes que son consideradas como precisas y confiables, sin embargo, no valida, garantiza, ni certifica la precisión, exactitud o totalidad de cualquier información y no es responsable de cualquier error u omisión o por los resultados obtenidos por el uso de esa información. La mayoría de las emisoras de instrumentos de deuda calificadas por HR Ratings han pagado una cuota de calificación crediticia basada en el monto y tipo de emisión. La bondad del instrumento o solvencia de la emisora y, en su caso, la opinión sobre la capacidad de una entidad con respecto a la administración de activos y desempeño de su objeto social podrán verse modificadas, lo cual afectará, en su caso, al alza o a la baja la calificación, sin que ello implique responsabilidad alguna a cargo de HR Ratings. HR Ratings emite sus calificaciones y/u opiniones de manera ética y con apego a las sanas prácticas de mercado y a la normativa aplicable que se encuentra contenida en la página de la propia calificadoradora www.hrratings.com, donde se pueden consultar documentos como el Código de Conducta, las metodologías o criterios de calificación y las calificaciones vigentes.

Las calificaciones y/u opiniones que emite HR Ratings consideran un análisis de la calidad crediticia relativa de una entidad, emisora y/o emisión, por lo que no necesariamente reflejan una probabilidad estadística de incumplimiento de pago, entendiéndose como tal, la imposibilidad o falta de voluntad de una entidad o emisora para cumplir con sus obligaciones contractuales de pago, con lo cual los acreedores y/o tenedores se ven forzados a tomar medidas para recuperar su inversión, incluso, a reestructurar la deuda debido a una situación de estrés enfrentada por el deudor. No obstante, lo anterior, para darle mayor validez a nuestras opiniones de calidad crediticia, nuestra metodología considera escenarios de estrés como complemento del análisis elaborado sobre un escenario base. Los honorarios que HR Ratings recibe por parte de los emisores generalmente varían desde US\$1,000 a US\$1,000,000 (o el equivalente en otra moneda) por emisión. En algunos casos, HR Ratings calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular por una cuota anual. Se estima que las cuotas anuales varíen entre US\$5,000 y US\$2,000,000 (o el equivalente en otra moneda).