



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



Ricardo Gallegos

ricardo.gallegos@hrratings.com

Director General Adjunto de Análisis
Económico



Felix Boni

felix.boni@hrratings.com

Director General de Análisis

Reportes semanales. En la semana del 6 al 10 de mayo, en los reportes económicos de esta semana incluimos las cifras del INEGI de la actividad industrial de marzo y la inflación mensual de abril. Adicionalmente, comentamos sobre las cifras del Instituto Mexicano del Seguro Social (IMSS) correspondientes al empleo formal del mes de abril, y finalmente, comentamos sobre la tercera reunión de política monetaria del año del Banco de México.

La **actividad industrial de marzo** mostró un repunte mensual de 0.56% que representó el mejor desempeño desde junio 2023 (+0.68% m/m), el cual estuvo apoyado por la dinámica positiva tanto en el sector manufacturero como de la construcción. No obstante, lo anterior no fue suficiente para que en términos trimestrales se observara un crecimiento, lo que implicó su segunda caída trimestral consecutiva.

El **número de trabajadores afiliados al IMSS en abril** aumentó en 84.8 mil trabajadores y con ello se tienen registrados 22.4 millones de trabajadores en el Instituto. Por sectores, el sector terciario tuvo el mayor aumento en el número de afiliados con 63.5 mil nuevas plazas, seguido por el sector secundario que registró una entrada de 44.3 mil trabajadores. Sin embargo, estas ganancias se vieron parcialmente contrarrestadas por la salida de 22.9 mil empleados del sector agropecuarios.

La variación anual de la **inflación se aceleró por tercer mes consecutivo** en abril y se ubicó en 4.65% (vs. 4.42% previo). La inflación estuvo presionada por el subcomponente no subyacente, cuya variación anual fue de 5.54% (vs. 4.03% previo). Por el contrario, la inflación subyacente continuó desacelerándose por décimo sexto mes consecutivo y se ubicó en 4.37% (vs. 4.55% previo). En términos mensuales, el avance de la inflación fue de 0.20% y se ubicó por arriba del 0.18% que estimó el consenso de analistas de la Encuesta Citibanamex. Por componentes, el avance de la inflación subyacente fue de 0.21% (vs. 0.24% esperado), mientras que la no subyacente aumentó 0.18%.

La **junta de gobierno de Banco de México** votó de manera unánime por mantener la tasa de interés de referencia en 11.00%. En el comunicado notamos un tono más cauteloso con relación a la actividad económica en México y a la inflación. Asimismo, la junta reconoció que persisten los retos con relación al proceso desinflacionario y retrasó al cuarto trimestre de 2025 (desde el 2T25) la expectativa de la convergencia de la inflación hacia la meta.



Movimientos de los mercados. El tipo de cambio del peso (MXN) finalizó la semana en P\$16.77/USD y registró una apreciación de 24 centavos respecto al cierre de la semana anterior. Este nivel del tipo de cambio fue su mejor desempeño desde el 15 de abril, cuando la divisa se ubicó en P\$16.68/USD. Respecto a los rendimientos de los instrumentos de 10 años, la nota del tesoro de Estados Unidos se mantuvo sin cambios respecto al cierre de la semana anterior en 4.50%, mientras que el bono M terminó la semana en 9.67%, 10 pb por arriba del cierre de la semana anterior. Tanto el tipo de cambio como el movimiento en el rendimiento de las tasas de más largo plazo en México reaccionaron al comunicado más *hawkish* de parte de Banco de México.

Movimientos de los mercados

Información relevante	03-may	10-may	Cambio	Finales de 2024*
Tipo de cambio	17.00	16.77	(-) 24 centavos	18.40
Tasa de referencia de EUA	5.32%	5.32%	-	4.63%
Nota de Tesoro de EUA a 10 años	4.50%	4.50%	-	4.12%
Tasa de referencia de México	11.00%	11.00%	-	10.25%
Bono M de 10 años	9.57%	9.67%	(+) 10 puntos base	10.02%

Fuente: HR Ratings con información de Bloomberg.

*Proyecciones de HR Ratings. Para el caso de la tasa de referencia de EUA se toma el punto medio.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Actividad Industrial de marzo

Con base en datos ajustados por estacionalidad, la actividad industrial registró un repunte mensual (m/m) en marzo de 0.56%, siendo el mejor desempeño desde junio 2023 (+0.68% m/m). Lo anterior fue respaldado por la dinámica positiva en las actividades manufactureras y de construcción.

Como se puede observar en la tabla inferior, el sector manufacturero registró su tercer avance consecutivo, con un crecimiento de 0.78%, ligeramente mayor al alza del mes anterior. Al interior, la mayor parte de los subsectores que lo conforman mostraron avances mensuales, siendo los más relevantes los observados en la fabricación de aparatos electrónicos (+1.35%), equipo de cómputo y accesorios electrónicos (+0.68%), producción de metálicos (+2.79%) y otras industrias manufactureras (+4.7%). En contraste, la fabricación de equipo de transporte registró una contracción de 0.4% m/m, aunque consideramos que esto no afecta la dinámica positiva observada en los últimos meses, la cual estuvo apoyada por la demanda proveniente del exterior.

Por parte del sector de la construcción, este repuntó en 1.1% m/m, aunque esto no alcanzó a mitigar el desempeño negativo en el mes inmediato anterior (-2.2% m/m). Al interior destacaron los avances tanto en las obras de edificación (+1.3% m/m) como las obras de ingeniería civil (+2.9% m/m), siendo este sector el que mejor desempeño ha mostrado en los últimos periodos, como resultado del crecimiento en la inversión física presupuestaria del Gobierno Federal. No obstante, consideramos que este efecto podría irse diluyendo durante el segundo semestre del año, cuando la mayor parte de las obras públicas prioritarias hayan finalizado. Del lado negativo, los trabajos especializados cayeron en 3.5% m/m, con lo que acumularon cuatro meses de desempeño negativo.

Evolución mensual de la actividad industrial

Concepto	Índice del periodo					Cambio vs. periodo anterior*				
	nov.-23	dic.-23	ene.-24	feb.-24	mar.-24	nov.-23	dic.-23	ene.-24	feb.-24	mar.-24
México										
Manufactura	106.4	105.2	105.4	106.1	107.0	-0.45%	-1.13%	0.12%	0.72%	0.78%
Transporte	107.9	102.1	102.3	105.8	105.3	-3.18%	-5.35%	0.17%	3.39%	-0.40%
Construcción	107.6	107.1	108.3	105.9	107.1	-2.53%	-0.48%	1.11%	-2.18%	1.06%
Edificación	96.7	95.9	97.7	94.1	95.3	-4.17%	-0.85%	1.83%	-3.67%	1.30%
Ingeniería Civil	160.5	166.1	166.5	173.0	178.1	0.43%	3.49%	0.24%	3.92%	2.93%
Trabajos especializados	106.0	104.7	103.2	98.3	94.9	1.21%	-1.19%	-1.50%	-4.74%	-3.46%
Minería	99.9	101.3	100.7	99.9	98.7	-1.36%	1.40%	-0.62%	-0.79%	-1.16%
Petróleo & Gas	100.6	99.7	98.4	97.8	96.8	-0.05%	-0.96%	-1.29%	-0.61%	-1.00%
Electricidad	73.7	72.8	72.6	73.6	73.7	-0.47%	-1.27%	-0.30%	1.38%	0.22%
Total	104.0	103.3	103.3	103.2	103.7	-0.93%	-0.68%	0.03%	-0.14%	0.56%

Fuente: HR Ratings con información desestacionalizada del INEGI y la FRED.

*La información mensual es el cambio respecto al mes inmediato anterior.

Finalmente, las actividades mineras registraron una contracción de 1.2% m/m como consecuencia de la caída en las actividades de extracción de petróleo y gas (-1.0% m/m), mientras que el suministro de electricidad avanzó moderadamente en 0.2% m/m. En términos trimestrales, la actividad industrial registró una contracción de 0.7%, acumulando dos trimestres de desempeño negativo, lo que implica un cambio de tendencia respecto a lo observado durante los últimos dos años.



Empleo formal del IMSS de abril

De acuerdo con los datos publicados por el Instituto Mexicano de Seguridad Social (IMSS), en abril 84,857 trabajadores se afiliaron al IMSS, con lo anterior, el número de asegurados afiliados alcanzó los 22.4 millones. El aumento mensual de abril fue el cuarto más alto en la historia del indicador para el mismo mes. Por sectores, el terciario tuvo el mayor aumento en el número de afiliados con 63.5 mil nuevas plazas como resultado principalmente del incremento en el comercio (+24.6 mil) y los servicios diversos (+17.5 mil). Del lado del sector secundario se observó un incremento de 44.3 mil trabajadores con avances en el sector de la construcción (22.5 mil) y el manufacturero (+21.2 mil). Estos incrementos se vieron parcialmente contrarrestados por la salida de 22.9 mil empleados del sector agropecuario.

En el año, el número de trabajadores en el IMSS acumula 349.8 mil (vs. 447.3 mil en los primeros cuatro meses de 2023). Con base en lo anterior, notamos una desaceleración en la creación de empleos en 2024 vs. 2023, sin embargo, este aumento se encuentra en línea con el nivel de expansión de la actividad económica, el cual ha mostrado moderación en 2024.

Por su parte, el salario medio de cotización en el IMSS fue de P\$578 diarios, lo que significó un aumento nominal de 9.6% y de 5.1% real respecto al año anterior, con lo que los trabajadores continúan ganando poder adquisitivo. Consideramos que el avance en los salarios en conjunto con el avance observado en la creación de empleo formal seguirá dando impulso a la actividad económica, especialmente durante el primer semestre del año.

Asegurados en el IMSS: Creación de empleos y salario promedio

Al mes de	Número de asegurados	Cambio anual	Cambio en el salario y la inflación anual				Sal. Min. Nom.	Salario prom. vs. salario min.
			Pesos diarios	Nom. Prom.	Real Prom.	Inflación		
abr.-17	19,021	4.3%	330	4.87%	-0.89%	5.82%	5.82%	4.12
abr.-18	19,874	4.5%	349	5.84%	1.23%	4.55%	4.55%	3.95
abr.-19	20,379	2.5%	374	6.96%	2.44%	4.41%	4.41%	3.64
abr.-20	19,928	-2.2%	404	8.01%	5.74%	2.15%	20.00%	3.28
abr.-21	20,070	0.7%	428	5.96%	-0.12%	6.08%	15.00%	3.02
abr.-22	21,011	4.7%	474	10.82%	2.91%	7.68%	22.00%	2.74
abr.-23	21,820	3.9%	527	11.24%	4.69%	6.25%	20.00%	2.54
abr.-24	22,374	2.5%	578	9.64%	5.14%	4.27%	20.00%	2.32

Fuente: HR Ratings con información del IMSS, STPS y el INEGI. El número de asegurados se expresa en miles.

*Los salarios son los promedios diarios en cada mes.

Inflación de abril

En abril, la inflación general registró un avance mensual (m/m) de 0.20%, ubicándose ligeramente por encima de lo estimado por el consenso (+0.18 m/m), lo que refleja las continuas presiones inflacionarias en los últimos cinco meses. Adicionalmente, esta medición se encuentra por encima del promedio de los últimos quince años (-0.07% m/m).

Como se puede observar en la tabla inferior, el avance de la inflación subyacente durante el mes de abril (+0.21%) se encontró por debajo del incremento en el mes inmediato anterior (+0.29% m/m). Al interior, los alimentos y bebidas avanzaron 0.32% m/m, mientras que los servicios subyacentes avanzaron en 0.10% m/m, lo que implicó un descenso desde el 0.69% en el mes inmediato anterior. En contraste, el componente no subyacente mostró un avance de 0.18% m/m vs. -0.16% m/m en marzo, presionado de manera importante por los productos agropecuarios (+2.32% m/m), especialmente por el subcomponente de



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

frutas y verduras que mostró un importante avance de 3.94% m/m¹. En contraste, los productos energéticos y las tarifas cayeron 1.6% m/m, relacionado con el inicio del programa de tarifas eléctricas de temporada cálida.

Inflación mensual y anual de los principales componentes del INPC

Concepto	Variación mensual			Variación Anual		
	feb.-24	mar.-24	abr.-24	feb.-24	mar.-24	abr.-24
INPC	0.09%	0.29%	0.20%	4.40%	4.42%	4.65%
Subyacente	0.49%	0.44%	0.21%	4.64%	4.55%	4.37%
No subyacente	-1.10%	-0.16%	0.18%	3.67%	4.03%	5.54%
Mercancías	0.40%	0.22%	0.30%	4.11%	3.88%	3.67%
Alimentos y bebidas	0.40%	0.30%	0.32%	5.25%	5.01%	4.79%
Resto	0.40%	0.13%	0.27%	2.75%	2.53%	2.34%
Servicios subyacentes	0.61%	0.69%	0.10%	5.30%	5.37%	5.21%
Vivienda	0.44%	0.38%	0.29%	3.73%	3.78%	3.73%
Educación (colegiaturas)	0.59%	0.02%	0.00%	6.39%	6.36%	6.36%
Resto	0.75%	1.07%	-0.02%	6.36%	6.46%	6.19%
Agropecuarios	-4.60%	-0.53%	2.32%	4.77%	4.92%	7.35%
Frutas y Verduras	-8.43%	-3.39%	3.94%	15.00%	12.25%	18.57%
Ganadería	-0.75%	2.14%	0.90%	-3.23%	-0.78%	-1.13%
Energía & Tarifas Autorizados	2.12%	0.16%	-1.64%	2.75%	3.29%	3.98%
Energía	2.81%	0.13%	-2.43%	2.28%	3.25%	4.38%
Tarifas Autorizadas	0.56%	0.23%	0.21%	3.87%	3.38%	3.08%

Fuente: HR Ratings con datos del INEGI.

En su variación anual (a/a), la inflación se aceleró a 4.65% desde el 4.42% en el mes de marzo con un comportamiento diferenciado entre sus principales componentes, lo que implica su tercer avance consecutivo mensual. Al interior, la inflación subyacente se ubicó en 4.37% a/a, por debajo del 4.55% del mes anterior. En este sentido, la inflación de las mercancías se ubicó en 3.67% a/a, registrando un descenso en las presiones de los alimentos y bebidas a 4.79% a/a vs. 5.01% a/a en el mes anterior. En el mismo sentido, las mercancías no alimenticias descendieron a 2.34% a/a. Por otro lado, el componente no subyacente mostró un importante incremento a 5.54% a/a desde el 4.03% a/a en marzo, presionado, principalmente, por los productos agropecuarios, que registraron un fuerte incremento a 7.35% a/a desde el 4.92% a/a, y que, como lo mencionamos, enfrentan dificultades en la oferta de ciertos productos. Con base en lo anterior, las proyecciones inflacionarias al cierre del año podrían sufrir una revisión al alza como consecuencia de la resistencia observada en algunos subcomponentes.

Decisión de política monetaria de Banco de México

La junta de gobierno de Banco de México votó de manera unánime por mantener la tasa de interés de referencia en 11.00%. En el comunicado, notamos un tono más cauteloso con relación a la actividad económica en México y a la inflación. Con relación al crecimiento económico, la junta ahora anticipa que la debilidad observada en el cuarto trimestre de 2024 (4T23) pudo haberse extendido hasta el primer trimestre (1T24), contrario al comunicado anterior, cuando anticipaban que la actividad económica sería más dinámica el 1T24 vs. el 4T23. De acuerdo con las cifras oportunas del Producto Interno Bruto (PIB), el crecimiento trimestral del 1T24 fue de 0.2%, que se compara con el crecimiento de 0.1% del 4T23.

¹ Durante el mes de abril existieron problemas en los niveles de producción de algunos productos agropecuarios, destacando el jitomate que incremento su costo mensual en 13.6%, mientras que el chile serrano registró una variación mensual en su precio de 64.4%.



Respecto a la inflación, mencionaron que desde la última reunión (marzo), la inflación general ha aumentado, afectada por el componente no subyacente, si bien la subyacente sigue disminuyendo. El balance de riesgos para la inflación se mantiene sesgado al alza. Asimismo, la junta opinó que persisten retos para regresar la inflación al rango objetivo; en particular, se prevé un comportamiento más persistente en la inflación subyacente. Lo anterior produjo un cambio al alza en las expectativas de la inflación general y de la subyacente en el horizonte de corto y mediano plazo, incluido el cierre de 2024. Ahora, Banxico anticipa que la inflación general termine 2024 en 4.0% (vs. +3.6% previo) y la subyacente en 3.6% (vs. +3.5% previo). Los nuevos escenarios de Banxico se acercan más al consenso de los analistas del sector privado que, de acuerdo con la Encuesta Citibanamex de mayo, la mediana del consenso anticipó que la inflación general al cierre de 2024 se ubicará en 4.17% y la inflación subyacente en 4.10%. En HR Ratings estimamos que la inflación general cerrará el año en 4.05% y la subyacente en 4.00%, sin embargo, estos escenarios podrían modificarse en la próxima revisión de escenarios macroeconómicos de junio.

En la guía prospectiva, la junta mencionó que en las próximas reuniones se valorará el panorama inflacionario para discutir ajustes en la tasa de referencia, así como la incidencia de la postura monetaria restrictiva que se ha mantenido y la que sigue imperando sobre la evolución de la inflación en el horizonte de proyección.

Dado el retraso en la convergencia de la inflación hacia la meta, los retos adicionales que menciona la junta de gobierno al interior del componente subyacente, las lecturas recientes de inflación (que tuvieron un repunte por tercer mes consecutivo) y el cambio en los pronósticos al alza, consideramos que el comunicado mantiene un tono *hawkish* que busca expresar su preocupación ante un panorama inflacionario que parece estarse complicando. La más reciente lectura de la inflación muestra un panorama complejo debido a que la mayor parte de las presiones inflacionarias en abril vinieron del componente no subyacente, y específicamente del lado de los productos agrícolas que se han visto afectados por la sequía que está atravesando nuestro país. Este choque, que se relaciona con temas de oferta y no de demanda, difícilmente puede ser resultado de la instrumentación de la política monetaria, sin embargo, si no se atiende o no pasa pronto, pudiera comenzar a traspasar parte de las presiones a la inflación subyacente, especialmente en las mercancías alimenticias que hasta el momento no parecen haber reaccionado a las alzas en los precios de los agropecuarios. Si a esto añadimos que la inflación de los servicios se ha mantenido por arriba del 5.0% en los últimos 21 meses, y sigue sin mostrar una clara tendencia a la baja, consideramos que la junta mantendrá una postura cautelosa en cuanto a futuros recortes y la pausa podría extenderse hasta el tercer trimestre del año.



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

Las calificaciones y/u opiniones de HR Ratings son opiniones con respecto a la calidad crediticia y/o a la capacidad de administración de activos, o relativas al desempeño de las labores encaminadas al cumplimiento del objeto social, por parte de sociedades emisoras y demás entidades o sectores, y se basan exclusivamente en las características de la entidad, emisión y/u operación, con independencia de cualquier actividad de negocio entre HR Ratings y la entidad o emisora. Las calificaciones y/u opiniones otorgadas se emiten en nombre de HR Ratings y no de su personal directivo o técnico y no constituyen recomendaciones para comprar, vender o mantener algún instrumento, ni para llevar a cabo algún tipo de negocio, inversión u operación, y pueden estar sujetas a actualizaciones en cualquier momento, de conformidad con las metodologías de calificación de HR Ratings.

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

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

Contacto con Medios

comunicaciones@hrratings.com



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS