



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 8 al 12 de julio, comentamos sobre la actividad industrial al mes de mayo, el empleo formal y la inflación mensual de junio. Adicionalmente, comentamos sobre las minutas de decisión de política monetaria de Banxico.

La actividad industrial mostró un desempeño positivo durante mayo, respaldada por el avance dentro del sector de la construcción, especialmente por las obras de edificación que ayudaron a mitigar el estancamiento del sector manufacturero, mientras que las obras de ingeniería civil continúan retrocediendo.

El empleo del IMSS registró una contracción durante junio de 29.6 mil puestos, acumulando así dos meses de decrementos. Sobresale que, en términos del acumulado de enero a junio, se registra la creación de 295.1 mil puestos, lo que, a pesar de ser un dato positivo, refleja una importante desaceleración respecto a los niveles del primer semestre de 2023. Al interior, los sectores de manufactura y construcción presentan las mayores afectaciones en torno a la afiliación de puestos formales en 2024.

La inflación al mes de junio sorprendió al alza, afectada por presiones en los productos agropecuarios. En términos anuales la inflación general avanzó a 4.98% desde el 4.69% de mayo, alcanzando su mayor nivel en el último año. Por componentes, la inflación subyacente continuó con su trayectoria descendente por décimo séptimo mes consecutivo y se ubicó en 4.13% desde el 4.21% previo, mientras que la inflación no subyacente se aceleró a 7.67% desde el 6.19% previo.

Las minutas de la política monetaria del Banco de México dejan abierta la posibilidad de futuros recortes en la tasa de interés pese a los malos resultados que ha tenido la inflación. En nuestra lectura, tomando en cuenta el dato más reciente de la inflación de junio que se aceleró por cuarto mes consecutivo en términos anuales para ubicarse en 4.98% y que ahora se ubica por arriba del cierre de 2023 (+4.66%), será complicado encontrar espacio para los siguientes recortes, aún con el argumento de una mayor desaceleración económica. Es por esto que mantenemos nuestra expectativa de que la tasa de política monetaria terminará el año en un nivel de 10.50% vs. 11.0% actualmente.

Movimientos de los mercados. El tipo de cambio del peso (MXN) se apreció y finalizó la semana en P\$17.82/USD, veintiocho centavos por abajo del cierre de la semana anterior, beneficiado por pérdidas generalizadas del dólar americano ante la creciente expectativa de un recorte de tasas de interés de la Reserva Federal de Estados Unidos, luego de que los resultados



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

de la inflación de junio de ese país salieran mejor a las expectativas. Respecto a los rendimientos de los instrumentos de 10 años, la nota del tesoro de Estados Unidos cayó 8 punto base (pb), a 4.20% al cierre de la semana. A su vez, el bono M terminó la semana en 9.75%, también 23pb por debajo del cierre de la semana anterior.

Movimientos de los mercados

Información relevante	05-jul	12-jul	Cambio	Finales de 2024*
Tipo de cambio	18.10	17.82	(-) 28 centavos	18.40
Tasa de referencia de EUA	5.32%	5.32%	-	5.13%
Nota de Tesoro de EUA a 10 años	4.28%	4.20%	(-) 8 punto base	4.28%
Tasa de referencia de México	11.00%	11.00%	-	10.50%
Bono M de 10 años	9.97%	9.75%	(-) 23 punto base	10.13%

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 a mayo

Con base en datos ajustados por estacionalidad, la actividad industrial registró un crecimiento mensual (m/m) de 0.67%, por lo que logró mitigar la caída observada en el mes inmediato anterior (-0.41% m/m). Es importante mencionar que el dinamismo positivo de la actividad industrial fue resultado del sector de la construcción, el cual mostró su tercer avance consecutivo mensual.

Como se puede observar en la tabla inferior, el sector de la construcción creció 2.5% m/m en mayo, siendo su mejor desempeño desde octubre 2023 (+4.3% m/m). Asimismo, destaca que este avance fue respaldado por la buena dinámica que presentó el subsector de edificación (+5.2% m/m), siendo su mejor desempeño desde agosto 2021 (+5.4% m/m). Del lado de las obras de ingeniería civil, estas cayeron de manera importante en 4.2% m/m, debido a la conclusión de las mayoría de obras del gobierno, mientras que los trabajos especializados se estancaron durante el mes.

Por parte de la actividad manufacturera, esta no registró variación mensual, debido a que los sectores de mayor relevancia cayeron durante el mes, con excepción de la manufactura de transporte, que creció 0.7% m/m. En contraste, subsectores como fabricación de equipo de cómputo y maquinaria y equipo cayeron en 1.7% y 1.3% respectivamente. Finalmente, la minería creció en 2.05% m/m, posterior de cuatro meses de retrocesos, mientras que el suministro de electricidad avanzó 3.5% m/m

Evolución mensual de la actividad industrial

Concepto	Índice del periodo					Cambio vs. periodo anterior*				
	ene.-24	feb.-24	mar.-24	abr.-24	may.-24	ene.-24	feb.-24	mar.-24	abr.-24	may.-24
México										
Manufactura	105.1	105.7	106.1	104.7	104.7	0.02%	0.58%	0.35%	-1.37%	0.01%
Transporte	102.2	105.5	105.0	103.6	104.3	0.16%	3.26%	-0.46%	-1.37%	0.74%
Construcción	108.6	106.5	108.0	110.1	112.9	1.29%	-1.95%	1.41%	2.02%	2.48%
Edificación	98.2	95.1	96.7	98.8	103.9	2.21%	-3.18%	1.69%	2.17%	5.17%
Ingeniería Civil	165.0	169.8	173.9	173.6	166.3	-0.74%	2.90%	2.43%	-0.18%	-4.20%
Trabajos especializados	103.2	98.5	96.0	97.9	97.9	-1.24%	-4.52%	-2.57%	2.02%	0.00%
Minería	100.7	100.0	98.8	98.5	100.5	-0.62%	-0.78%	-1.17%	-0.33%	2.05%
Petróleo & Gas	98.2	97.6	96.6	95.0	94.9	-1.38%	-0.59%	-1.07%	-1.62%	-0.13%
Electricidad	72.6	73.4	73.7	72.7	75.2	-0.26%	1.21%	0.33%	-1.29%	3.46%
Total	103.2	103.1	103.7	103.3	103.9	0.05%	-0.13%	0.56%	-0.41%	0.67%

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

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



Empleo formal a junio

Con base en los datos del empleo formal publicados por el IMSS, durante el mes de junio se registró una pérdida de 29.6 mil puestos, con lo que acumula dos meses consecutivos de eliminación de puestos. Es importante mencionar que durante 2024 se ha presentado la menor creación de puestos formales desde el impacto de la pandemia, lo que se encuentra en línea con la desaceleración de la actividad económica, observada especialmente dentro del sector manufacturero, construcción y, en menor medida, dentro del sector de servicios.

En la tabla inferior se puede observar la evolución del empleo formal de los principales sectores de la actividad económica, así como diferentes métricas. Destaca que, en términos acumulados, durante el primer semestre de 2024 se han añadido 295.1 mil puestos formales, lo que, a pesar de ser un dato positivo, refleja la desaceleración en la creación de puestos, debido a que en el mismo periodo del año anterior la creación de puestos formales alcanzó 514.4 mil, mientras que en el periodo que HR Ratings considera como promedio (2015-2018, 2019 y 2022), la creación de empleo formal alcanzó 434.7 mil.

En este sentido, se puede notar que el menor dinamismo proviene del sector manufacturero, debido a que acumula 86 mil puestos vs. 161.7 mil de enero a junio de 2023. En el mismo sentido, la industria de la construcción muestra una reducción al pasar de 145 mil puestos en 2023 a 63.2 mil puestos en 2024. Esto se encuentra relacionado con el menor dinamismo que observamos en estos dos sectores durante 2024 respecto al mismo periodo de 2023. Por el lado del sector terciario, a pesar de que continúa mostrando avances, estos han sido considerablemente menores respecto a 2023, aunque parte de los subsectores que lo conforman continúan mostrando fortaleza respecto a los niveles promedio. Finalmente, será importante observar la dinámica del segundo semestre, la cual podría ser similar a la de los últimos dos meses, por lo que, considerando el efecto estacional de diciembre, se podría observar la menor creación de puestos formales de los últimos tres años.

Cambio acumulado de los asegurados por sector económico (miles)

Sector de actividad económica	Asegurados por sector		Empleos creados acumulados vs. cierre del año anterior				Creados vs. Promedio*
	jun.-24		Promedio**	jun.-22	jun.-23	jun.-24	
Total	22,319	100.0%	434.7	448.6	514.4	295.1	-32.1%
Agropecuario	709	3.2%	-46.2	-44.9	-35.1	-40.2	-13.0%
Industrias extractivas	130	0.6%	2.9	0.4	0.6	2.6	-10.7%
Industrias de transformación	6,055	27.1%	183.6	189.6	161.7	86.0	-53.1%
Construcción	1,879	8.4%	95.7	73.3	145.2	63.2	-34.0%
Ind. eléctrica y agua potable	156	0.7%	-1.0	1.0	1.5	2.2	n.a.
Comercio	4,657	20.9%	23.6	17.2	58.3	39.0	65.6%
Transportes y comunicaciones	1,555	7.0%	34.2	48.5	39.7	32.9	-3.9%
Servicios diversos***	4,792	21.5%	93.2	115.1	99.3	51.2	-45.1%
Servicios sociales y comunales	2,386	10.7%	48.8	48.4	43.3	58.2	19.2%
Sector Agropecuario	709	3.2%	-46.2	-44.9	-35.1	-40.2	-13.0%
Sector Industrial	8,220	36.8%	281.1	264.3	309.0	154.0	-45.2%
Sector Terciario	13,390	60.0%	199.8	229.2	240.6	181.3	-9.3%

Fuente: HR Ratings con información del IMSS.

*Los cambios porcentuales refieren al número de empleos creados acumulados al mes del reporte vs. el promedio de los años 2015-2019, 2019 y 2022. Los cálculos de los cambios porcentuales están ajustados para que una mejora se registre como positiva y un deterioro se registre con un signo negativo.

**Promedio acumulado al mes del reporte vs. diciembre del año anterior para el periodo 2015-2018, 2019 y 2022.



Inflación de junio

En junio, la inflación anual pasó a 4.98% desde el 4.69% de mayo presionada principalmente por el aumento en el concepto de frutas y verduras, que avanzaron 19.73% en el mes (vs. 18.55% en mayo). De esta manera, la inflación no subyacente subió a 7.67% desde el 6.19% previo, mientras que la inflación no subyacente disminuyó a 4.13% desde el 4.21% previo. En junio, se acumulan cuatro meses consecutivos de incrementos en la inflación general, lo que podría retrasar el próximo recorte en la tasa de interés de referencia de Banco de México. En este sentido, mantenemos nuestra expectativa de que la tasa de interés de referencia terminará 2024 en un nivel de 10.50%.

En términos mensuales, la inflación se ubicó en 0.38% luego de haber retrocedido en mayo en 0.19%, como puede observarse en el cuadro inferior. Este dato estuvo por arriba de la expectativa del consenso de la encuesta Citibanamex que esperaba un aumento de 0.28% para junio y también fue superior al promedio de la variación histórica¹ de 0.26%. En los componentes, la inflación subyacente se ubicó en 0.22%, por debajo de su promedio histórico de 0.31%, beneficiada principalmente por las mercancías que registraron una variación mensual de 0.18%, ubicándose muy por debajo de su promedio histórico de 0.33%, mientras que los servicios avanzaron 0.27%, en línea con su promedio histórico de 0.28%. En el detalle de los servicios observamos que únicamente la vivienda (+0.35%) se ubicó por arriba de su promedio histórico de 0.21%.

Del lado de la inflación no subyacente, esta se aceleró a 0.87% mes a mes, situándose muy por encima de su variación promedio de 0.10%. Al interior, las presiones vinieron del lado de los productos agropecuarios y específicamente por las frutas y verduras, las cuales avanzaron 3.27%, muy por arriba de su promedio histórico de -1.07%. De acuerdo con el INEGI, entre los principales productos con incidencia al alza en junio estuvieron el chayote, cuyo precio subió 129% en el mes, y la naranja que subió 39%, entre otros.

Inflación mensual y anual de los principales componentes del INPC

Concepto	Variación mensual			Variación Anual		
	abr.-24	may.-24	jun.-24	abr.-24	may.-24	jun.-24
INPC	0.20%	-0.19%	0.38%	4.65%	4.69%	4.98%
Subyacente	0.21%	0.17%	0.22%	4.37%	4.21%	4.13%
No subyacente	0.18%	-1.28%	0.87%	5.54%	6.19%	7.67%
Mercancías	0.30%	0.07%	0.18%	3.67%	3.38%	3.28%
Alimentos y bebidas	0.32%	0.24%	0.15%	4.79%	4.49%	4.22%
Resto	0.27%	-0.14%	0.22%	2.34%	2.05%	2.16%
Servicios subyacentes	0.10%	0.30%	0.27%	5.21%	5.22%	5.15%
Vivienda	0.29%	0.39%	0.35%	3.73%	3.81%	3.87%
Educación (colegiaturas)	0.00%	0.05%	0.06%	6.36%	6.34%	6.35%
Resto	-0.02%	0.28%	0.23%	6.19%	6.14%	5.96%
Agropecuarios	2.32%	0.67%	1.54%	7.35%	8.44%	10.36%
Frutas y Verduras	3.94%	0.24%	3.27%	18.57%	18.55%	19.73%
Ganadería	0.90%	1.06%	-0.02%	-1.13%	0.71%	2.89%
Energía & Tarifas Autorizados	-1.64%	-3.00%	0.26%	3.98%	4.20%	5.28%
Energía	-2.43%	-4.37%	0.22%	4.38%	4.81%	6.32%
Tarifas Autorizadas	0.21%	0.13%	0.34%	3.08%	2.88%	3.09%

Fuente: HR Ratings con datos del INEGI.

¹ Considera el promedio de la variación histórica de los últimos 15 años para el mes de referencia, en ese caso correspondiente al mes de junio.



Minutas de decisión de política monetaria del Banco de México

En las minutas de la decisión de política monetaria de Banco de México, en la cual la junta de gobierno decidió por mayoría de 4 a 1 mantener la tasa de interés de referencia en el nivel de 11.0%, se puede notar que los miembros de la junta de gobierno aún ven un entorno inflacionario complejo. En nuestra lectura, y tomando en cuenta el dato más reciente de la inflación de junio que aceleró por cuarto mes consecutivo en términos anuales para ubicarse en 4.98%, y que ahora se ubica por arriba del cierre de 2023 (+4.66%), será complicado encontrar espacio para los siguientes recortes, aún con el argumento de una mayor desaceleración económica. Es por esto que mantenemos nuestra expectativa de que la tasa de política monetaria terminará el año en un nivel de 10.50%.

Con relación a las expectativas de inflación, estas se ajustaron al alza para la inflación general y subyacente en los próximos trimestres dos trimestres a 4.7% (vs. 4.6%) en el 2T24 y a 4.5% (vs. 4.4%) en el 3T24, si bien la expectativa al cierre de 2024 de la inflación general se mantuvo en 4.0%. Para la inflación subyacente, la expectativa al cierre subió a 3.9% desde el 3.8% previo. Para el cierre de 2025, Banxico mantiene su expectativa de que la inflación general y la subyacente se ubicarán en 3.0%. Entre los principales factores que llevaron a la inflación a revisarse al alza mencionaron la depreciación de la moneda nacional y los incrementos en la inflación de los productos agropecuarios. Asimismo, la mayoría consideró que el balance de riesgos respecto de la trayectoria prevista en el horizonte de pronóstico permanece sesgado al alza.

Con respecto a la reciente depreciación de la moneda nacional, la mayoría apuntó que esta depreciación se debió a factores idiosincráticos y que su efecto sobre la inflación podría verse reflejado en las mercancías, que son las más susceptibles a los ajustes en el tipo de cambio. En este contexto, un miembro señaló que “el impacto de la depreciación sobre el precio de las mercancías se reflejaría con cierto rezago y el grado con el que se traspase dependerá de la temporalidad del ajuste cambiario y el comportamiento de otros determinantes inflacionarios”. Asimismo, mencionaron que el efecto del tipo de cambio sobre la inflación podría verse contrarrestado por una mayor debilidad de la actividad económica.

En la votación, cuatro miembros decidieron mantener la tasa de política monetaria sin cambios, mientras que un miembro votó por reducir la tasa en 25 puntos base (pb). Entre los miembros que optaron por mantener la tasa, uno argumentó que algunos indicadores del entorno nacional, como el financiamiento y los agregados monetarios todavía mantienen un comportamiento vigoroso, por lo que es necesario continuar con la postura restrictiva actual. Además, añadió que ajustes adicionales finos en la tasa de interés deberían llevarse a cabo una vez que la inflación de los servicios mantenga una tendencia descendente y una vez que las expectativas inflacionarias mejoren.

Un segundo miembro mencionó que, a los retos que suponía la persistencia y ralentización del proceso inflacionario, ahora se suma la volatilidad financiera no prevista, lo que resulta un obstáculo adicional para la convergencia de la inflación a la meta, por lo que se debe mantener la cautela en la conducción de la política monetaria. Añadió que no modificar la tasa de interés de referencia ayudará a mantener el anclaje de las expectativas de inflación y a fortalecer la credibilidad del Banco de México en su compromiso por reducir la inflación.

Otro miembro mencionó que el entorno nacional está asociado a mayor incertidumbre debido a la volatilidad financiera y al deterioro en las expectativas de crecimiento. Añadió que ante el panorama de menor certeza, resulta apropiado, por esta



ocasión, prolongar la pausa en la tasa de interés de referencia para continuar evaluando el proceso desinflacionario y la transmisión de la política monetaria.

Un cuarto miembro señaló que al tomar en cuenta la combinación de todos los elementos del entorno macroeconómico y financiero, en esta ocasión es prudente mantener la tasa de referencia en 11.00%. Pero enfatizó que esta decisión, que implica prolongar la pausa en los ajustes a la tasa objetivo, no significa que se deje de contemplar la posibilidad de recortes en las próximas reuniones.

El miembro que votó a favor de la reducción argumentó que el riesgo asociado a la mayor desaceleración de la actividad económica es superior al riesgo del traspaso del tipo de cambio a la inflación y que por ello, se debe ajustar de manera gradual la tasa de política monetaria que al momento considera indudablemente restrictiva.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

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