

Contactos

Jordy JuveraAsociado Sr. de Economía
jordy.juvera@hrratings.com**Edgar González**Asociado de Economía
edgar.gonzalez@hrratings.com**Felix Boni**Director General de Análisis
Económico
felix.boni@hrratings.com

HR Ratings comenta sobre la decisión de política monetaria de Banxico y sus expectativas para 2021; asimismo, sobre la inflación anual y el cambio en la junta de gobierno

En su última decisión de política monetaria, el Banco de México (Banxico) mantuvo su tasa de referencia intacta con cuatro votos a favor de la decisión, en contraste con lo esperado por HR Ratings. El comunicado mostró una decisión dividida; sólo un subgobernador votó por un recorte de 25 puntos base (pb) y, de acuerdo con las posturas que han mostrado en las decisiones de política monetaria previas, el voto disidente habría sido de Gerardo Esquivel.

En nuestro último análisis de las minutas de Banxico¹ mencionamos que esperábamos dos votos a favor de reducir la tasa y dos votos a favor de mantenerla, mientras que la postura del gobernador no era tan marcada en una dirección. La decisión implica que tanto el gobernador como el subgobernador Jonathan Heath habrían votado a favor de mantener la tasa intacta.

Para comprender el resultado de la decisión, presentamos el siguiente análisis que se enfoca en la determinación de la postura monetaria² con base en las condiciones internas y las condiciones externas. El análisis concluye que el margen de maniobra de la política monetaria ha disminuido considerablemente de manera que la tasa de referencia se mantendría intacta durante el primer semestre de 2021. Consideramos que el margen de maniobra se ampliaría en la segunda mitad de 2021 cuando las presiones inflacionarias hayan disminuido, incluyendo nuestra expectativa de una recuperación económica muy lenta, por lo que mantenemos nuestra expectativa de un recorte de 25 pb a la tasa de referencia en 2021 que finalizaría en 4%.

Determinación de la postura monetaria de acuerdo con las condiciones internas

Desde la decisión de política monetaria de septiembre, los precios de las mercancías continuaron generando presiones alcistas sobre la inflación general, además se observaron fuertes presiones del subíndice no subyacentes por parte de las frutas y verduras. Estos efectos impidieron que la inflación general anual pudiera retomar una trayectoria descendente, pese a la baja inflación de los servicios y a la deflación anual de los energéticos. En consecuencia, las expectativas de inflación de corto plazo se incrementaron.

Con la última medición de la inflación para el mes de octubre de 4.09%, se confirmó que la inflación se mantuvo por encima del intervalo objetivo de inflación que mantiene el Banco de México de 3% +/- 1%, tal y como se aprecia en la Figura 1. De acuerdo con el comunicado de política monetaria, el comportamiento reciente de la inflación general y subyacente implicaron que las trayectorias previstas en el horizonte de pronóstico de la junta de gobierno de Banxico se incrementaran, por lo que concluimos que esta fue la principal razón de realizar una pausa en el ciclo expansionista.

¹ Para más información consultar nuestro comentario de las minutas en el siguiente enlace: <https://www.hrratings.com/pdf/Lo%20que%20paso%20en%20la%20semana%20del%205%20al%209%20de%20octubre.pdf>

² El análisis de la política monetaria típicamente se caracteriza como neutral, restrictiva o laxa/expansiva.

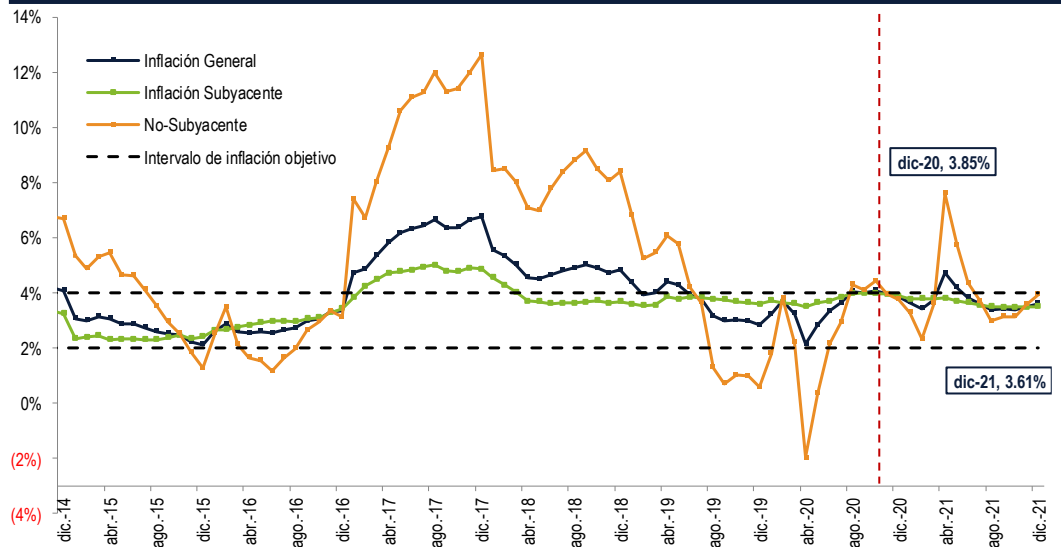
Expectativas de la política monetaria 2021

La disminución en el margen de maniobra de Banxico México

Reporte Económico

20 de noviembre de 2020

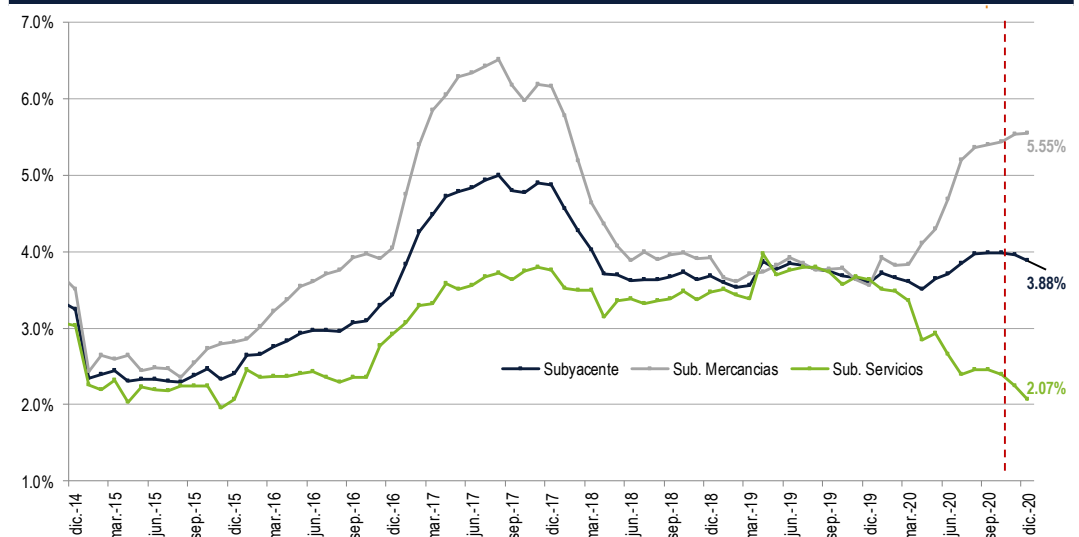
Figura 1. Expectativas de inflación anual general, subyacente y no subyacente



Fuente: Proyecciones de HR Ratings con información del INEGI.

En la Figura 1 se aprecia que los principales índices del INPC están ligeramente por encima del intervalo objetivo de Banxico. En este sentido, la mayor preocupación es la inflexibilidad que ha mostrado la inflación subyacente. Adicionalmente, es importante mencionar que los precios de las frutas y verduras han mostrado aumentos mensuales muy por encima de su tendencia histórica en los últimos meses, lo que también ha impedido que la inflación general disminuya.

Figura 2. Inflación anual subyacente y pronósticos al cierre del año



Fuente: Estimaciones de HR Ratings con información del INEGI.

HR Ratings estima que para diciembre los precios de las frutas y verduras mostrarán una menor inflación anual, mientras que, del lado de la inflación subyacente, la debilidad de la demanda, por el establecimiento del semáforo rojo en algunas entidades del país, derivaría

Expectativas de la política monetaria 2021

La disminución en el margen de maniobra de Banxico

México

Reporte Económico

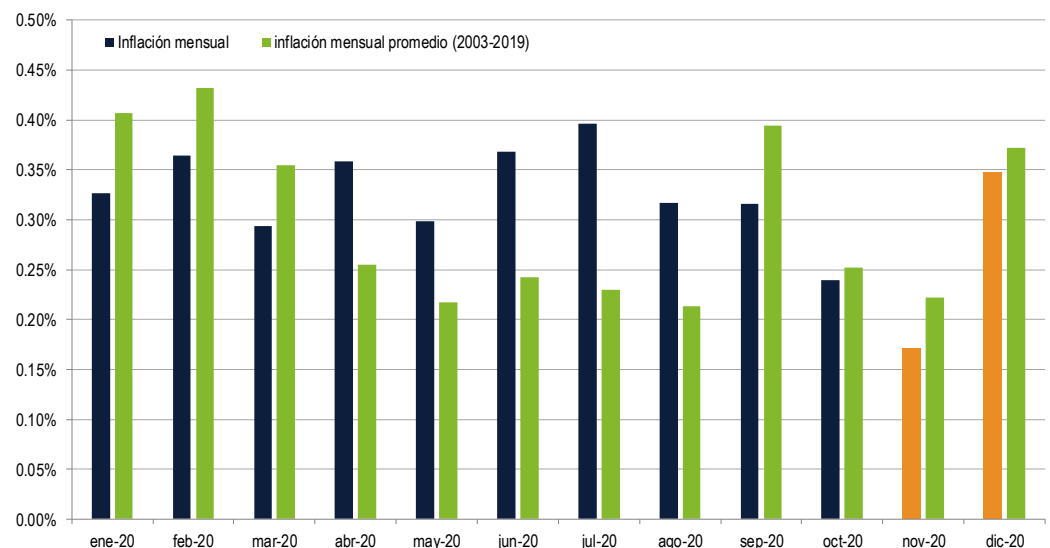
20 de noviembre de 2020

en una trayectoria decreciente de la inflación anual en los servicios. Esto permitiría a la inflación subyacente cerrar en 3.88% y a la inflación general en 3.85% como se puede observar en las Figuras 1 y 2.

Con respecto a la inflación subyacente es importante considerar que, si bien en su conjunto las mercancías continúan presentando resistencia o inflexibilidad a la baja en su inflación anual, al separarlas en alimentos y bebidas procesadas y en no alimenticias, las primeras ya muestran un proceso de normalización, aunque muy gradual, y las segundas se mantienen muy presionadas y no hay señales de que se revierta la tendencia.

HR Ratings considera que mientras los precios de los servicios continúen afectados por la baja demanda, lo cual consideremos se mantendrá mientras dure la pandemia, la inflación subyacente retomaríá niveles cercanos al 3.5% durante 2021. Esta expectativa está fundamentada en que la inflación mensual subyacente ya se ubica por debajo de su promedio histórico como se observa en la Figura 3. En este sentido, en el momento en que la inflación anual subyacente comience a disminuir y la inflación general muestre una tendencia decreciente, que esperamos se dé en la segunda mitad de 2021 (ver Figura 1), entonces, el Banco de México podría realizar recortes adicionales.

Figura 3. Inflación mensual subyacente y pronósticos al cierre del año



Fuente: HR Ratings con información del INEGI. Las barras naranjas son estimaciones de HR Ratings para la inflación mensual subyacente.

Del lado de la actividad económica, no hay duda de que las condiciones actuales favorecen una postura monetaria más expansiva, y si bien la mayor holgura económica se ha reflejado en una baja inflación de los servicios, esta no ha podido dominar las fuertes presiones de las mercancías que se vieron severamente afectadas por el choque de oferta. En este sentido, con excepción de un miembro de la junta de gobierno, la prioridad de la mayoría de la junta es la estabilidad de los precios, como lo establece su mandato, y en la medida en que el factor de la debilidad económica no sea el efecto dominante sobre la inflación, entonces no es claro que el Banco de México pueda continuar recortando la tasa de interés de referencia.

Expectativas de la política monetaria 2021

La disminución en el margen de maniobra de Banxico

México

Reporte Económico

20 de noviembre de 2020

Entre los elementos que pueden estar preocupando a la junta de gobierno con respecto a la trayectoria de la inflación subyacente están los efectos acumulados que puedan tener la depreciación del peso, así como los sustanciales aumentos en el salario mínimo.

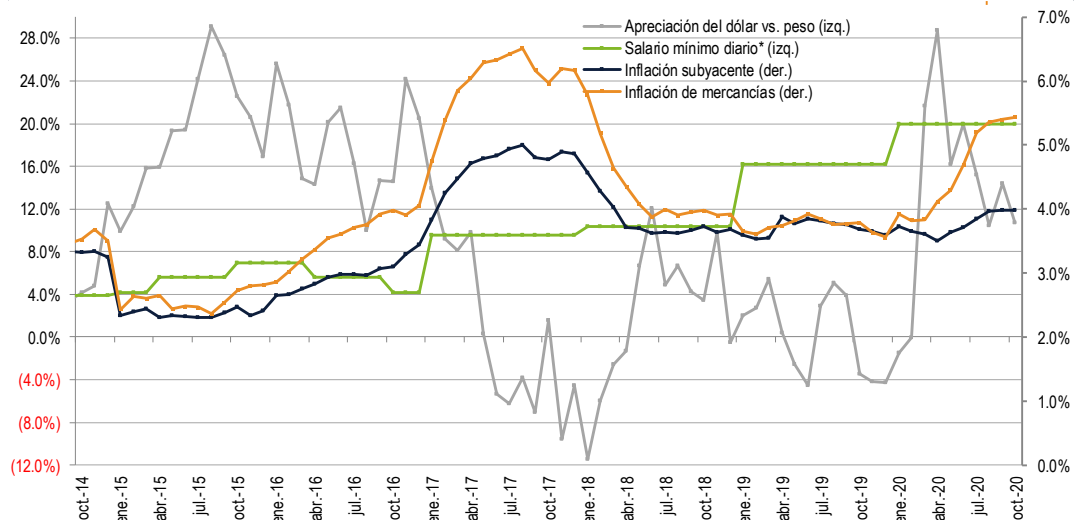
Por un lado, el tipo de cambio es altamente volátil y mientras siga la pandemia y la incertidumbre respecto a la vacuna, así como la debilidad económica y la condición vulnerable de las finanzas públicas, el tipo de cambio podría tener episodios de depreciación real el próximo año.

Por el lado del salario mínimo, podemos anticipar otro incremento en 2021, lo cual es un riesgo inflacionario subyacente, sobre todo considerando los ya fuertes aumentos en los dos años previos de 16.21% anual en 2019 y de 20% anual en 2020.

En la Figura 4 se pueden observar los movimientos de estas dos variables en 2020. Por su parte, el dólar ha mostrado fuertes apreciaciones nominales frente al peso alcanzando más de 28% en la peor etapa de la pandemia y en octubre se ubicó más de 10% por encima de su nivel de octubre de 2019. En cuanto al salario mínimo, los incrementos son igual de impresionantes (línea verde).

Es importante mencionar que la inflación subyacente durante 2020 se ha visto afectada por diversos factores, siendo el más importante el choque de oferta sobre las mercancías como resultado de la pandemia. Sin embargo, es posible que parte de la resistencia a la baja que muestra la inflación subyacente de mercancías (línea naranja) esté siendo influenciada por la depreciación del tipo de cambio y los incrementos en el salario mínimo. Este último factor es relevante ya que se espera un nuevo incremento al salario mínimo en 2021 en un entorno de alta inflación

Figura 4. Inflación subyacente, salario mínimo y tipo de cambio (variaciones anuales)



Fuente: HR Ratings con información del INEGI.

*Con fines prácticos, previo a 2016 el salario mínimo diario se calculó como el salario promedio de las tres zonas.

Una de las métricas más importantes para el Banco de México es la tasa de interés real. Al ser una variable no observable, la junta de gobierno utiliza como punto de partida la construcción de una tasa de interés real *ex ante*, que ajusta la tasa nominal de referencia por las expectativas de inflación a 12 meses contenidas en las encuestas de expectativas de Banxico. En la Figura 5 se aprecia que la tasa real *ex ante* se encuentra por debajo del

Expectativas de la política monetaria 2021

La disminución en el margen de maniobra de Banxico

México

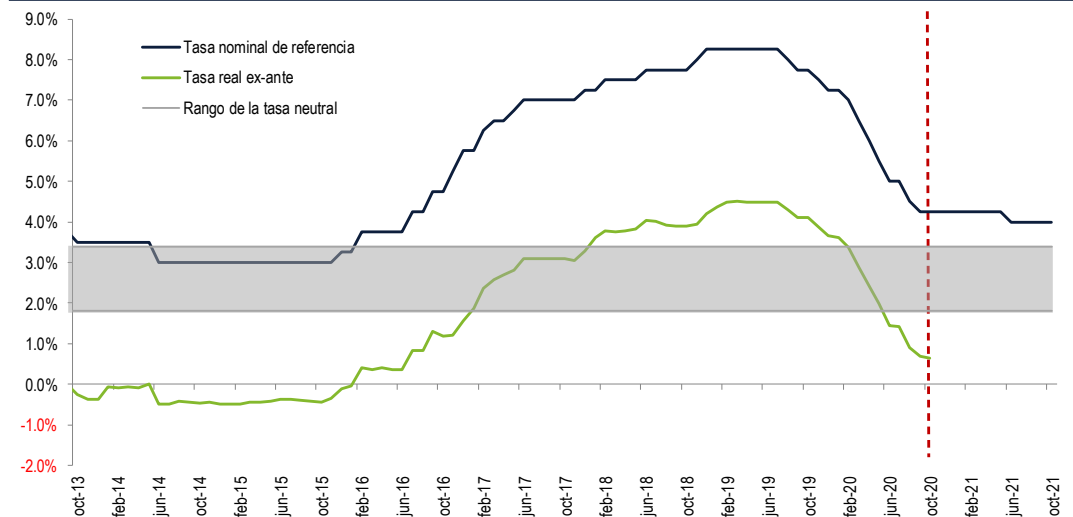
Reporte Económico

20 de noviembre de 2020

rango de la tasa de interés neutral³ que estima Banxico, es decir, que se mantiene una postura monetaria expansiva. También vale la pena mencionar que bajo esta métrica aún no nos encontramos en tasas reales negativas, de hecho, la estimación de octubre es de una tasa real de 0.65%.

De acuerdo con lo mostrado en las minutas de las reuniones de política monetaria, la mayoría de los miembros no considera adecuado llevar la tasa de interés real por debajo de cero. En este sentido, si bien el 0.65% aun refleja espacio, es importante considerar que dicha estimación contiene las expectativas de inflación del mes pasado, por lo que actualizando la métrica con la nueva encuesta podría llevar la tasa real *ex ante* a 0.5%; de esta manera, de haber realizado un recorte de 25 pb, la tasa real podría haber estado muy cerca de cero en un entorno en el cual la inflación se encuentra muy presionada al alza.

Figura 5. Tasa de referencia de Banxico y tasa real ex-ante*



Fuente: Estimaciones de HR Ratings con datos del Banco de México e INEGI. Las estimaciones comienzan en noviembre.

*La tasa real ex-ante se calcula como la diferencia entre la tasa nominal de referencia y la mediana de las expectativas de inflación a 12 meses de la Encuesta de Expectativas de Banxico. El rango de la tasa neutral se ubica entre 1.8 y 3.4% de acuerdo con su último reporte de inflación trimestral.

HR Ratings considera que, del lado de la determinación de la postura monetaria con base en las condiciones internas, dominaron los argumentos para mantener la tasa intacta y esta permitiría un recorte adicional para la segunda mitad del 2021 si se materializa una disminución en la inflación y en sus expectativas de corto y mediano plazo. HR Ratings estima una inflación de 3.6% para 2021.

Determinación de la postura monetaria de acuerdo con las condiciones externas

Con respecto a las condiciones externas, una vez que pasó la peor etapa de la pandemia y los niveles de aversión e incertidumbre disminuyeron, las métricas de riesgo comenzaron a normalizarse.

³ La tasa de interés neutral se refiere al nivel en el cual no hay evidencia de que se esté incentivando ni restringiendo la actividad económica a través de sus diferentes canales de transmisión por medio de la política monetaria.

Expectativas de la política monetaria 2021

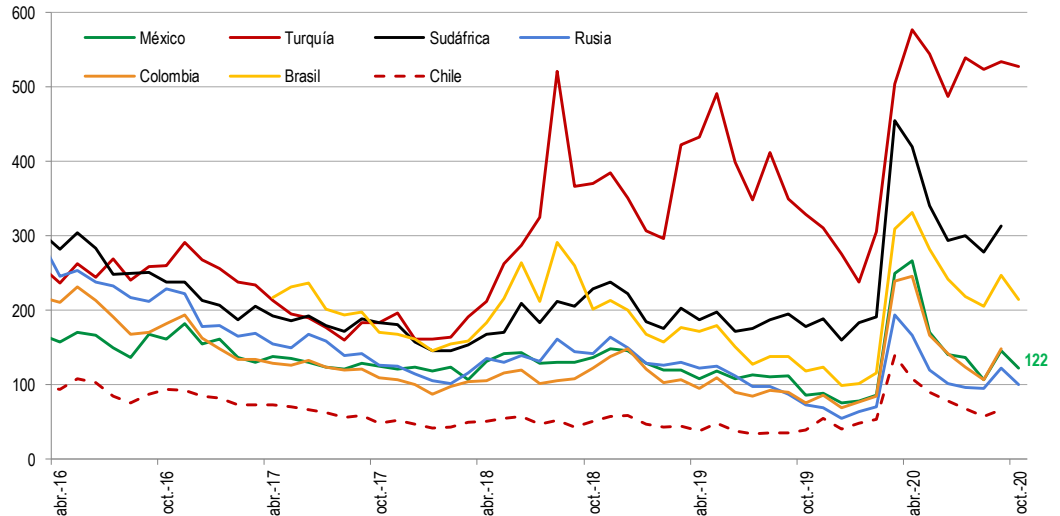
La disminución en el margen de maniobra de Banxico

México

Reporte Económico

20 de noviembre de 2020

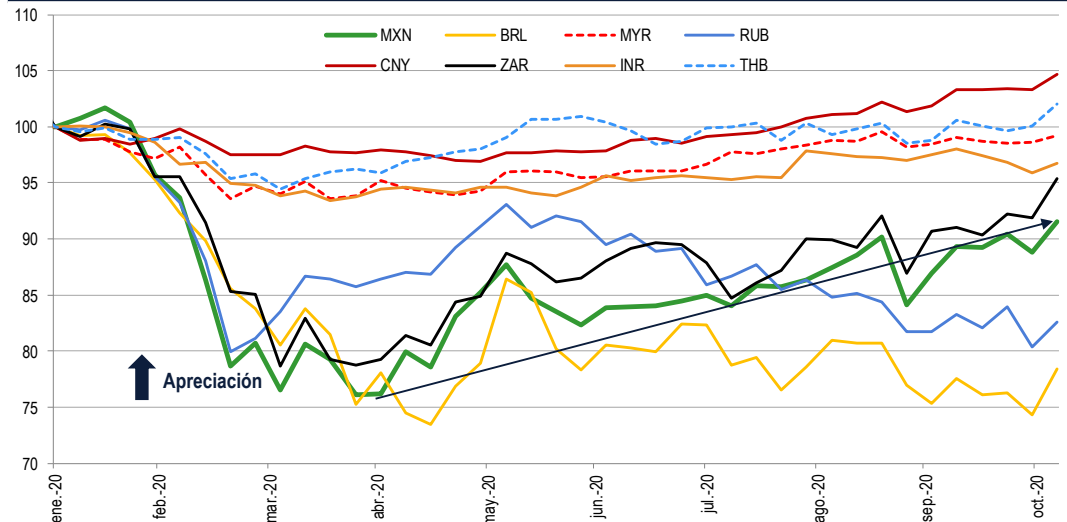
Figura 6. Evolución del riesgo de incumplimiento crediticio (CDS 5 años, puntos base)



Fuente: HR Ratings con base en datos del World Government Bonds.

En la Figura 6 se presentan los CDS a 5 años⁴ de México (línea verde) y algunos de sus pares dentro de los mercados emergentes. Se observa que la recuperación ha sido importante a partir del tercer trimestre. Al cierre de octubre, los CDS de 5 años de México se colocaron en 122 pb, muy por debajo del máximo de 266 pb alcanzado en abril. No obstante, este nivel todavía se considera elevado para la calificación HR BBB+, que HR Ratings mantiene. Colombia, por ejemplo, es un BBB-⁵ y se encuentra en un nivel de percepción de riesgo de incumplimiento similar (línea amarilla).

Figura 7. Índices de Divisas de Mercados Emergentes respecto al USD



Fuente: HR Ratings con información diaria de Bloomberg y FRED. Índice base 31 de enero 2020 = 100

⁴ El *credit default swap* (CDS) a 5 años es un instrumento financiero contra un incumplimiento crediticio, en este caso cubre al tenedor por el riesgo de que los gobiernos no paguen sus deudas en ese periodo de tiempo. Se miden por spreads y en unidades de puntos base, de manera que entre más puntos base, el costo de asegurarse es mayor, lo que implica que se percibe al país como más riesgoso con respecto a otros.

⁵ Se utilizó el promedio de las calificaciones de mercado.

Expectativas de la política monetaria 2021

La disminución en el margen de maniobra de Banxico

México

Reporte Económico

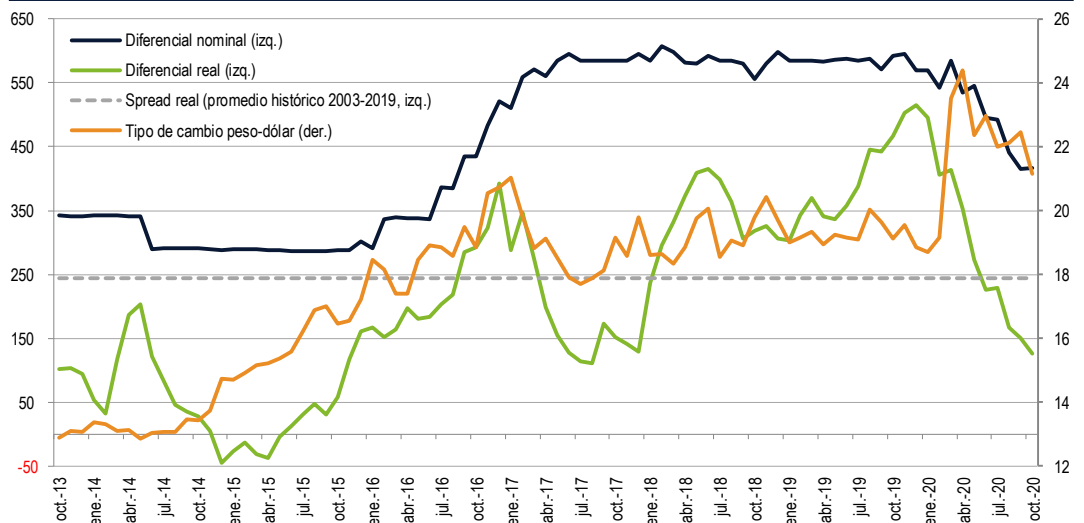
20 de noviembre de 2020

En la Figura 7 presentamos el desempeño de diferentes monedas de mercados emergentes. Destaca que, desde el pico de la incertidumbre por la pandemia a finales de abril, el peso mexicano ha presentado el mejor comportamiento de la muestra junto con el rand sudafricano, esto se aprecia en la pendiente que facilitamos visualmente con la fecha azul. Esta recuperación es reflejo de la disipación del riesgo emergente, pero también hay una disminución parcial en la percepción de riesgo idiosincrático, ya que la recuperación del peso mexicano es sobresaliente. No obstante, es importante contextualizar que la recuperación de peso proviene de una depreciación aún mayor entre febrero y abril, habiendo sido la moneda más impactada junto con el real brasileño. El índice con base 100 al 31 de enero de 2020, nos permite observar que el peso aún no se recupera del golpe derivado por la pandemia, aunque también hay argumentos de que el peso al inicio del año estaba en cierta manera sobrevaluado considerando el entorno de estancamiento económico y la vulnerabilidad de las finanzas públicas, y considerando que estos riesgos se han incrementado y materializado en recortes de la calificación crediticia durante el año, resulta poco probable que peso recupere el nivel previo a la pandemia.

En la Figura 8 se observa que a pesar de que el diferencial o spread real entre la tasa de política monetaria de México y la tasa de los fondos federales de la Reserva Federal (Fed) ha disminuido notablemente, esto no ha impedido que el peso recupere terreno. Sin embargo, en la gráfica inferior se aprecia con claridad que el valor del dólar vs. el peso se mantiene todavía muy por encima de sus niveles de inicio de año, de hecho, como lo mencionamos previamente en la Figura 4, la apreciación anual del dólar con respecto al peso en octubre es de más de 10% anual.

Los constantes recortes en la tasa de política monetaria en el contexto de una inflación elevada han llevado al *spread* real a 126 pb; de acuerdo con estimaciones de HR Ratings, este se encuentra muy por debajo de su promedio de 2003 a 2019 de 244pb. De acuerdo con esta métrica, el espacio de la política monetaria para seguir bajando la tasa se ha disminuido considerablemente, y si bien la percepción de riesgo ha disminuido con respecto al pico de la pandemia, aún es mayor que previo a la pandemia. En este sentido, existe la posibilidad de que, de seguirse reduciendo el spread real, el peso se debilite.

Figura 8. Diferencial entre las tasas de política monetaria en puntos base con EUA y tipo de cambio



Fuente: Estimaciones de HR Ratings con datos del Banco de México. Para la tasa de EUA se utilizó la tasa efectiva de la FED.

*Los spreads reales están basados en las inflaciones generales no ajustadas por estacionalidad.

Expectativas de la política monetaria 2021

La disminución en el margen de maniobra de Banxico

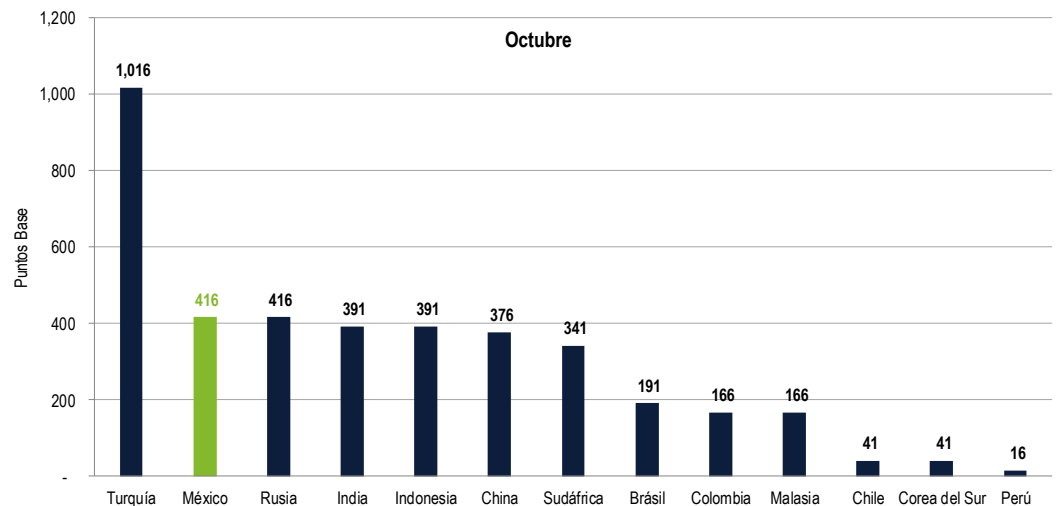
México

Reporte Económico

20 de noviembre de 2020

Analizar el spread real con la tasa de política monetaria de la Fed de manera aislada no es suficiente, ya que se debe considerar el desempeño con respecto a otras economías. En este sentido presentamos la Figura 9, la cual muestra el spread nominal entre las tasas de política monetaria de las economías seleccionadas con respecto a la tasa efectiva de la Fed para el mes de octubre. Bajo esa comparación, México se encuentra entre los países con un mayor *spread* (416 pb), lo que indicaría que hay espacio para bajar la tasa; sin embargo, una vez ajustado por inflación el panorama cambia notablemente.

Figura 9. Spread nominal entre la tasa de política monetaria con respecto a la tasa efectiva de la Fed*



Fuente: Estimaciones de HR Ratings con datos de los Bancos Centrales de cada país, la FRED y el INEGI.

*Los spreads se calculan como la diferencia entre la tasa de política monetaria y la tasa efectiva de los fondos federales de la Fed en puntos base. Los datos corresponden al mes de octubre. Los datos de Sudáfrica y Malasia son estimaciones de HR Ratings para el spread real de octubre.

En la Figura 10 presentamos la misma comparación que en la Figura 9, pero con los *spreads* reales en lugar de los nominales. Bajo esta métrica se aprecia que México mantiene un spread real de 124 pb, muy cercano al de Sudáfrica, Rusia y Colombia. En las minutas de la junta de gobierno de Banco de México de la decisión del 24 de septiembre de 2020, algunos miembros mencionaban que aún existía espacio para seguir bajando la tasa desde el punto de vista de las condiciones externas. Por ejemplo, con un recorte de 25 pb, el *spread* real de la tasa de política monetaria de México vs. la tasa de la Fed llegaría a 100pb; sin embargo, de la reunión de política monetaria de septiembre a la de hace una semana, las presiones inflacionarias locales se han incrementado y no es claro que éstas vayan a disminuir notablemente en el corto plazo, por lo que en realidad el *spread* real podría seguir disminuyendo.

En conclusión, la postura monetaria con base en las consideraciones externas también ha perdido margen de maniobra, y si bien la percepción de riesgos es menor que en la peor etapa de la pandemia, aún no se recuperan los niveles previos a la pandemia. La tasa de referencia de 4.25% aún está en niveles competitivos con respecto a sus pares de mercados emergentes, pero recortes adicionales podrían mermar el desempeño de la moneda, y generar desequilibrios en la balanza de pagos a través de una salida de capitales en la inversión de cartera, esta última ya ha mostrado fuertes salidas de capitales a lo largo del año.

Expectativas de la política monetaria 2021

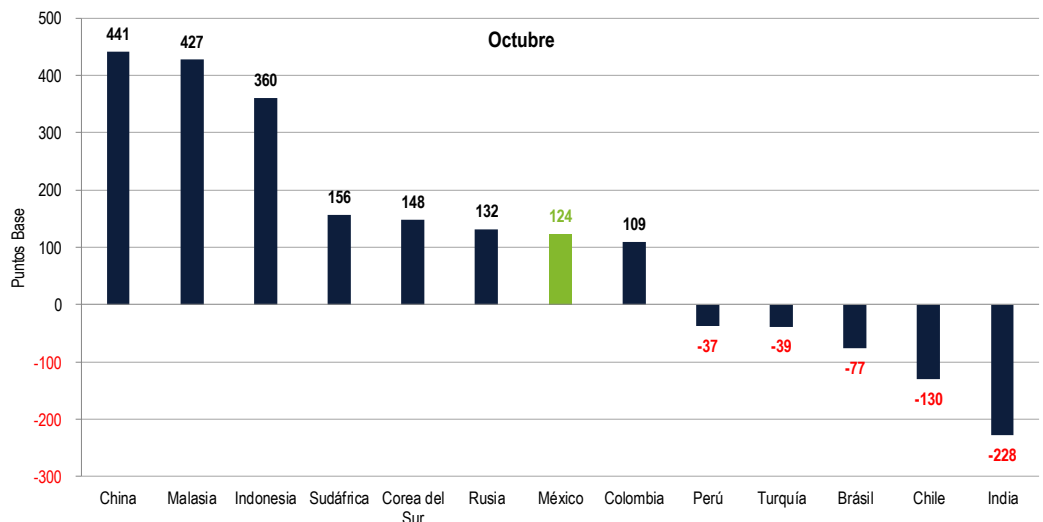
La disminución en el margen de maniobra de Banxico

México

Reporte Económico

20 de noviembre de 2020

Figura 10. Spread real entre la tasa de política monetaria con respecto a la tasa efectiva de la Fed*



Fuente: Estimaciones de HR Ratings con datos de los Bancos Centrales de cada país, la FRED y el INEGI.

*Los spreads se calculan como la diferencia entre la tasa de política monetaria y la tasa efectiva de los fondos federales de la Fed en puntos base ajustados por la inflación del índice nacional de precios al consumidor de cada país. Información para el mes de octubre. Los datos de Sudáfrica y Malasia son estimaciones de HR Ratings para octubre.

Este reporte concluye que el margen de maniobra de la política monetaria ha disminuido de manera importante, tanto desde el punto de vista de las condiciones internas como externas. También mostramos que un recorte de 25 pb en la tasa de política monetaria ya no era tan viable; no sin poner en riesgo la competitividad del spread real contra sus pares, así como el acercamiento a tasas reales negativas en un entorno de alta inflación. Un recorte adicional también podría dar la señal de que se está priorizando el crecimiento económico sobre la inflación y así afectar las expectativas inflacionarias generando un riesgo de efectos de segundo orden. Lo anterior podría haber afectado también la dinámica de recuperación del peso y así convertirse en una fuente adicional de presión para la inflación subyacente, contribuyendo a la inflexibilidad anteriormente analizada.

Consideraciones adicionales, cambio en la junta de gobierno

Al cierre del año, el subgobernador Javier Guzmán va a concluir su periodo y el presidente López Obrador (AMLO) enviará su propuesta al senado para sustituirlo. Los rumores apuntan a que sería una mujer para generar un mayor equilibrio de género en la junta de gobierno del Banco de México, ya que actualmente son 4 hombres y una mujer.

Las candidatas más probables, desde nuestro punto de vista, son la Tesorera de la Federación, Galia Borja; la Subsecretaria de Egresos, Victoria Rodríguez; y del interior del Banxico, Claudia Álvarez. Consideramos que es altamente probable que sea una de las dos primeras por la confianza que les tiene el Secretario de Hacienda.

Independientemente del cambio, lo que esperamos es que la junta tomé un tono más *dovish*, ya que uno de los miembros más *hawkish* es el saliente subgobernador Guzmán. Sin embargo, pensamos que este cambio no afectará la política monetaria con recortes adicionales hasta el segundo semestre. Pensamos que el entorno analizado en este reporte sugiere que recortes adicionales, sin una pausa más larga, podrían provocar inestabilidad cambiaria y presiones inflacionarias. Por el momento, HR Ratings mantiene su expectativa de una tasa de 4% para el cierre de 2021.

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

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

Finanzas Públicas Quirografarias / Soberanos

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

Álvaro Rodríguez +52 55 1500 3147
alvaro.rodriguez@hrratings.com

Instituciones Financieras / ABS

Angel García +52 55 1253 6549
angel.garcia@hrratings.com

Metodologías

Alfonso Sales +52 55 1253 3140
alfonso.sales@hrratings.com

Dirección General de Análisis Económico

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

Finanzas Públicas Estructuradas / Infraestructura

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

Roberto Soto +52 55 1500 3148
roberto.soto@hrratings.com

Deuda Corporativa / ABS

Luis Miranda +52 55 1500 3146
luis.miranda@hrratings.com

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

Regulación

Dirección General de Riesgos

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

Dirección General de Cumplimiento

Alejandra Medina +52 55 1500 0761
alejandra.medina@hrratings.com

Negocios

Dirección General de Desarrollo de Negocios

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



Expectativas de la política monetaria 2021

La disminución en el margen de maniobra de Banxico

México

Reporte Económico

20 de noviembre de 2020

México: Guillermo González Camarena No. 1200, Piso 10, Colonia Centro de Ciudad Santa Fe, Del. Álvaro Obregón, C.P. 01210, Ciudad de México. 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).