

Contactos

Edgar González
Asociado de Economía
edgar.gonzalez@hrratings.com

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

Felix Boni
Director General de Análisis
Económico
felix.boni@hrratings.com

HR Ratings comenta respecto al reporte de las finanzas públicas, que continúa mostrando un fuerte incremento en el déficit y la utilización de activos para limitar el endeudamiento

Con los datos al cierre del tercer trimestre (3T) de las finanzas públicas, realizamos una evaluación de lo que podría ocurrir en el último trimestre del año, con base en las estimaciones de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP). Adicionalmente, analizamos la deuda para el cierre de 2020, incluyendo inferencias por parte de HR Ratings y nuestro pronóstico del PIB en 2020.

HR Ratings estima que la deuda, medida en términos del Saldo Histórico (SH), representó el 52.9% del PIB en términos de los últimos doce meses (UDM) al 3T (ver la Figura 3). Por su parte, nuestra métrica de la deuda soberana alcanzó el 48.9% del PIB. Estos niveles representan importantes aumentos respecto a lo observado en el cierre de 2019, es decir un incremento de 8.1 y 7.4 puntos porcentuales (pp) respectivamente. Adicionalmente, estimamos que para el cierre del año estas métricas llegarían a 55% y 49.4% del PIB, respectivamente. Es importante notar que lo anterior reflejaría un incremento superior en el SH respecto al alza en la deuda soberana, lo que se encuentra en línea con la política de utilizar los activos para reducir el incremento en la deuda bruta. Como mencionamos en la parte final de este reporte, este factor no es irrelevante para la determinación de la calificación crediticia.

Figura 1. Balances financieros: programado vs. observado

Septiembre	Programa		Observado		Observ. vs. Programado	
					%	Absoluto
En el mes						
Balance financiero presupuestario	(42,871)	(46,946)			9.51%	(4,075)
Balance primario	13,813	(2,218)			-116.1%	(16,031)
Bal. Prim. sin ingresos no tributarios	(2,443)	(24,039)			884%	(21,596)
Acumulado						
Balance financiero presupuestario	(418,254)	(344,342)			-17.67%	73,912
Balance primario	87,560	142,920			63.2%	55,360
Bal. Prim. sin ingresos no tributarios	(40,987)	(228,791)			458%	(187,804)

Fuente: HR Ratings con información publicada por la SHCP. Cifras en millones de pesos.

Un aspecto importante en nuestro escenario de cierre de año construido para este reporte es que la SHCP cumpliría con el déficit presupuestario estimado en su reporte de finanzas públicas al 3T20 de P\$686.7 miles de millones (mm). En primera instancia, analizando la Figura 1, se puede observar que esto es poco factible, ya que en el acumulado a septiembre el déficit se encuentra por debajo del originalmente programado (P\$344mm vs. P\$418mm), que para todo el año fue de P\$547mm¹. Inclusive, el *superávit primario* a septiembre se encuentra sustancialmente por encima del programado como resultado de los mayores ingresos no tributarios. Asimismo, al excluir los ingresos no tributarios se refleja un fuerte déficit primario, que para esta métrica es muy superior al programado.

Sin embargo, es importante entender el déficit programado en el contexto correcto. Este contemplaba un fuerte déficit en los primeros tres trimestres y un menor déficit para el 4T.

¹ Es importante entender la diferencia entre el *programado*, el cual fue aprobado por el Congreso al cierre de 2019 y el *estimado* elaborado por Hacienda, el cual se actualiza cada trimestre y refleja la evaluación de la SHCP.

La Deuda a septiembre y su cierre

La utilización de activos para limitar la deuda bruta México

Reporte de Finanzas Públicas

11 de noviembre de 2020

Específicamente contemplaba que el déficit en el cuarto trimestre representaría únicamente el 23.6% del total, mientras que en el 2019 el déficit del 4T representó el 48% y en el 4T de 2018 fue de 33%.

Figura 2. Balances financieros: comparaciones temporales

	Observado		Programa	Estimado*	2019 / 2018	Cambio anual vs. 2019	
	2018	2019	2020	2020		Progr.	Estim.*
Acumulado a septiembre	(319,127)	(211,360)	(418,254)	(344,342)	-33.8%	97.9%	62.9%
Octubre a diciembre	(155,114)	(196,279)	(128,886)	(342,358)	26.5%	-34.3%	74.4%
Año completo	(474,240)	(407,640)	(547,140)	(686,700)	-14.0%	34.2%	68.5%
4T / Año completo	32.71%	48.15%	23.56%	49.86%	n.a.	n.a.	n.a.

Fuente: HR Ratings con información publicada por la SHCP. Cifras en millones de pesos.

*El dato estimado refiere al cierre. El acumulado es el observado. La cifra para el 4T20 es el residual.

Debido a estas diferencias en las temporalidades entre 2019 y el programa original para 2020, las comparaciones deben de realizarse con cuidado. En parte, la diferencia entre el déficit programado y el observado a septiembre se explica por el fuerte déficit programado para 2020 en ese periodo. En contraste, sería factible esperar que el déficit en el 4T20 presente un incremento respecto al programado, puesto que el programado es relativamente menor que lo observado en el 4T19 y el 4T18.

Por otro lado, con base en el nuevo estimado por parte de Hacienda de un déficit presupuestario de P\$686.7mm para 2020, este implicaría que el déficit en el 4T20 sería mayor en 74.4% respecto al déficit observado en el 4T19 (P\$342.4mm vs. P\$196.3mm). Aunque es un incremento dramático, este no sería mucho mayor que el aumento de 63% en el déficit observado para el acumulado a septiembre de 2020 vs. el déficit observado en el mismo periodo de 2019. Para llegar a lo estimado, sería necesario tener un *déficit* primario de P\$131mm, mientras en el cuarto trimestre de 2019, el balance primario fue *superavitario* en P\$5.3mm.

Sin embargo, para el propósito del ejercicio elaborado en este reporte, suponemos que se lograría el estimado en lo que refiere al déficit presupuestario (P\$686.7mm), los RFPS² (P\$1,106mm) y, en buena parte, al SH (P\$12,626.6mm). De acuerdo con estas estimaciones, al cierre del año, el SH representaría el 55% del PIB mientras que nuestra métrica de la deuda soberana alcanzaría el 49.9%. Dentro de esta evolución, es relevante ver en la Figura 3 que la diferencia estimada entre estas dos métricas aumentaría de 339 puntos base (pbs) a 506pbs.

² Requerimientos Financieros del Sector Público.

La Deuda a septiembre y su cierre

La utilización de activos para limitar la deuda bruta México

Reporte de Finanzas Públicas

11 de noviembre de 2020

Figura 3. Métricas Principales de la Deuda Pública Federal

En millones de pesos corrientes	dic.-19	sep.-20	dic.-20
Saldo Histórico de los RFSP	10,870,037	12,163,800	12,598,225
Deuda Neta del Sector Público Federal ^{1-/}	11,027,395	12,281,445	n.a.
Deuda Neta Presupuestaria ^{2-/}	10,585,285	11,771,378	11,977,757
Obligaciones laborales del Gob. Federal ^{3-/}	537,029	537,592	537,592
Deuda Soberana ^{4-/}	10,048,256	11,233,786	11,440,165
Deuda como Porcentaje del PIB UDM*			
Saldo Histórico de los RFSP	44.8%	52.9%	55.0%
Deuda Neta del Sector Público Federal ^{1-/}	45.5%	53.4%	n.a.
Deuda Neta Presupuestaria ^{2-/}	43.7%	51.2%	52.3%
Obligaciones laborales del Gob. Federal ^{3-/}	2.2%	2.3%	2.3%
Deuda Soberana ^{4-/}	41.5%	48.9%	49.9%
Diferencia SH a Deuda soberana (pbs)	339	405	506
PIB UDM	24,237,620	22,982,653	22,908,788

Fuente: HR Ratings con base en la información de la SHCP y el INEGI. Cifras en millones de pesos.

1. Deuda Neta del Gobierno Federal, las EPEs y la Banca de Desarrollo.
2. Deuda Neta del Gobierno Federal y de las EPEs con base en sus reportes corporativos e información de la SHCP.
3. Representa pasivos del Gobierno Federal con Pemex, CFE, ISSSTE y el SAR.
4. Métrica formal de HR Ratings de la deuda soberana.

El mayor incremento en el SH refleja la intención de Hacienda de hacer uso de los recursos de distintos fondos y fideicomisos (F&F) para financiar el gasto presupuestario y reducir su endeudamiento, pero lo anterior resultaría en aumentar el componente de la deuda neta del SH presupuestario.

Antes de proceder al análisis del impacto de los F&F, presentamos en la Figura 4 el cambio en las diferentes cuentas del SH desde el cierre de 2019 a septiembre. Más de la mitad (56.3%) del incremento en el total por P\$1,294mm es resultado del impacto de la depreciación del peso. Por su parte, la caída en los activos de los Organismos y las EPEs es reflejo principalmente de la reducción en los activos de distintos F&F. Como veremos a continuación en este reporte, la caída en los activos sucedió a pesar de presentar un superávit de P\$138.9mm en los Organismos y de las entidades bajo control indirecto presupuestario. Lo anterior también se presentó a pesar de que las EPEs bajaron su deuda bruta interna en P\$31.1mm de diciembre a septiembre.

La Deuda a septiembre y su cierre

La utilización de activos para limitar la deuda bruta

México

Reporte de Finanzas Públicas

11 de noviembre de 2020

Figura 4. Saldo Histórico de los RFSP

	dic.-19	sep.-20	Cambio
INTERNOS	7,139,387	7,306,692	167,306
Presupuestario	6,173,902	6,354,182	180,281
Gobierno Federal	6,662,798	6,829,792	166,993
Organismos y Empresas Públicas*	(488,897)	(475,609)	13,287
No Presupuestario	965,485	952,510	(12,975)
Banca de Desarrollo y Fondos de fomento	(343,965)	(352,253)	(8,288)
Otro no-Presupuestario	1,309,450	1,304,763	(4,688)
FARAC (FONADIN)	247,685	251,966	4,281
Pasivos del IPAB	967,599	962,781	(4,818)
Pidiregas	52,070	45,992	(6,078)
Programa de Apoyo a Deudores	42,096	44,023	1,927
EXTERNOS	3,730,650	4,857,107	1,126,457
Presupuestario	3,636,360	4,750,264	1,113,904
Gobierno Federal	1,872,646	2,422,620	549,974
Organismos y Empresas Públicas*	1,763,715	2,327,645	563,930
No Presupuestario	94,290	106,843	12,553
Banca de Desarrollo y Fondos de fomento	0	0	0
Pidiregas	94,290	106,843	12,553
TOTAL	10,870,037	12,163,800	1,293,763
Presupuestario	9,810,262	11,104,447	1,294,185
Gobierno Federal	8,535,444	9,252,411	716,967
Organismos y Empresas Públicas*	1,274,818	1,852,036	577,218
No Presupuestario	1,059,775	1,059,353	(422)
Banca de Desarrollo y Fondos de fomento	(343,965)	(352,253)	(8,288)
Pidiregas	146,360	152,835	6,475
Otro no-Presupuestario	1,257,381	1,258,771	1,390

Fuente: HR Ratings con información de la SHCP. El cambio es vs. el cierre de 2019. Cifras en millones.

*Organismos: IMSS & ISSSTE. Empresas Públicas son las EPEs: Pemex y la CFE.

**Incluye FARAC, Pasivos del IPAB y Programa de Apoyo a Deudores.

Al nivel de los balances financieros, la utilización de los recursos de los F&F se refleja en mayores ingresos no tributarios para el Gobierno Federal (limitando su déficit) y la contra partida en la cuenta de adecuaciones (aumentando los RFSP). De hecho, en el transcurso del año se puede observar que la diferencia entre las dos métricas de balances financieros (presupuestario y los RFSP) ha ido aumentando.

Para 2020, el Congreso aprobó un déficit presupuestario y unos RFSP de P\$547.1mm y P\$678.5mm, respectivamente. En abril, en el informe sobre las finanzas públicas a marzo, Hacienda actualizó sus estimados (con la llegada de la pandemia) a un déficit presupuestario de P\$814mm y RFSP por P\$1,085.3mm. De esta manera, la diferencia entre los dos balances se incrementó, de un alza relativamente baja de P\$131.4mm, de acuerdo con el aprobado, a P\$271mm, con base en los estimados. Al mismo tiempo, los ingresos no tributarios pasaron de P\$165.5mm en el aprobado a P\$454.5mm en el estimado.

La Deuda a septiembre y su cierre

La utilización de activos para limitar la deuda bruta México

Reporte de Finanzas Públicas

11 de noviembre de 2020

De acuerdo con su reporte a septiembre, el estimado de Hacienda es de un déficit presupuestario de P\$686.7mm vs. P\$663.3mm en los Criterios 2021 y para los RFSP un aumento a P\$1,106mm.

Sin embargo, antes de explicar nuestras estimaciones para el cierre del año, es relevante analizar cuál ha sido la evolución hasta el mes de septiembre en términos del balance financiero de las distintas entidades dentro de los RFSP y cómo estas han afectado el SH y sus componentes.

Analíticamente, dividimos los factores que determinan el cambio en el SH en tres partes. Primero, los distintos balances financieros, los cuales están detallados en la Figura 5. Segundo, las adecuaciones, que son distintos ajustes que no se contabilizan en los balances financieros. Lo más común es cuando se retiran fondos del FEIP (una adecuación negativa) y se traspasan al Gobierno Federal en la cuenta de ingresos no-tributarios, los cuales se contabilizan dentro del balance financiero del Gobierno Federal. Estos dos componentes determinan los RFSP³.

A septiembre estimamos que las adecuaciones, no relacionadas al valor de la UDI, ascendieron a P\$203.6mm. Este fuerte incremento relativo al P\$44mm estimado por HR Ratings en el mismo periodo de 2019 se puede atribuir, en buena parte, al aumento en los ingresos no tributarios.

Al tercer trimestre, los ingresos no tributarios del Gobierno Federal llegaron a los P\$371.7mm, un incremento real del 76.4% vs. el nivel observado en 2019 (P\$203.6mm). Lo más relevante de este incremento es la diferencia entre lo programado (P\$128.6mm) y el observado del P\$371.7mm. En su comunicado, Hacienda indica que de la diferencia de P\$243.2mm, P\$119.1mm es originado del FEIP, mientras que P\$55.3mm tienen origen de otros fideicomisos y P\$9mm de distintas entidades paraestatales, dando un total del P\$183.4mm. Estos movimientos podrían explicar la mayoría de las adecuaciones que mencionamos. Asimismo, suponemos que también hay que agregar los P\$32.7mm que salieron del FEIEF para apoyar a los Estados y Municipios por la reducción en las participaciones que recibieron del Gobierno Federal.

³ En sus reportes, la SHCP no desglosa formalmente los componentes de las adecuaciones. Sin embargo, podemos tener una idea parcial con base en la información que de los ingresos no tributarios. Adicionalmente, en nuestro análisis suponemos que los incrementos relacionados al aumento del precio de la UDI en la deuda del Gobierno Federal y de Pemex (en menor medida), se contabilizan dentro de las adecuaciones. Hacienda sí presenta información que permite calcular el valor de este aumento.

La Deuda a septiembre y su cierre

La utilización de activos para limitar la deuda bruta México

Reporte de Finanzas Públicas

11 de noviembre de 2020

Figura 5. Los RFSP y el cambio en el Saldo Histórico

Acumulado a septiembre	2018	2019	2020
Balance presupuestario	(319,127)	(211,360)	(344,342)
Gobierno Federal	(278,437)	(278,518)	(264,121)
Organismos de control directo	96,864	101,914	103,021
Empresas productivas del estado	(137,554)	(34,757)	(183,242)
Entidades bajo control indirecto	8,108	51,134	35,892
Balance Tradicional / Público	(311,019)	(160,226)	(308,450)
Otras balances dentro de los RFSP	50,086	45,533	14,499
Pidiregas	5,278	9,690	8,358
IPAB	5,814	11,000	2,692
FONADIN	22,770	4,834	(8,195)
Programa de deudores	(2,607)	3,492	(1,927)
Banca de Des. y Fondos de fomento	18,831	16,517	13,571
Balance dentro de los RFSP	(260,933)	(114,694)	(293,951)
Adecuaciones	(43,668)	(60,780)	(248,103)
Gobierno Federal y Pemex (UDIs)	(43,026)	(16,758)	(44,486)
Otras adecuaciones	(642)	(44,022)	(203,617)
Req. Financieros del Sect. Pub. (RFSP)	(304,601)	(175,474)	(542,054)
Ajustes al S.H. por movimientos cambiarios	(163,111)	(11,688)	728,204
Ajustes a la deuda interna Gob. Fed.	8,581	4,399	15,546
Otros ajustes no determinados en el SH	(25,470)	(27,664)	7,959
Cambio en el Saldo Histórico	124,602	140,521	1,293,763

Fuente: HR Ratings con base en datos de la SHCP. Cifras en millones de pesos.

Los valores negativos en los RFSP significan un incremento en el Saldo Histórico. En el caso de los ajustes estimados por HR Ratings, los valores negativos representan una reducción y los positivos un incremento en el SH.

Es importante considerar que las adecuaciones pueden ser positivas, con el efecto de aumentar los activos y reducir la deuda neta expresada en el SH. Para poner en contexto lo anterior, el próximo año se espera que el Gobierno Federal reciba un importante ingreso por parte del remanente del Banco de México. El 30% de este ingreso tendría una contrapartida en el gasto en la cuenta de inversiones financieras, lo cual representaría el traspaso de estos recursos al FEIP por la cuenta de adecuaciones.

Por otro lado, en el momento en que el FEIP reciba ingresos por la activación de las coberturas petroleras estos se contabilizarían como una adecuación positiva, luego para ser contabilizada como una transferencia al Gobierno Federal y, por último, como un ingreso no tributario y una adecuación negativa. Hasta el momento, Hacienda no ha ofrecido una estimación de los ingresos esperados por conceptos de coberturas.

Por otro lado, Hacienda sí ha declarado en los Criterios que la caída en los ingresos como resultado del entorno económico sería parcialmente compensado por “los recursos provenientes del FEIP, de conformidad con lo establecido en la LFPRH⁴, con la recuperación de otros activos financieros ahorrados para enfrentar contingencias y con las coberturas petroleras contratadas para mitigar el impacto de choques en los precios”.

⁴ Ley Federal de Presupuesto y Responsabilidad Hacendaria.

La Deuda a septiembre y su cierre

La utilización de activos para limitar la deuda bruta México

Reporte de Finanzas Públicas

11 de noviembre de 2020

El tercer componente son los ajustes o factores que afectan el SH y que no están incluidos dentro de los RFSP. Estos otros factores generalmente no se reportan. Los ajustes mostrados en la Figura 5 son estimaciones elaboradas por HR Ratings. Los más importantes son los efectos del movimiento del peso para la deuda denominada en moneda extranjera.

A septiembre, HR Ratings estima que la depreciación del peso ha producido un incremento en el SH por aproximadamente P\$728mm o el equivalente del 56.3% de su movimiento a partir de su cierre en 2019.⁵

Dentro de los RFSP se puede notar que en septiembre hay un pequeño superávit. Es importante notar que se reporta un superávit en el balance financiero de las entidades bajo control presupuestario indirecto. Como mostramos más adelante en sus estimados y en el presupuesto aprobado, estas entidades tienen un balance de cero.

En lo que refiere a las otras entidades dentro de los RFSP, estas recientemente han mostrado superávits, aunque su tamaño ha ido disminuyendo.

En la Figura 6 presentamos nuestro análisis del cambio en el nivel de la deuda de las diferentes entidades dentro del SH basado en sus balances financieros dentro de los RFSP y nuestras estimaciones de los distintos ajustes. Comparamos la deuda que resulta de este análisis con la deuda reportada. En el caso de la deuda neta de los Organismos y las EPEs, la información disponible no reporta un desglose entre los dos. El desglose presentado en la figura se basa en el análisis de HR Ratings, restando la deuda neta de las EPEs, con base en los reportes corporativos de Pemex y de la CFE. La gran ventaja de este análisis es que nos permite ver la posible evolución de un componente importante de los activos dentro del SH.

En lo que refiere al Gobierno Federal, estimamos que la deuda debió haber aumentado en P\$682.6mm, como resultado del déficit financiero de P\$264.1mm; así como por el efecto de la depreciación del tipo de cambio equivalente a P\$358.5mm y otros ajustes a la deuda (principalmente por la revaluación del UDI) por P\$60mm, para un total del P\$418.5mm. Este último monto se puede observar en la última columna de la Figura 6. La diferencia entre nuestra estimación de deuda con base en los cambios presentados y la deuda del Gobierno Federal observada es de P\$34.3mm.

En lo que refiere a las EPEs, nuestro análisis arroja un resultado opuesto con un menor incremento en su deuda respecto al observado en P\$66.8mm. Es posible que la diferencia sea resultado de la utilización de información corporativa y no de la información basada en las finanzas públicas.⁶ Por otro lado, el análisis muestra que los activos de los Organismos y distintos F&F sufrieron una disminución del P\$247mm⁷ relativo a los que hubiéramos

⁵ En un reporte sobre la evolución de la deuda pública, Hacienda indica que la devaluación de la moneda ha sido responsable por el 55.3% del incremento en el SH. También es relevante notar que, en este análisis, HR Ratings ubica como ajuste otros cambios en el valor de la deuda del Gobierno Federal que reporta Hacienda en base de datos.

⁶ Desafortunadamente, la base de datos de Hacienda únicamente reporta la deuda bruta de las EPEs (sin desglosar entre Pemex y la CFE). Sin embargo, los niveles de la deuda neta también difieren. Típicamente, la deuda bruta presentada en los reportes de la Deuda del Sector Público Federal (SPF) está mayor que la deuda bruta observada en los reportes corporativos. Al cierre de 2019, la diferencia fue de P\$64.2mm, mientras que al cierre del 3T20 la diferencia fue de P\$27.4mm. Nuestro análisis incorpora tanto la deuda bruta y el efectivo para calcular la deuda neta.

⁷ Los P\$138.9mm en el balance para estas entidades refiere al superávit del IMSS y ISSTE por P\$103mm y del superávit por P\$35.9mm de las entidades bajo control indirecto.

La Deuda a septiembre y su cierre

La utilización de activos para limitar la deuda bruta México

Reporte de Finanzas Públicas

11 de noviembre de 2020

esperado basado en los superávits financieros de los Organismos y las entidades bajo control indirecto por P\$138.9mm.

Considerando, en su conjunto, el balance de las EPEs, los Organismos, otras entidades y los F&F la deuda neta se incrementó por encima de nuestras estimaciones en P\$180mm como se observa en la Figura 6.

En este contexto hay que notar, como se presenta en la Figura 8, la reducción de P\$153mm en los activos de los tres fondos de estabilización. Adicionalmente, se presentó una reducción de P\$55mm de los otros fondos mencionados por Hacienda en su análisis de los ingresos tributarios. La aportación de P\$32.7mm por parte del FEIEF⁸ (ver la Figura 8) también se reflejaría como un incremento en la deuda neta a través de una reducción en los activos; aunque estos no son parte de los ingresos no tributarios del Gobierno Federal⁹.

Figura 6. Análisis de los cambios en los componentes del Saldo Histórico

	dic.-19	sep.-20	Cambios en el S.H.			Cambio estim. por:	
			Observ.	Estim.	Difer.	Bal.	Peso*
Deuda neta del Gobierno Federal	8,535.4	9,252.4	717.0	682.6	34.3	264.1	418.5
Deuda Neta "Organismos y EPEs"	1,274.8	1,852.0	577.2	397.0	180.2	44.3	352.6
Deuda neta EPEs ^{1,2}	2,049.8	2,519.0	469.1	535.9	(66.8)	183.2	352.6
Activo Implícito Organismos & misc. F&F	(775.0)	(666.9)	108.1	(138.9)	247.0	(138.9)	n.a.
Banca de Desarrollo y Fondos	(344.0)	(352.3)	(8.3)	(13.6)	5.3	(13.6)	n.a.
Deuda Neta Pidiregas	146.4	152.8	6.5	8.7	(2.3)	(8.4)	17.1
Deuda Neta otras entidades del SH	1,257.4	1,258.8	1.4	7.4	(6.0)	7.4	n.a.
Saldo Histórico de los RFSP	10,870.0	12,163.8	1,293.8	1,082.2	211.6	294.0	788.2

Fuente: estimaciones de HR Ratings basado en información de la SHCP. Los activos se expresan con cifras negativas. Cifras en mil millones de pesos.

1_/Estimación de HR Ratings basada en el reporte de la deuda del Sector Público Federal y estimaciones del efectivo de las EPEs.

*Estimación de HR Ratings del efecto cambiario en la deuda. Para el Gobierno Federal también incluye el efecto de las UDIs en la cuenta de adecuaciones y otros ajustes estimados a la deuda del Gobierno Federal. El efecto cambiario para el Gobierno Federal se estima en P\$358.5mm.

En la Figura 7 presentamos la posible evolución de los RFSP y del SH en el cuarto trimestre, con base en la guía publicada por Hacienda en los Criterios y en particular en su informe trimestral sobre la deuda y las finanzas públicas a septiembre.¹⁰ Adicionalmente, el análisis incluye ciertos supuestos e inferencias incorporados por HR Ratings. La Figura 7 considera los estimados al cierre del año de Hacienda e inferimos la evolución durante el cuarto trimestre basado en los resultados a septiembre.

Un supuesto importante que hacemos es que el balance financiero de los Organismos alcanzaría los P\$65mm, similar al superávit de P\$58mm observado para 2019. El déficit presupuestario, el balance de las entidades bajo control presupuestario indirecto y el balance medido en términos de los RFSP están basados en los estimados de Hacienda. También suponemos que el superávit de las otras entidades dentro del SH sería similar al reportado para 2019 de P\$23.6mm.

Con estos supuestos propios de HR Ratings y los estimados de Hacienda, llegaríamos a un monto de adecuaciones por P\$444.9mm al cierre del año, esto incluye un importante nivel de P\$194.7mm para el 4T. De este último monto, estimamos que P\$27.4mm serán resultado de la revaluación de la UDI dejando P\$167.3mm en otras adecuaciones. Esta

⁸ Fondo de Estabilización de Ingresos de las Entidades Federativas.

⁹ Como hemos notado en otros reportes, el total de las diferencias a septiembre por P\$211.6mm representa las adecuaciones y los ajustes no determinados en la Figura 5. En la Figura 6 se presenta la distribución de estas adecuaciones entre los diferentes componentes del SH, de acuerdo con nuestro análisis.

¹⁰ Informes sobre la situación económica, las finanzas públicas y la deuda pública al tercer trimestre.

La Deuda a septiembre y su cierre

La utilización de activos para limitar la deuda bruta

México

Reporte de Finanzas Públicas

11 de noviembre de 2020

cifra se compara con el nivel de ingresos no tributarios por P\$129.1mm que inferimos para el cuarto trimestre.¹¹

Una pregunta relevante sería la fuente de estas adecuaciones. El saldo del FEIP a septiembre fue de P\$59mm y entendemos que Hacienda tiene como meta dejarlo con un saldo de P\$30mm, indicando que únicamente P\$29mm provendría del FEIP suponiendo que no hay entradas por otras fuentes. Por lo tanto, es posible esperar una reducción importante en otros F&F en el último trimestre. Como comentamos anteriormente, existe información oportuna que indica que Hacienda incluye ingresos de las coberturas petroleras en las adecuaciones.¹²

Figura 7. Los RFSP y el cambio en el Saldo Histórico (millones de pesos)*

	A sept.		oct - dic		Año Completo	
	2019	2020	2019	2020**	2019	2020**
Balance presupuestario	(211,360)	(344,342)	(196,279)	(342,358)	(407,640)	(686,700)
Gobierno Federal	(278,518)	(264,121)	(220,216)	n.a.	(498,734)	n.a.
Organismos de control directo	101,914	103,021	(44,016)	(38,021)	57,898	65,000
EPEs	(34,757)	(183,242)	67,953	n.a.	33,196	n.a.
Pemex	(9,921)	(216,877)	37,134	n.a.	27,213	n.a.
CFE	(24,836)	33,635	30,819	n.a.	5,983	n.a.
Bal. entidades bajo control indirecto	51,134	35,892	(37,103)	(35,892)	14,031	0
Balance Tradicional / Público	(160,226)	(308,450)	(233,382)	(378,250)	(393,608)	(686,700)
Otros RFSP sin adecuaciones	45,533	14,499	(19,500)	9,053	26,032	23,552
Adecuaciones	(60,780)	(248,103)	(140,901)	(194,749)	(201,681)	(442,852)
Gobierno Federal y Pemex (UDIs)	(16,758)	(44,486)	(28,898)	(27,430)	(45,656)	(71,915)
Otras adecuaciones	(44,022)	(203,617)	(112,003)	(167,320)	(156,025)	(370,937)
RFSP	(175,474)	(542,054)	(393,783)	(563,946)	(569,257)	(1,106,000)
Ajustes al S.H. por mov. cambiarios	(11,688)	728,204	(155,399)	(129,521)	(167,087)	598,683
Ajustes a la deuda interna Gob. Fed.	4,399	15,546	3,498	0	7,897	15,546
Otros ajustes	(27,664)	7,959	(64,085)	0	(91,749)	7,959
Cambio en el Saldo Histórico	140,521	1,293,763	177,798	434,425	318,319	1,728,188

Fuente: HR Ratings con base en datos de la SHCP. Cifras en millones de pesos.

*Ver hipervínculo con el glosario con la descripción de los conceptos en esta tabla.

Los valores negativos en los RFSP significan un incremento en el Saldo Histórico. En el caso de los ajustes estimados por HR Ratings, los valores negativos representan una reducción y los positivos un incremento en el SH.

**Basado en el Estimado anual 2020 publicado por la SHCP en su informe extenso sobre la finanzas públicas al 3T20.

Para los ajustes cambiarios estamos utilizando nuestra estimación del tipo de cambio al cierre del 2020 en P\$21.85. Con el tipo de cambio al cierre de septiembre en P\$22.46, este supuesto arrojaría un efecto favorable que reduciría el SH en P\$129.5mm y resultaría en un SH al cierre del año en P\$12,598.2mm, un incremento de P\$1,728.2mm como se presenta en la Figura 7.¹³ Con estos supuestos, el efecto de la depreciación explicaría el 34.6% del aumento en el SH.

¹¹ De los P\$500.8mm para todo el año estimado por Hacienda le quitamos los P\$371.7mm observado al septiembre.

¹² De acuerdo con nuestra perspectiva de la contabilidad, suponemos que la entrada de recursos por las coberturas, primero al FEIP y posteriormente transferidas al Gobierno Federal, resultaría en un efecto nulo en la cuenta de las adecuaciones. En contraste, sí habría un incremento importante en los ingresos no tributarios. Sin embargo, en nuestro análisis parece que las adecuaciones durante el cuarto trimestre serían mayores que los ingresos no tributarios por P\$129.1mm.

Para un análisis más detallado de los conceptos incluidos en los reportes de HR Ratings relativo a las finanzas públicas al nivel federal favor de ver el siguiente enlace: <https://www.hrratings.com/pdf/Glosario%20finanzas%20publicas%20federales%20Mexico.pdf>

¹³ Este es muy cercano al estimado de Hacienda de P\$12,626mm para al SH al cierre del año. Sin embargo, en los Criterios 2021 se supone un tipo de cambio al cierre del P\$22.3. Tal supuesto produciría una ganancia mucho menor en el cuarto trimestre, de tal modo que para llegar al estimado de un SH de P\$12,626.6 implicaría (con ningún otro cambio en nuestros supuestos) otro ajuste positivo (al reducir el SH). Esto podría ser la incorporación de un beneficio por las coberturas.

La Deuda a septiembre y su cierre

La utilización de activos para limitar la deuda bruta

México

Reporte de Finanzas Públicas

11 de noviembre de 2020

Estos supuestos también arrojarían (con base de nuestras estimaciones del PIB para 2020) que al cierre del año el SH representaría el 55% del PIB y nuestra métrica de la deuda soberana el 49.6%. Relativo al cierre del 2019, los incrementos serían de 10.1 y 8.5 pps. La diferencia en buena parte refleja la utilización de los activos de distintos F&F.

Como conclusión, es importante considerar que aunque HR Ratings utiliza su propia métrica de la deuda soberana en la determinación de nuestra calificación, no es irrelevante el hecho de que su incremento está mitigado por la utilización de los activos, resultando en un aumento mayor en el SH. Por otro lado, sería necesario considerar la posibilidad de que en 2021 habría un efecto opuesto, suponiendo que habría remanentes del Banco de México, como se comentó anteriormente en este reporte.

Figura 8. Saldos de los Fondos de Estabilización

	Saldo al cierre				Cambio periodo anterior		
	dic.-19	mar.-20	jun.-20	sep.-20	mar.-20	jun.-20	sep.-20
FEIP ^{1/}	158,544	174,959	176,963	59,038	16,415	2,004	(117,925)
FEIEF ^{2/}	60,461	63,316	63,633	30,549	2,855	317	(33,084)
FMP ^{3/}	20,760	25,835	26,938	25,038	5,075	1,103	(1,900)
Total	239,765	264,110	267,534	114,625	24,345	3,424	(152,909)

Fuente: HR Ratings con información de la SHCP. En millones de pesos.

1. Fondo de Estabilización de los Ingresos Presupuestarios.

2. Fondo de Estabilización de los Ingresos de las Entidades Federativas.

3. Fondo Mexicano del Petróleo para la Estabilidad y el Desarrollo.

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
joseluis.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



Credit
Rating
Agency

La Deuda a septiembre y su cierre

La utilización de activos para limitar la deuda bruta

México

Reporte de Finanzas Públicas

11 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 of 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).