



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

Consolidación fiscal del gasto no alcanza a compensar los menores niveles de ingresos. Niveles de deuda continúan presionados hacia el segundo semestre

Las finanzas públicas en el primer semestre reflejaron una evolución favorable respecto a lo programado por Hacienda con un balance presupuestario deficitario de P\$577 mil millones (mm), menor en P\$358mm respecto al programado de P\$937mm. Esto fue derivado de un balance primario superavitario de P\$114.6mm vs. un déficit originalmente estimado de P\$132.4mm, mientras que el costo financiero se ubicó en P\$693.5mm, 13.7% por debajo de lo programado (P\$804mm).

No obstante, en términos generales los resultados no muestran una mejora respecto a los datos observados en el mismo periodo del año anterior. El déficit presupuestario en el primer semestre alcanzó los P\$577.4mm vs. -P\$465.5mm en 2025, lo que implica un aumento de 24.0%. Este deterioro fue derivado principalmente del superávit primario, el cual fue menor en 51% respecto al acumulado en enero-junio de 2025 (P\$114.6 vs. P\$235mm), consecuencia de la caída en los ingresos relacionados al impuesto sobre la renta. En contra parte, el costo de los intereses sobre la deuda se ubicaron prácticamente en el mismo nivel del año anterior, lo que ayudó a compensar el menor superávit primario. En el primer semestre el costo financiero acumuló P\$693.5mm vs. P\$700.5mm en 2025.

A pesar de la reducción en los niveles de costo financiero en la primera mitad del año, consideramos que el acumulado hacia el cierre de 2026 continuará presionando las finanzas públicas, incluso siendo mayor al observado en 2025. Por ejemplo, en el primer semestre el costo financiero del Gobierno Federal (medido en términos relativos a su propia deuda, lo que representa más del 90% del Saldo Histórico) cayó en casi 60 puntos base (pbs), de acuerdo con las estimaciones de HR Ratings, de 7.5% a 6.9% (a una tasa anual). En buena parte, esto fue resultado de la disminución en la tasa de referencia del Banco de México y los rendimientos de los bonos M de 10 años. Sin embargo, para el segundo semestre no consideramos que exista un ajuste en los niveles de tasa de referencia debido al repunte que esperamos en la inflación anual.

Otro factor para destacar es la apreciación del peso, lo cual redujo el costo en pesos de la deuda denominado en USD. Durante el primer semestre de 2026 el peso registró una cotización de aproximadamente P\$17.5/USD vs. P\$19.9/USD en el primer semestre de 2025. Debido a la estabilidad que ha mostrado la divisa, no consideramos movimientos importantes hacia corto



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

plazo. En términos de la deuda bruta del Gobierno Federal, el monto denominado en moneda extranjera (principalmente en USD) representaba el 15.5% del total.

A pesar de estos datos comparativamente negativos respecto al primer semestre de 2025, lo anterior fue parcialmente compensado por las menores adecuaciones a los registros públicos que muestran un déficit notablemente menor al primer semestre de 2025 (-56.0%) situándose en -P\$102.1mm vs. -P\$230.2mm en el acumulado de los primeros seis meses de 2025. Desde la perspectiva de HR Ratings, esto se puede explicar principalmente por dos factores. El primero, el ajuste inflacionario dentro de los Udibonos como resultado de la inflación anual que pasó de 4.32% en junio de 2025 a 3.37% a junio 2026. El segundo, como un beneficio del manejo de pasivos para mejorar el perfil de vencimientos de la deuda reportada por Hacienda, con refinanciamiento a condiciones más favorables.

En este sentido, los Requerimientos Financieros del Sector Público (RFSP), la medida más amplia del Sector Público Federal (SPF) registró un déficit en el primer semestre de P\$562.9mm, comparable al -P\$565.2mm observado en el mismo periodo del año anterior. Como lo mencionamos, este nivel se logró mantener por las menores presiones provenientes en las adecuaciones en los registros públicos, así como el balance superavitario en el FONADIN de P\$54.9mm, logrando contener un mayor incremento en los RFSP. Como se puede observar en la Figura 1, de acuerdo con los datos del PIB oportuno, en términos de la deuda medida en el Saldo Histórico como porcentaje del PIB al cierre de junio (con base en los últimos doce meses), HR Ratings estima que esta se ubicó en 52.7% del PIB, prácticamente el mismo nivel respecto al cierre de 2025.

Por otro lado, y con importancia hacia el largo plazo, HR Ratings estima que relativo al primer semestre de 2025 la relación de deuda (SH) a PIB aumentó de 51.5% a 52.7%, mientras que la deuda del Gobierno Federal avanzó de 40.4% a 49.4%. Destacamos que en el mismo periodo del año anterior la deuda del Gobierno Federal representaba el 79% del total del Saldo Histórico, mientras que al cierre del primer semestre de 2026 su participación incrementó a 94%.

HR Ratings estima que para lograr un superávit primario de P\$171.3mm en 2026 proyectado por Hacienda será necesario que durante el segundo semestre se acumule un superávit de P\$57.4mm, lo cual consideramos un escenario optimista, debido a que en el segundo semestre de 2025 se registró un déficit primario de P\$292.2mm. Desde nuestra perspectiva, alcanzar este objetivo es complicado debido a la desaceleración de los ingresos tributarios causado por el menor crecimiento económico y las presiones, aunque menores, persistentes del gasto público que se observan en la segunda mitad del año.

Los últimos dos meses del año suelen presentar importantes niveles de déficits, debido a la mayor dispersión de recursos del gasto corriente, especialmente hacia servicios personales y generales, por lo que generar un ajuste fiscal en el segundo semestre suele ser complicado.

Si bien, el desempeño del PIB del 2T26 fue el mejor desde el 4T20 (+4.3%), consideramos el rebote como un efecto de naturaleza transitoria, lo cual fue incorporado en nuestra última actualización de escenarios macroeconómicos¹ y, por lo tanto, no altera nuestra proyección de crecimiento para 2026 de 1.1%. Por lo tanto, la debilidad que muestra la creación de empleo tiene un efecto negativo en la recaudación del ISR, lo cual podría continuar en el segundo semestre del año. A pesar de que consideramos una mejora relativa en los ingresos petroleros respecto al año anterior, aún se encuentran 20.0% por debajo de lo programado como resultado del efecto neto entre exportaciones e importaciones petroleras.

¹ Para consultar los escenarios macroeconómicos, dirigirse al siguiente enlace: https://www.hrratings.com/pdf/Escenarios_MacroeconAmicos_2T26.pdf



Figura 1. Deuda y Balances del Sector Público Federal

Miles de millones de pesos	jun.-25	dic.-25	jun.-26
Producto Interno Bruto*	34,583	35,302	36,141
Saldo Histórico de los RFSP**	17,796	18,578	19,048
Deuda Neta Presupuestaria***	16,862	17,637	18,193
Deuda Neta Gobierno Federal	13,988	15,868	17,849
Saldo Histórico de los RFSP a PIB	51.5%	52.6%	52.7%
Deuda Neta Presupuestaria a PIB	48.8%	50.0%	50.3%
Deuda Neta del Gobierno Federal a PIB	40.4%	44.9%	49.4%
RFSP (UDM)	-1,687	-1,523	-1,520
Balance Presupuestario (UDM)	-1,388	-1,368	-1,481
Balance Primario (UDM)	-145	-58	-178
Costo Financiero (UDM)	-1,243	-1,310	-1,303
RFSP a PIB (UDM)	-4.88%	-4.31%	-4.21%
Balance Presupuestario a PIB (UDM)	-4.01%	-3.87%	-4.10%
Balance Primario a PIB (UDM)	-0.42%	-0.16%	-0.49%
Costo Financiero a PIB (UDM)	-3.59%	-3.71%	-3.61%

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

*Para 2026 la estimación de HR Ratings se basa en la Estimación Oportuna para el 2T26 y del deflactor propio.

**Saldo Histórico de los Requerimientos Financieros del Sector Público. Medida más amplia de la deuda del sector público federal.

***Deuda neta del Gobierno Federal y de las EPEs (Pemex y la CFE) y los activos de los Organismos (IMSS & ISSSTE).

Otro factor que consideramos relevante dentro de nuestro análisis son las presiones en el costo financiero, el cual refleja una disminución real anual de 4.8% respecto al mismo periodo de 2025, ubicándose en P\$693.5mm, mientras que fue menor en P\$110.5mm respecto al esperado por Hacienda, derivado, en su mayor parte, por la variación cambiaria. Los resultados del primer semestre del año permiten inferir que el costo financiero finalizará 2026 por debajo de P\$1,524mm estimado por Hacienda. Si consideramos una trayectoria mayormente similar para el resto del año, con mayores presiones en el mes de diciembre, especialmente sobre los intereses pagados por el Gobierno Federal, el costo financiero se ubicaría en aproximadamente P\$1,379mm, equivalente a 3.7% del PIB de acuerdo con HR Ratings. Esto representaría un ligero aumento vs. el 3.6% observado en los UDM a junio de este año. Al considerar que la reducción del costo financiero se mitigaría con un mayor déficit primario esperado por HR Ratings, el SH estimado por Hacienda se mantendría en P\$20,248mm por lo que, al utilizar nuestra estimación del PIB, el SH alcanzaría 54.4%.

Consideramos como esencial la publicación de los Criterios Generales de Política Económica de 2027 el próximo 7 de septiembre, lo cual incluirá la nueva actualización del marco macroeconómico, especialmente para el PIB de cierre de 2026 y tipo de cambio, así como de los principales balances de la política fiscal, el cual deberá de contener un marco prudente sobre las estimaciones de cierre para el balance primario, presupuestario, RFSP y SH, brindando certeza al mercado a medida que refleje claridad y métricas razonables.

En la Figura 2 mostramos la evolución de los principales balances del sector público. Destaca que el balance presupuestario registró un déficit acumulado en el primer semestre de P\$577.4mm, lo que implica un incremento de 24% respecto al mismo periodo del año anterior. Esto se explica por el déficit acumulado del Gobierno Federal, el cual aumentó en 32.4% en 2026 vs. 2025, situándose en P\$814.4mm como consecuencia del menor avance en los ingresos (+2.4% real anual), especialmente los



no petroleros vs. un crecimiento del gasto del Gobierno Federal de 7.1% real anual, especialmente en el rubro programable (+8.9% real anual).

Figura 2. Evolución de los principales balances y RFSP a junio

	Acumulado a:			En el mes de:	
	jun.-24	jun.-25	jun.-26	jun.-25	jun.-26
Balance presupuestario	-748,698	-465,511	-577,439	-212,259	-161,606
Gobierno Federal	-1,029,172	-615,101	-814,429	-222,121	-187,933
Organismos de control directo	173,567	164,470	139,224	-1,300	18,055
Empresas públicas del estado	106,907	-14,879	97,766	11,162	8,271
Pemex	66,054	-27,193	50,285	7,177	2,828
CFE	40,852	12,314	47,481	3,985	5,443
Entidades bajo control indirecto	51,696	70,171	18,291	19,302	-6,533
Balance Tradicional / Público	-697,002	-395,340	-559,148	-192,958	-168,139
Otros balances dentro de los RFSP	53,361	60,302	98,314	20,989	2,110
Balance dentro de los RFSP	-643,641	-335,038	-460,834	-171,969	-166,029
Adecuaciones	-170,452	-230,194	-102,076	-36,530	42,396
RFSP	-814,093	-565,232	-562,910	-208,499	-123,634
Ajustes cambiarios y otros	349,962	-192,365	-92,922	-88,087	22,342
Ajustes por movimientos cambiarios*	280,549	-318,735	-114,397	-117,324	21,518
Otros ajustes en el SH*	69,413	126,370	21,475	29,237	824
Cambio en el Saldo Histórico	1,164,055	372,866	469,988	120,412	145,975

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

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

*Los ajustes en el Saldo Histórico son estimaciones de HR Ratings.

Por parte de los Organismos de Control Directo, estos continuaron mostrando un superávit de P\$139.2mm, mientras que las Empresas Públicas del Estado (Pemex y CFE) acumularon un superávit de P\$97.8mm vs. el déficit observado en el mismo periodo del año anterior, resultado de la modesta mejora en el flujo operativo de Pemex vs. 2025, de acuerdo con la contabilidad de Hacienda.

Del lado de Pemex, se observa una mejora sustancial en términos de las ventas de bienes y servicios brutos y gasto programable excluyendo el costo de los intereses sobre la deuda, mostrando un resultado positivo de P\$121.3mm en el primer semestre de 2026 vs. P\$54.3mm en el mismo periodo del año anterior. Este resultado es un conjunto de dos factores. El primero, el incremento en los ingresos por la venta de bienes y servicios brutos en un 7.9% real anual y segundo, por la disminución en el gasto de capital de 24.2% real anual, lo que no necesariamente se puede tomar como positivo porque podría perjudicar los niveles de producción en el largo plazo.

Respecto a la evolución cambiaria, HR Ratings estima que desde el cierre de 2025 se ha observado una apreciación real anual de 1.87%, pasando el tipo de cambio de P\$17.97 al cierre de 2025 a P\$17.47, lo que implica una disminución en la deuda denominada en dólares estadounidenses de aproximadamente P\$114mm, lo que mitigó el aumento de la deuda por otros ajustes de alrededor de P\$21.5mm de acuerdo con las estimaciones de HR Ratings, por lo que el cambio en el Saldo Histórico fue de P\$470 mil millones en el primer semestre de 2026.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Figura 3. Ingresos presupuestarios acumulados

Acumulado al mes de:				Cambio Real*	
	jun.-24	jun.-25	jun.-26	2025	2024
Total	3,818,802	4,107,384	4,277,354	0.1%	1.8%
Petroleros	547,199	445,456	473,101	2.0%	-10.6%
Pemex	455,480	317,329	343,538	4.0%	-16.5%
Gobierno Federal	91,719	128,127	129,563	-2.9%	14.3%
No petroleros	3,271,603	3,661,928	3,804,253	-0.1%	3.7%
Gobierno Federal	2,707,917	3,081,952	3,187,002	-0.6%	4.3%
Tributarios	2,527,740	2,838,385	2,963,499	0.4%	4.1%
Impuesto sobre la renta	1,435,379	1,610,638	1,571,977	-6.2%	0.6%
IVA	670,871	764,859	880,055	10.6%	10.1%
IEPS	311,798	321,314	353,178	5.7%	2.4%
IEPS gasolinas y diésel	194,556	203,894	219,889	3.7%	2.2%
IEPS no combustibles	117,242	117,420	133,289	9.2%	2.6%
Otros tributarios	109,692	141,575	158,289	7.5%	15.5%
No tributarios	180,177	243,567	223,504	-11.9%	7.1%
Organismos de control directo	326,364	347,579	371,664	2.8%	2.6%
CFE	237,322	232,397	245,587	1.6%	-2.2%
Trib. sin IEPS de combustibles	2,333,184	2,634,491	2,743,610	0.1%	4.29%
Exc. ingresos no tributarios	3,638,625	3,863,817	4,053,850	0.9%	1.50%
Ingreso total ajustado**	3,650,331	3,980,350	4,161,665	0.5%	2.68%

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

*Para 2025, refiere al cambio real de 2025 a 2026. Para 2024, refiere al cambio real anualizado de 2024 a 2026 utilizando la inflación acumulada estimada por HR Ratings.

**Ingresos no petroleros más las ventas brutas de Pemex.

En la Figura 3 presentamos la evolución de los ingresos presupuestarios. De acuerdo con HR Ratings se observó un avance de únicamente 0.1% real anual. Al interior sobresale que los ingresos petroleros se ubicaron en P\$473.1mm vs. P\$445.5mm en 2025, lo que refleja el efecto positivo en el incremento de los precios internacionales del crudo, con un impacto proporcional en la mezcla mexicana de exportación que aumentó 27.4% vs. el mismo periodo de 2025 para situarse en un precio promedio durante el año de 80.2 dólares por barril

Los ingresos no petroleros cayeron en 0.1% real anual. Al interior se observa una evolución diferenciada, debido a que la recaudación de ISR disminuyó 6.2% en el año, resultado de la baja dinámica en la creación de empleo, mientras que el IVA aumentó su recaudación en 10.16%, lo que atribuimos al buen desempeño observado por el inicio de la celebración del mundial de futbol. Del lado del IEPS, este aumentó sus ingresos en 5.7% real anual, con alza en los ingresos por combustibles y otros rubros como bebidas carbonatadas.

Por parte del gasto presupuestario, este presentó un avance de 2.1% real anual, consecuencia de las presiones provenientes del gasto programable, el cual se ubicó en P\$3,344mm o un alza de 3.7% real anual. Al interior, como lo mencionamos, el Gobierno Federal ejerce las mayores presiones en el rubro de gasto corriente, el cual creció 6.7% real anual. En contraste, la inversión física cayó 1.7% real anual, lo que se encuentra en línea que la contracción observada en el sector de construcción, mientras que las participaciones dirigidas hacia Estados y municipios cayeron en 3.5% real anual. Finalmente, el costo financiero mostró una reducción real anual de 4.7%.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Figura 4. Gastos presupuestarios acumulados

Acumulado al mes de:				Cambio Real ¹	
	jun.-24	jun.-25	jun.-26	2025	2024
Gasto Presupuestario Total	4,567,500	4,572,895	4,856,255	2.1%	-0.9%
Gasto Primario	3,959,504	3,872,405	4,162,785	3.3%	-1.4%
Programable	3,232,573	3,099,460	3,343,889	3.7%	-2.2%
Gobierno Federal	2,569,092	2,454,514	2,695,406	5.5%	-1.5%
Corriente	2,051,204	2,112,681	2,345,728	6.7%	2.8%
Capital	517,888	341,833	349,678	-1.7%	-21.0%
Inversión física	349,431	236,531	241,938	-1.7%	-20.0%
Inversión financiera	168,458	105,302	107,740	-1.8%	-23.1%
Organismos*	152,797	183,109	232,440	22.2%	18.5%
IMSS	140,263	177,334	212,245	15.2%	18.2%
IMSS Gasto Total	560,794	653,277	752,628	10.8%	11.4%
ISSSTE	12,534	5,776	20,195	238.8%	n.a.
ISSSTE Gasto Total	255,623	266,165	277,798	0.3%	0.3%
EPEs	510,685	461,836	414,171	-13.9%	-13.4%
No Programable	726,931	772,946	818,896	1.9%	2.1%
Participaciones	694,837	747,419	749,737	-3.5%	-0.1%
Adefas	32,094	25,527	69,158	161.1%	41.5%
Costo Financiero	607,996	700,489	693,471	-4.7%	2.7%

Fuente: HR Ratings basado en información de la SHCP. Cifras en millones de pesos.
^{1/} *Para 2025, refiere al cambio real de 2025 a 2026. Para 2024, refiere al cambio real anualizado de 2024 a 2026 utilizando la inflación acumulada estimada por HR Ratings.
*Excluye los gastos financiados por los subsidios y transfencias del Gobierno Federal.

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 certificada como una Credit Rating Agency (CRA) por la European Securities and Markets Authority (ESMA) y por el Financial Conduct Authority (FCA). HR Ratings LLC se encuentra 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 ("HR Ratings")

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, 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