

Deuda Soberana

México LP
HR BBB+ (G)
Perspectiva
Estable

México CP
HR3 (G)

Finanzas Públicas y Deuda Soberana
28 de octubre de 2025
A NRSRO Rating**

Abril 2024

HR BBB+ (G)
Perspectiva Estable

Noviembre 2024

HR BBB+ (G)
Perspectiva Negativa

Octubre 2025

HR BBB+ (G)
Perspectiva Estable



Felix Boni

felix.boni@hrratings.com
Analista Responsable
Director General de Análisis



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



Álvaro Rodríguez

alvaro.rodriquez@hrratings.com
Director de Finanzas Públicas y
Deuda Soberana



Ricardo Gallegos

ricardo.gallegos@hrratings.com
Director General Adjunto de
Análisis Económico

HR Ratings ratificó la calificación de largo plazo de HR BBB+ (G), cambiando la perspectiva de Negativa a Estable, y de corto plazo de HR3 (G) para la Deuda Soberana de los Estados Unidos Mexicanos

La ratificación y el cambio en la perspectiva de la calificación soberana de México es resultado de la mejora en las principales métricas fiscales que evalúa HR Ratings, ya que se mostró una tendencia cercana a lo incorporado en la acción de calificación de abril 2024. Estimamos que la Deuda a PIB (medida en términos del Saldo Histórico) finalizará 2025 en 52.2% (52.3% en abril), por debajo de lo proyectado en nuestro comunicado de noviembre (54.0%), cuando asignamos la perspectiva Negativa. Destaca que el Saldo Histórico (SH) cerró 2024 en 51.3%, por debajo de nuestra expectativa en noviembre, que era de 52.2%.

Los esfuerzos de consolidación fiscal por parte de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP) han contribuido a la mejora proyectada de los principales balances fiscales hacia el cierre de 2024 respecto a nuestro comunicado de noviembre, sobresaliendo los ajustes en el gasto corriente y de inversión, acompañado de una dinámica positiva en los ingresos tributarios. Como resultado, el déficit presupuestario (o Balance Financiero) para 2025 estimado por HR Ratings es de 3.7% del PIB, muy por debajo del 4.9% observado en 2024. Estimamos que el déficit medido por los Requerimientos Financieros del Sector Público (RFSP) bajaría a 4.3% al cierre de 2025 vs. 5.7% en 2024. En el mediano y largo plazo, consideramos que esta tendencia a menores déficits continuará, aunque no lo suficiente para contener el incremento en la relación SH/PIB, por lo que se situará por encima de los niveles proyectados por Hacienda en los CGPE26, como resultado de las presiones en el costo financiero, el balance del Gobierno Federal y el nivel del tipo de cambio.

Estimamos depreciaciones del tipo de cambio en el largo plazo que elevarían en pesos la deuda denominada en moneda extranjera. Lo anterior contrasta con las expectativas de Hacienda de la revaluación del tipo de cambio en 2026 y 2027, y estabilidad a partir de 2028. Nuestras proyecciones indican que la métrica SH/PIB superaría en más de 4 puntos porcentuales los supuestos incorporados en los CGPE26.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Es importante considerar que existen riesgos en el corto y mediano plazo que, en caso de concretarse, podrían afectar la perspectiva e inclusive la calificación soberana. En lo anterior resalta la renegociación del Tratado de Libre Comercio (T-MEC). Del lado positivo, una renegociación favorable podría resultar en un crecimiento de la inversión en sectores clave de la economía. Asimismo, en el corto plazo, una de las variables que podría favorecer la evolución de deuda neta es el comportamiento del tipo de cambio, dado que un nivel por debajo de los P\$19.0/USD implica un ajuste cambiario positivo.

Entre los principales retos destaca que el sector público cuenta con un reducido margen de maniobra para continuar con una mayor consolidación fiscal ya que no se contemplan aumentos en las tasas impositivas (ISR o IVA). Otro desafío es el incremento en el interés sobre el pago de la deuda (costo financiero), lo cual resta recursos que se podrían dirigir a la inversión productiva en el país, mientras que el nivel de gasto corriente se encuentra comprometido tanto en subsidios y transferencias como en otros gastos corrientes, en donde se encuentran etiquetados los principales programas públicos.

Un factor que ha contribuido a mantener cierta estabilidad en las finanzas públicas es el buen nivel de recaudación tributaria en ausencia de una reforma fiscal. El combate a la evasión fiscal, así como la dinámica en el consumo ha permitido que este rubro respalde el gasto sin incurrir en una mayor carga de deuda. Sin embargo, un deterioro en los ingresos presupuestarios resultaría en altos niveles de déficits, que estimamos superiores al 4.0% del PIB para el mediano y largo plazo. Otro elemento es el respaldo por parte del Gobierno Federal hacia Pemex, lo que podría proporcionar una mayor holgura hacia proyectos de inversión y generar balances financieros positivos para la empresa, con el efecto de reducir su nivel de endeudamiento en el mediano plazo. En la siguiente figura HR Ratings presenta el desempeño de las principales variables del soberano.

Principales variables, balances y métricas en la calificación

Año	Cuentas fiscales como % del PIB					Producto Interno Bruto				Revaluación real del peso (%)	Cuenta Corriente % PIB	
	Balance Financiero*	Balance Primario*	Costo Financiero*	RFSP	SH*	Crec. Real	Nom. (MXN, mm)	USD (mm)	Inflación Prom.			USD/MXN al cierre
2024	-4.92%	-1.53%	-3.39%	-5.70%	51.27%	1.21%	33,981	1,861	4.72%	20.27	-15.4%	-0.90%
2025	-3.67%	0.08%	-3.75%	-4.32%	52.22%	0.90%	36,019	1,850	3.90%	19.50	5.4%	-0.39%
2026	-3.60%	0.35%	-3.95%	-4.15%	53.74%	1.70%	38,263	1,906	3.82%	20.26	-2.5%	-0.59%
2027	-3.31%	0.21%	-3.52%	-3.83%	54.51%	1.85%	40,767	2,021	3.78%	20.72	-1.1%	-0.67%
2028	-3.19%	0.35%	-3.54%	-3.73%	55.14%	1.85%	43,430	2,141	3.76%	21.20	-1.1%	-0.73%
2029	-3.11%	0.49%	-3.59%	-3.66%	55.68%	1.85%	46,249	2,268	3.71%	21.69	-1.1%	-0.84%
2030	-3.07%	0.56%	-3.64%	-3.65%	56.18%	1.85%	49,242	2,402	3.69%	22.18	-1.1%	-0.89%
2031	-3.07%	0.62%	-3.69%	-3.66%	56.69%	1.85%	52,406	2,543	3.67%	22.69	-1.1%	-1.13%
2032	-3.07%	0.67%	-3.74%	-3.67%	57.15%	1.85%	55,790	2,694	3.71%	23.21	-1.1%	-1.25%

Fuente: Proyecciones de HR Ratings con información de la SHCP, el INEGI y el Banco de México.

*El Saldo Histórico se refiere a la Deuda Neta estimada por HR Ratings. Los balances y el costo financiero son presupuestarios. El balance financiero es el neto del balance primario más el costo financiero.

Desempeño Histórico / Comparativo vs. Proyecciones

- **En 2024 la deuda neta del Gobierno Federal fue menor a lo proyectado.** La deuda neta se vio afectada por los altos déficits presupuestarios, así como por la depreciación del tipo de cambio, lo que provocó que se alcanzara un nivel histórico de 51.3% del PIB, aunque esto aun fue por debajo de lo estimado por HR Ratings en su revisión de noviembre (52.2% del PIB).
- **El año 2024 registró déficits altos, aunque con un menor nivel respecto a la estimación de noviembre.** El año anterior estuvo marcado por un fuerte déficit dentro del balance del Gobierno Federal (-5.5% del PIB), así como por las presiones dentro del costo financiero. Adicionalmente, la depreciación del tipo de cambio implicó un incremento en el nivel de deuda neta. Los RFSP finalizaron en 5.7% vs. 5.9% del PIB estimado por HR Ratings.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

- **Debilidad del crecimiento económico.** El año 2024 representó retos importantes, especialmente en la segunda mitad del año en donde se hizo evidente la reducción en la inversión en obra pública por parte del Gobierno Federal, así como los efectos de desaceleración en la inversión privada y comercio exterior, lo que provocó una reducción en la capacidad operativa de la industria. El crecimiento finalizó en 1.21% vs. 1.40% estimado, con cifras ajustadas por estacionalidad.
- **La inflación cerró el año ligeramente por arriba de nuestras expectativas.** Se registraron choques en el componente subyacente de la inflación, tanto en mercancías como en servicios, lo que provocó que el indicador cerrara en 4.21%.

Expectativas para periodos futuros

- **Reducción gradual del déficit presupuestario.** Derivado del esfuerzo para contener el nivel de gasto y la eficiencia en la recaudación tributaria, proyectamos que a partir de 2026 el déficit en los RFSP empezará a descender, promediando un nivel de 3.7% de 2027 a 2032. Con esto, se espera que la deuda neta, a pesar del incremento, mantenga una trayectoria sostenible, lo cual es congruente con nuestra calificación. En este sentido, consideramos que la deuda finalice 2026 en 53.7% del PIB y 54.5% en 2027, para posteriormente cerrar el periodo de proyección en 57.2%.
- **La Inflación continuará convergiendo gradualmente a la meta.** Consideramos que, a partir de 2026, la inflación podría situarse dentro del intervalo objetivo del Banco de México, promediando un nivel de 3.70% de 2027 a 2032.
- **Crecimiento económico más dinámico.** En comparación con 2025, consideramos que en los siguientes periodos se observarán mejores condiciones económicas, que permitirán crecer a una tasa de 1.70% en 2026 y de 1.85% en el largo plazo.

Factores adicionales considerados

- **Factores Ambientales, Sociales y de Gobernanza.** En este análisis se evalúa la exposición del país a riesgos ambientales, sociales y de gobernanza (ASG) que pudieran afectar la calidad crediticia en el mediano y largo plazo, así como los mecanismos de mitigación implementados por la Entidad. En este sentido, HR Ratings consideró como *promedio* estos factores, por lo que la calificación asignada no recibe ajustes adicionales.

Factores que podrían subir la calificación

- **Consolidación fiscal sostenida.** Déficits fiscales por debajo de lo proyectado (RFSP alrededor del 3.0% del PIB) indicaría un manejo prudente del gasto corriente, así como una mejora en los niveles de recaudación tributaria, lo que contribuiría con menores incrementos de la deuda. Asimismo, una mejora en la recaudación petrolera respecto a lo estimado implicaría mayores recursos para estimular la economía en gasto de inversión.
- **Crecimiento en la inversión productiva en el mediano y largo plazo.** El crecimiento en los niveles de inversión podría estimular la capacidad operativa de sectores como el manufacturero, lo que se traduciría en una mayor tasa de crecimiento del PIB y un incremento en los ingresos tributarios, reduciendo así las presiones sobre las finanzas públicas.

Factores que podrían bajar la calificación

- **Deterioro fiscal que comprometa la sostenibilidad de la deuda.** Menores niveles de recaudación tributaria, o presiones en el gasto afectarían la sostenibilidad de los balances fiscales. Esto resultaría en una mayor necesidad de financiamiento por medio de la emisión de deuda para cumplir con los compromisos de gasto, lo que llevaría la deuda neta por encima del 60% en el horizonte de proyección.
- **Desaceleración económica prolongada que perjudique las métricas medidas en términos del PIB.** Crecimientos cercanos a 1.0% hacia el mediano y largo plazo representarían afectaciones en las métricas fiscales como déficit y deuda neta, lo que implicaría un posible cambio de perspectiva e inclusive de calificación.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Resultado: Observado vs. Proyectado

En esta sección presentamos los resultados observados para los periodos de 2022 a 2024, así como las estimaciones que se consideraron para 2024(P)** en la revisión de la deuda soberana realizada en noviembre de 2024. La última columna que hace referencia a 2025(P) considera las estimaciones realizadas en este reporte para el año actual, las cuales comentaremos con más detalle en las siguientes secciones.

Figura 1. Supuestos y resultados de México

Concepto	Resultados Observados			Escenario Calificación*	
	2022	2023	2024	2024P	2025P
Indicadores Económicos					
PIB Nominal (miles de millones de pesos corrientes)	29,526	31,936	33,981	33,766	36,019
PIB en USD	1,468	1,802	1,861	1,805	1,850
PIB Real (miles de millones de pesos, base 2018)	24,283	25,098	25,401	25,169	25,533
Crecimiento real anual (%) con ajuste estacional	3.70%	3.36%	1.21%	1.40%	0.90%
Crecimiento nominal anual (%)	10.62%	8.16%	6.40%	6.27%	6.00%
Producción de crudo (mbd)**	1,565	1,588	1,485	1,562	1,376
Plataforma de exportación de crudo (mbd)	953	1,032	807	826	567
Precio promedio de la mezcla de exportación (mbd)	89.2	71.0	70.3	73.0	61.4
Indicadores Monetarios					
Inflación al cierre del año (%)	7.82%	4.66%	4.21%	4.60%	4.00%
Inflación promedio (%)	7.89%	5.55%	4.72%	4.80%	3.90%
Tasa de política monetaria al cierre (%)	10.50%	11.25%	10.00%	10.25%	7.25%
Tasa de política monetaria real (%)	2.68%	6.59%	5.79%	5.65%	3.25%
Tipo de cambio nominal al cierre (P\$/US\$)	19.41	16.92	20.27	20.50	19.50
Indicadores Fiscales (%)					
Balance presupuestario (miles de millones de pesos)	-951	-1,083	-1,671	-1,693	-1,321
RFSP como % del PIB	-4.32%	-4.29%	-5.70%	-5.89%	-4.32%
Balance primario presupuestario como % del PIB	-0.46%	-0.12%	-1.53%	-1.38%	0.08%
Ingresos presupuestarios como % del PIB	22.36%	22.04%	22.05%	22.16%	22.12%
Ingresos petroleros como % del PIB	5.02%	3.38%	2.82%	3.11%	2.79%
Gasto presupuestario como % del PIB	25.59%	25.43%	26.97%	27.17%	25.79%
Gasto programable como % del PIB	19.21%	18.49%	19.81%	19.77%	18.22%
Inversión física como % del PIB	3.17%	2.78%	3.05%	2.44%	2.30%
Costo financiero como % del PIB	2.76%	3.27%	3.39%	3.64%	3.75%
Deuda neta soberana como % del PIB	47.64%	46.55%	51.27%	52.24%	52.22%
Indicadores Externos (%)					
Cuenta corriente como % del PIB	-1.29%	-0.70%	-0.90%	-0.38%	-0.39%
Balanza de bienes como % del PIB	-2.98%	-1.77%	-1.48%	-1.03%	-0.99%
Balanza de ingreso primario como % del PIB	-2.30%	-2.43%	-2.87%	-3.23%	-2.70%
Balanza de ingreso secundario como % del PIB	4.00%	3.50%	3.45%	3.88%	3.30%

Fuente: HR Ratings con información de Banxico, SHCP e INEGI.

*2024P se refiere a los pronósticos del escenario base de la revisión de la calificación de deuda soberana de México de noviembre de 2024; Para 2025P se consideran los pronósticos del reporte actual.

**HR Ratings toma en cuenta la producción de hidrocarburos líquidos más socios (excluyendo condensados).

HR Ratings considera la deuda soberana como el Saldo Histórico de los Requerimientos Financieros del Sector Público (SHRFSP), que considera, entre otras variables, la deuda del Gobierno Federal más la deuda neta de las EPEs.



Actividad Económica de México

Durante 2024, la economía mexicana creció a un menor ritmo que en años anteriores. Esta desaceleración se explica por una combinación de factores internos, a la vez que el panorama internacional se tornó más complejo. En el terreno internacional, la guerra entre Rusia y Ucrania siguió impactando los precios de los energéticos y algunos granos; el surgimiento del conflicto en Medio Oriente generó algunas presiones en el precio del petróleo e implicó una mayor aversión de riesgo entre mercados emergentes; economías de riesgo sistémico como Estados Unidos y China registraron un menor crecimiento respecto al previsto; y, adicionalmente, en el entorno político y comercial, las elecciones de noviembre en Estados Unidos marcaron un punto de incertidumbre para México, especialmente tras las declaraciones del presidente Trump ante posibles cambios con respecto a la política comercial y migratoria.

En México, después del fuerte impulso que se dio tras la reapertura de la pandemia por COVID-19 en 2021 (+6.3%) y 2022 (+3.7%), y el sólido desempeño de 2023 (+3.4%), el crecimiento de 2024 se ubicó en 1.21% y resultó por debajo del 1.40% que anticipamos en el reporte de noviembre como resultado de una desaceleración económica más marcada en el último trimestre (4T24). En la Figura 2, se puede observar cómo se fue perdiendo dinamismo económico por sectores, especialmente en el cuarto trimestre del 2024, cuando el sector primario se contrajo 7.22%, el secundario 1.51% y el terciario permaneció estancado con una variación de apenas 0.06%.

Figura 2. Tasas de crecimiento del PIB y sus principales sectores

Cifras desestacionalizadas	mar-24	jun-24	sep-24	dic-24	mar-25	jun-25
Crecimiento trimestral	0.05%	0.12%	0.88%	-0.61%	0.27%	0.64%
Sector Primario	-4.45%	1.40%	5.17%	-7.22%	7.74%	-2.39%
Sector Secundario	-0.83%	-0.15%	0.43%	-1.51%	0.05%	0.71%
Sector Terciario	0.79%	0.22%	0.89%	0.07%	0.06%	0.81%
Crecimiento trimestral anual	1.79%	1.15%	1.46%	0.44%	0.66%	1.18%
Sector Primario	-5.16%	-3.91%	2.27%	-5.45%	6.61%	2.62%
Sector Secundario	1.65%	0.52%	0.27%	-2.06%	-1.19%	-0.34%
Sector Terciario	2.52%	1.94%	2.07%	1.98%	1.24%	1.85%
Crecimiento UDM*	2.83%	2.22%	1.73%	1.21%	0.93%	0.94%

Fuente: HR Ratings con información ajustada por estacionalidad del INEGI. Base 2018.

*UDM: Últimos Doce Meses.

Los sectores Primario (agricultura), Secundario (Industrial) y Terciario (Servicios) representan aproximadamente 3.4%, 33.2% y 63.4% del PIB.

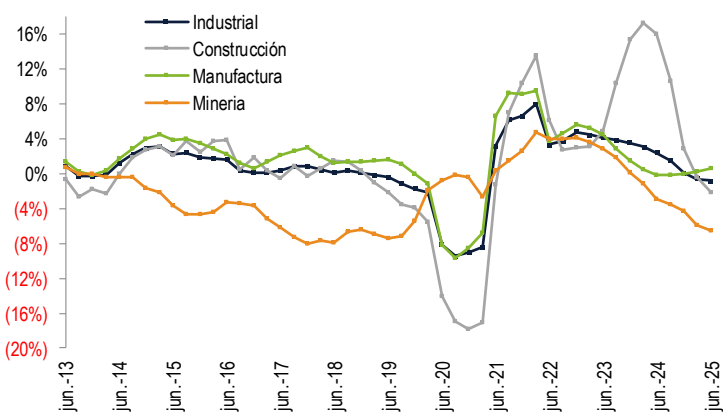
A finales del año pasado, el sector industrial, y particularmente las manufacturas ligadas a Estados Unidos, mostraron un desempeño más débil ante la desaceleración de la actividad en ese país. A su vez, la construcción se moderó de forma acentuada, debido, en parte, a que el gasto en inversión física presupuestaria por parte del Gobierno se desaceleró como producto de la finalización de la mayoría de los proyectos prioritarios. Por su parte, el sector de servicios exhibió atonía como resultado de la moderación del gasto de los hogares, los cuales se vieron afectados por todavía altas tasas de interés y una moderación en la creación de puestos de trabajo, a pesar de que la tasa de desocupación se mantuvo en niveles históricamente bajos.



Como puede observarse en las Figuras 3 y 4, parte de la baja inercia del crecimiento se trasladó hacia los primeros meses de 2025 con la tendencia de desaceleración que cambió en el 2T25 cuando mostró signos de recuperación. Durante el 1T25, el crecimiento trimestral fue de 0.27% respecto a la contracción de 0.61% del 4T24. No obstante, durante el 2T25, la economía mexicana mostró señales de recuperación y presentó un avance de 0.64% trimestral. La industria fue uno de los motores que impulsó este crecimiento a medida que las actividades manufactureras recuperaron sus niveles operativos, sobre todo en sectores ligados a las exportaciones de bienes no automotrices hacia EUA, beneficiadas por el aplazamiento en la imposición de aranceles a México. En contraste con los años anteriores, la inversión en construcción ha tenido un desempeño negativo. Al interior, se registraron avances heterogéneos, con un mayor impulso proveniente de las obras de edificación, pero una tendencia negativa en la obra pública, como consecuencia de la disminución en el gasto de inversión física del Gobierno Federal.

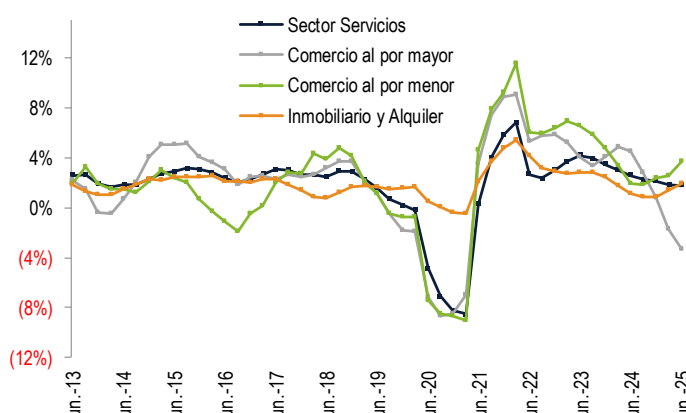
Del lado de los servicios, tras dos trimestres de marcada debilidad, en el 2T25 se observó una reactivación, por lo que el avance trimestral fue de 0.81%. El consumo de los hogares se reflejó en un mayor dinamismo en sectores como el comercio al por menor y en el inmobiliario y alquiler, mientras que los servicios profesionales y corporativos también se beneficiaron de la recuperación parcial de la inversión privada y de la actividad exportadora. Por su parte, el sector primario disminuyó 2.39% luego del repunte observado en el 1T25. El sector agropecuario se ha visto afectado por problemas fitosanitarios (como el gusano barrenador) que redujo la producción y exportación agrícola desde mediados del año, así como por los aranceles impuestos a la exportación de jitomate.

Figura 3. Crecimiento real del sector industrial y subcomponentes (UDM)



Fuente: HR Ratings con información del INEGI (datos ajustados por estacionalidad).

Figura 4. Crecimiento real del sector de servicios y subcomponentes (UDM)



Fuente: HR Ratings con información del INEGI (datos ajustados por estacionalidad).

Pese al repunte trimestral del 2T25, es importante destacar que persiste la desaceleración frente al crecimiento de años anteriores. En términos de los Últimos Doce Meses (UDM), el crecimiento promedio del primer semestre fue de 0.94%, quedando por debajo del 1.5% del 2S24 y del 2.5% del 1T24. Este bajo dinamismo lo atribuimos a condiciones internas como resultado de una menor generación de empleos formales, una moderación en los salarios reales y la cautela en términos del ahorro personal derivado de la incertidumbre internacional. En el periodo de enero a septiembre, la creación de empleo formal acumuló 333.3 mil puestos, mientras que en el mismo periodo de 2024 se crearon 456.4 mil y 756.5 mil en 2023. Del lado del salario promedio real, los incrementos de este se han moderado desde inicio del año al pasar de un incremento de 4.0% al cierre del 3T24 a 3.3% al cierre del 3T25. Esto se debe a las presiones inflacionarias que se han mantenido en los últimos seis meses respecto al incremento nominal del salario promedio. Un punto importante para considerar en las próximas mediciones del empleo formal es el incremento como resultado del programa piloto de afiliación para personas con empleo en aplicaciones móviles, que en el mes de julio añadió más de 1.0 millones de puestos.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Inflación, Tasas de Interés y Tipo de Cambio

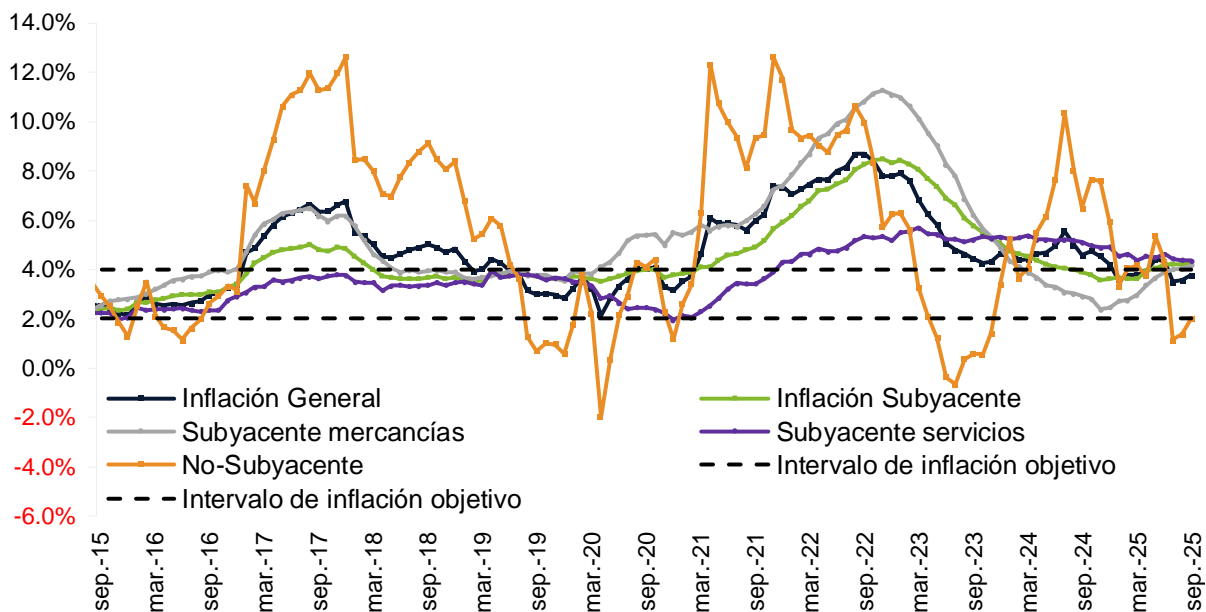
En 2024, la inflación siguió disminuyendo, aunque a un ritmo más moderado y terminó el año en 4.21% vs. el 4.66% observado al cierre de 2023. Sin embargo, los reportes a septiembre del año en curso muestran persistencia inflacionaria en el componente subyacente, lo que provocó que la inflación general se mantenga cercana al límite superior establecido por Banxico (entre 3% y 4%); esto a pesar de la debilidad del consumo privado, que tendería a desacelerar la inflación. Lo anterior podría implicar tasas relativamente altas por un mayor periodo y la intensificación de las presiones sobre el costo financiero para el sector público.

Durante 2024, el componente subyacente mantuvo una trayectoria consistente a la baja, apoyada en gran medida por un efecto base favorable en el subcomponente de las mercancías; sin embargo, la inflación de los servicios presionó al alza al índice general. En la inflación no subyacente hubo meses que se vieron afectados por choques como el clima, las plagas y el encarecimiento de algunos granos. Además, el efecto base en este subcomponente tuvo un efecto base desfavorable y a mitad del año la inflación no subyacente registró un avance de 10.4%.

Durante 2025, la inflación general se ha mantenido en niveles por encima del objetivo de 3.0%. Al mes de septiembre, se ubicó en 3.76% con el componente subyacente en un nivel de 4.28%. Parte del repunte en la inflación subyacente se explica por el aumento en las mercancías, las cuales se han visto afectadas por efectos base no favorables. A su vez, la inflación de los servicios ha mostrado una tendencia descendente, aunque gradual, lo que ha estado presionando al alza al índice general, como puede observarse en la Figura 5.

En este contexto, la junta de Gobierno de Banco de México ha optado por un enfoque más gradual en el relajamiento de la postura monetaria, reduciendo el ritmo de recortes en la tasa de interés de referencia de 50 puntos base a 25 puntos base (pb). En lo que va del año, la tasa de interés de política monetaria ha disminuido en 250pb y actualmente se ubica en 7.50%.

Figura 5. Evolución de los principales componentes de la inflación



Fuente: Proyecciones de HR Ratings con información del INEGI.



Finalmente, con relación al tipo de cambio, el peso mexicano registró en 2024 una depreciación real anual de 15.4% frente a 2023, cerrando en P\$20.27/USD desde los P\$16.92/USD del año previo. La presión cambiaria se intensificó a partir de junio, cuando las elecciones presidenciales en México y la discusión de un amplio paquete de reformas constitucionales elevaron la incertidumbre. Aunado a esto, en el segundo trimestre, las tensiones en Medio Oriente incrementaron la aversión global al riesgo, lo que provocó salidas de capital de mercados emergentes, incluido México. Al mismo tiempo, el dólar se fortaleció como activo refugio, respaldado también por la postura restrictiva de la Reserva Federal. Finalmente, en el cuarto trimestre, las elecciones presidenciales en Estados Unidos añadieron un componente adicional de incertidumbre política, lo que agudizó la percepción de riesgo y acentuó la depreciación de la moneda mexicana.

En 2025, el tipo de cambio ha registrado una dinámica más favorable, revirtiendo parte de los efectos del 2024, debido en parte a la depreciación del USD frente a una canasta de divisas como consecuencia de las políticas arancelarias del presidente Trump. Al cierre de septiembre, se observa una apreciación real anual superior al 11.0%. La apreciación de la divisa ha contribuido a reducir el saldo en pesos de la deuda denominada en dólares con un impacto positivo en la métrica de deuda.

Proyecciones Económicas

Actividad Económica

Para la última parte del año, HR Ratings estima que la actividad económica seguirá creciendo dentro de un rango modesto promediando 0.2% en el semestre. Con esto, estimamos que en 2025 la actividad económica crecerá 0.9% con cifras ajustadas por estacionalidad (a.e.) y 0.6% con cifras originales. En nuestra perspectiva, el consumo privado seguirá sosteniendo la actividad económica, mientras que la inversión privada continuará débil por la incertidumbre relacionada a factores externos como la posible negociación anticipada del Tratado de Libre Comercio (T-MEC) entre México, Estados Unidos y Canadá. Un aumento relativo de la inversión pública podría dar mayor soporte a la actividad industrial en el 2025. A su vez, la industria mexicana continuará fuertemente influida por lo que ocurra en Estados Unidos, nuestro principal socio comercial.

Para 2026, anticipamos que la actividad económica alcance un crecimiento de 1.70% beneficiado por una menor incertidumbre en el entorno internacional, lo que a su vez beneficiaría a la inversión privada. Asimismo, anticipamos el inicio de los principales proyectos de obras prioritarias de inversión del Gobierno como lo son: la inversión en trenes de pasajeros y carga como el tren Ciudad de México-Querétaro, Ciudad de México-Pachuca, entre otros; también se espera la ampliación de la red carretera, el corredor interoceánico, obras hidráulicas, entre otras inversiones relacionadas al sector energético (Pemex y CFE), lo que daría un impulso adicional a la demanda interna. Del lado del sector externo, anticipamos que la economía de Estados Unidos mostrará una recuperación moderada en 2026, lo que apoyaría al sector exportador, especialmente en el rubro de las manufacturas. De 2027 en adelante, proyectamos un crecimiento real anual promedio de 1.85%, lo que mantiene la perspectiva de crecimiento proyectada en las actualizaciones previas. Las perspectivas económicas incorporadas en este análisis indican que, si el gasto público en inversión se mantiene muy bajo como porcentaje del PIB, con el objetivo de controlar el nivel de déficit fiscal, esto podría comprometer la productividad en el mediano y largo plazo.

Inflación, Tasas de Interés y Tipo de Cambio

HR Ratings proyecta que al cierre de 2025 la inflación general se ubicará en 4.0%. Esta actualización considera las cifras observadas hasta septiembre. El pronóstico para el cierre de 2026 se mantiene en 3.80%, debido a que consideramos que la



inflación de servicios podría disminuir gradualmente como resultado de la debilidad de la actividad económica de 2025 y la apreciación del tipo de cambio acumulada este año, lo que podría incidir sobre algunos componentes de la inflación de mercancías importadas. Por parte de la inflación no subyacente, los agropecuarios podrían reflejar menores presiones debido a un incremento en los niveles de producción y menores afectaciones por estrés hídrico. Es importante mencionar que el pronóstico no considera la imposición de tarifas arancelarias adicionales, por lo que los riesgos se mantienen al alza para el mediano y largo plazo, en donde proyectamos que la inflación se mantenga en 3.70%.

Con relación a la política monetaria, prevemos que la tasa de interés de referencia al cierre de 2025 se ubicará en 7.00%, cerrando 300pb por debajo del año anterior. Para 2026 y hacia adelante consideramos que la tasa de política monetaria se ubicará en 6.50%. De acuerdo con nuestra estimación de inflación, esto supone una tasa real (*ex ante*) de 2.88%, lo que se encuentra dentro del intervalo de tasa neutral estimada por Banxico.

Por parte de la estimación de tipo de cambio, HR Ratings proyecta que este cierre en un nivel de P\$19.50/USD, lo que implica una apreciación real de 5.35% en el año. En los primeros nueve meses del año, la apreciación real del peso acumula 12% real, sin embargo, para el último trimestre de 2025, anticipamos que el dólar pueda recuperar parte del terreno perdido y que la disminución acumulada en el diferencial de tasas entre México y Estados Unidos pudiera incidir en el tipo de cambio. En septiembre, el diferencial nominal de tasas entre Banxico y la Fed se ubicó en 337pb, mientras que a finales de 2024 este diferencial fue de 538pb. Hacia el cierre del año, esperamos que este diferencial se mantenga en este nivel, ya que contemplamos recortes en ambos bancos centrales en la misma magnitud, no obstante, destacamos que no se ha habido registrado un diferencial tan bajo desde enero del 2016. Para el cierre de 2026, proyectamos que el TC alcance los P\$20.26/USD, lo que en términos reales supone una depreciación del 2.5%; para el resto del horizonte, estimamos una depreciación real promedio de 1.10% real anual, lo cual se mantiene respecto a los escenarios anteriores.

Cuentas Fiscales

Resultados fiscales en 2024

De acuerdo con los datos publicados por la Secretaría de Hacienda, en 2024 se registró un déficit histórico medido por los Requerimientos Financieros del Sector Público (RFSP), el cual cerró el año en un nivel de P\$1,936 mil millones (mm), un incremento real de 35% con base en estimaciones de HR Ratings. Lo anterior representó el 5.7% del PIB desde el 4.29% observado al cierre del año anterior. En la Figura 6, se pueden observar los principales déficits como porcentaje del PIB. En consecuencia, el Saldo Histórico (SH) de los RFSP, la medida más amplia de la deuda llegó a P\$17,423mm vs. P\$14,866mm al cierre de 2023, equivalente a 51.3% del PIB vs. 46.6% en 2023. Parte del fuerte incremento en el nivel de deuda se debió al fuerte déficit registrado dentro del balance del Gobierno Federal, así como a la depreciación del peso y otros ajustes que incrementaron el valor de la deuda denominada en moneda extranjera.

Deuda

En 2024, el Saldo Histórico aumentó en P\$2,557mm, reflejando un incremento tanto de la deuda interna, como de la deuda externa del Sector Público. La deuda interna registró un incremento de P\$1,740 mil millones, principalmente como consecuencia del mayor endeudamiento del Gobierno Federal, el cual pasó de P\$10,699mm en 2023 a P\$12,704mm en 2024. Es importante notar que la mayor parte de la deuda del Sector Público es del Gobierno Federal, ya que en 2024 representó el 97.4% del total del endeudamiento interno, ligeramente por arriba del 94.6% que representó en 2023. Por su parte, la deuda externa registró un



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

incremento de P\$817.2mm, revirtiendo la disminución registrada en el año previo de P\$567mm. Este incremento obedeció, en su mayoría, al mayor financiamiento externo del Gobierno Federal y de Pemex.

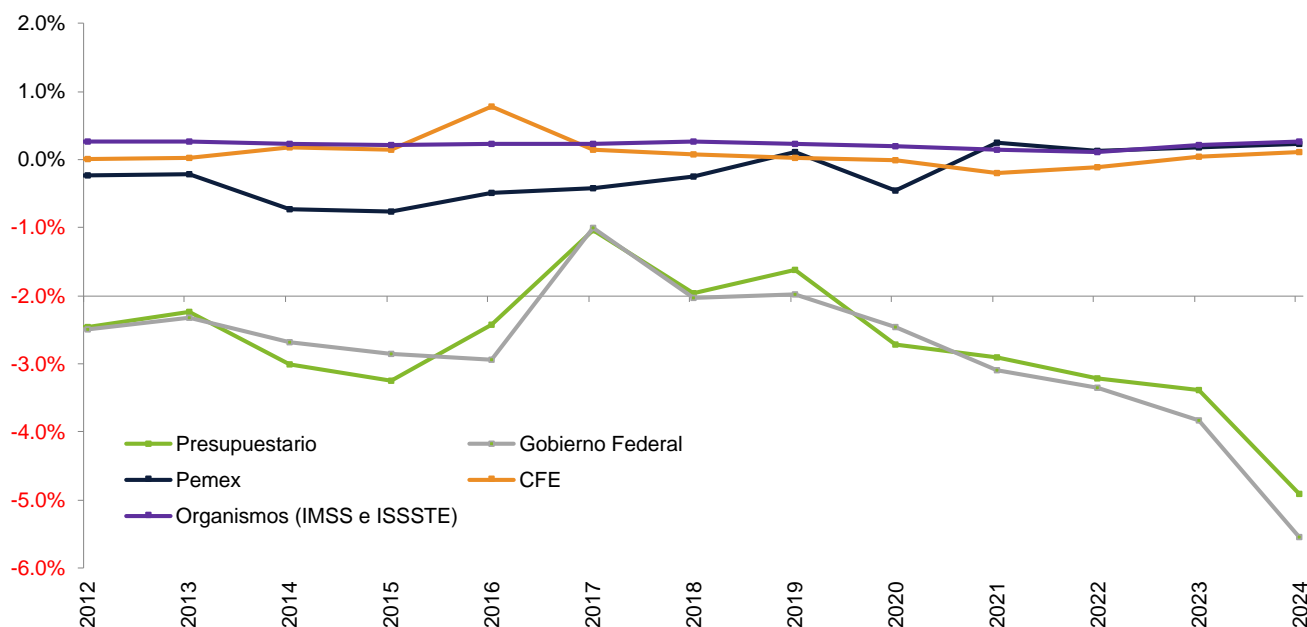
El cambio en la deuda neta de 2024 fue casi el doble del nivel observado en 2023 (P\$1,217mm). Para Pemex, el cambio en su deuda neta fue de P\$192mm afectado por las presiones cambiarias, mientras que la CFE logró disminuir su deuda neta en P\$11.7mm. Adicionalmente, existen otros saldos de la deuda¹ que disminuyeron la deuda por P\$127mm.

Con esto, el SH alcanzó 51.3% del PIB en 2024, 4.7pb por encima del cierre de 2023, situándose como el mayor nivel registrado. Este nivel fue superior a lo proyectado por parte de HR ratings en la revisión de abril de 2024 (50.8% del PIB), aunque también se encontró por debajo del evento relevante de noviembre de 2024 (52.2% del PIB). El menor nivel observado vs. la proyección de noviembre fue producto del mayor ajuste fiscal hacia el cierre del año, así como por un efecto favorable en el tipo de cambio (P\$20.27/USD vs. P\$20.507USD esperado en las estimaciones de HR Ratings de noviembre). No obstante, como lo mencionaremos en las siguientes secciones, las presiones en torno a los principales balances del Sector Público Federal continuaron.

Balances públicos, Adecuaciones y RFSP

El déficit presupuestario cerró en un nivel histórico en el ejercicio fiscal 2024 de P\$1,671.3mm, 54% por encima de lo registrado en 2023. La mayor parte de este resultado fue consecuencia del déficit del Gobierno Federal (ver Figura 6), presionado por transferencias, subsidios, gasto de inversión y costo del interés sobre la deuda y que no alcanzó a ser compensado por el nivel de recaudación y los superávits de los Organismos de Control Directo (IMSS e ISSSTE) y Pemex y CFE.

Figura 6. Principales balances públicos como porcentaje del PIB



Fuente: HR Ratings con información de la SHCP. Los datos a partir del año 2024 son estimaciones de HR Ratings.

¹ Incluye los superávits acumulados de los Organismos, la deuda interna no presupuestaria, Pidiregas denominados en moneda externa y discrepancias.

Al interior de la deuda presupuestaria interna y externa las Adecuaciones también presionaron el nivel de los RFSP. De acuerdo con estimaciones de HR Ratings, las Adecuaciones² acumularon un déficit de P\$261.7mm. Adicionalmente es importante considerar los ajustes a los movimientos cambiarios y otros no identificables. En 2024 el tipo de cambio sufrió una depreciación real de 15.4% (MXN/USD pasó de P\$16.92 a P\$20.67), lo que de acuerdo con estimaciones de HR Ratings provocó un ajuste cambiario de P\$720.2mm y otros ajustes por -P\$98.7mm. Lo anterior pone en evidencia la importancia que tiene la estabilidad cambiaria dentro de las finanzas públicas. Finalmente, para dimensionar lo anterior, HR Ratings estima que por cada peso que se ajuste el tipo de cambio (+/-) existe un movimiento cercano a P\$210 mil millones o 0.7% del PIB, por lo que esta variable puede beneficiar o afectar la métrica final de la deuda.

Ingresos presupuestarios

El año fiscal 2024 representó retos importantes en torno a los ingresos presupuestarios para alcanzar el nivel planteado dentro del paquete económico. En este ejercicio se alcanzó un nivel de 22.1% del PIB (P\$7,493mm) vs. 22.0% (P\$7,039mm) en 2023. Los ingresos petroleros se vieron perjudicados por un menor nivel de venta de bienes y servicios brutos de Pemex, especialmente por la reducción en el precio internacional del petróleo y un menor nivel de exportación de este *commodity* debido a la baja en los niveles de producción, lo que afectó las transferencias hacia el Fondo Mexicano del Petróleo y está a su vez al Gobierno Federal. Los ingresos petroleros alcanzaron 2.8% del PIB, una importante disminución de 60 puntos base respecto al cierre de 2023.

En contraste, los ingresos no petroleros alcanzaron a compensar al rubro anterior al situarse en 19.2% del PIB, un incremento de 57pb respecto al periodo fiscal anterior. Esencialmente, esto se atribuye al incremento en la recaudación tributaria, la cual sigue siendo un eje fundamental de las finanzas públicas. Este rubro alcanzó 14.6% del PIB (P\$4,953.3mm). Al tomar en consideración los últimos diez años, la recaudación tributaria promedia 13.1% del PIB, por lo que el aumento en los ingresos de este rubro es fundamental para fondar parte de los compromisos en materia de gasto del Gobierno.

Figura 7. Desempeño de los ingresos presupuestarios (miles de millones de pesos y cómo % del PIB)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Ingresos Presupuestarios	5,115	5,385	5,340	5,961	6,603	7,039	7,493
Petroleros	978	956	606	1,156	1,482	1,079	959
Pemex	437	524	408	792	841	737	755
Gobierno Federal	542	432	198	365	640	342	204
No petroleros	4,137	4,429	4,734	4,804	5,121	5,960	6,534
Gobierno Federal	3,330	3,574	3,890	3,952	4,150	4,872	5,325
Tributarios	3,062	3,203	3,339	3,567	3,809	4,517	4,953
No tributarios	268	372	551	385	342	355	372
CFE	409	429	397	385	425	481	521
IMSS & ISSSTE	398	427	446	467	546	607	687
Ingresos Presupuestarios a PIB	21.2%	21.4%	22.2%	22.3%	22.4%	22.0%	22.1%
Petroleros	4.0%	3.8%	2.5%	4.3%	5.02%	3.4%	2.8%
Pemex	1.8%	2.1%	1.7%	3.0%	2.8%	2.3%	2.2%
Gobierno Federal	2.2%	1.7%	0.8%	1.4%	2.2%	1.1%	0.6%
No petroleros	17.1%	17.6%	19.7%	18.0%	17.3%	18.7%	19.2%
Gobierno Federal	13.8%	14.2%	16.2%	14.8%	14.1%	15.3%	15.7%
Tributarios	12.7%	12.7%	13.9%	13.4%	12.9%	14.1%	14.6%
No tributarios	1.1%	1.5%	2.3%	1.4%	1.2%	1.1%	1.1%
CFE	1.7%	1.7%	1.7%	1.4%	1.4%	1.5%	1.5%
IMSS & ISSSTE	1.6%	1.7%	1.9%	1.8%	1.8%	1.9%	2.0%

Fuente: HR Ratings con información de la SHCP. Los datos a partir del año 2025 son una estimación de HR Ratings.

² Es importante notar que en diciembre se observó un saldo positivo de P\$128.3mm en los registros presupuestarios lo que relacionamos con las menores presiones al componente inflacionario de la deuda indexada, así como en la recompra de deuda, permitiendo la reducción del déficit.



En 2024 destacaron dos rubros: el ISR y IEPS. En primer lugar, el ISR alcanzó 7.9% del PIB resultado de la eficacia que ha demostrado el gobierno para combatir la elusión fiscal, aplazando una posible reforma fiscal. En segundo, la recaudación del IEPS, específicamente a las gasolinas, se vio beneficiado en 2024 por los nullos estímulos fiscales implementados por la Secretaría de Hacienda hacia el precio al público del litro de gasolina, por lo que la recaudación cerró el año fiscal en 1.8% del PIB, su mejor nivel desde 2019. Por parte del IVA, este rubro mostró un desempeño negativo al compararse respecto al año fiscal 2023. En este sentido, los ingresos presupuestarios se encontraron en línea con lo proyectado en los CGPE25 y la revisión realizada por HR Ratings en noviembre, aunque con algunas variaciones en los principales rubros.

Gastos presupuestarios

Los gastos presupuestarios alcanzaron 27.0% del PIB (P\$9,164mm), situándose en el rango estimado por la SHCP y HR Ratings (27.0% del PIB). Sobresale que este es el mayor nivel observado desde que se tiene registro. Al considerar el promedio de los últimos diez años (24.7% del PIB), el nivel de gasto fue superior 2.5% del PIB. (Ver Figura 8).

Existen tres principales rubros que ocasionaron este fuerte aumento. En primer lugar, el gasto corriente aumentó 10.5% real, presionado por los subsidios y transferencias con un nivel de P\$2,611mm, particularmente los orientados a la CFE y los Organismos (IMSS & ISSSTE). Otra de las partidas que presenta presiones en el gasto corriente es el gasto ejercido en el rubro de otros de operación, en donde se clasifican los pagos para los servicios generales de la administración pública.

En segundo lugar, el nivel de inversión física presupuestaria ha sido uno de los más relevantes durante los últimos tres años, debido a las principales obras prioritarias del Gobierno Federal, la cual intensificó la formación bruta de capital fijo en el país. Como ejemplo, la inversión física alcanzó un nivel de 3.0% del PIB de 2022 a 2024, mientras que para el periodo de 2017 a 2022 este rubro promedió 2.6% del PIB. Una parte importante de la inversión se concentró hacia Pemex para la construcción de la refinería Dos Bocas con el objetivo de aumentar la capacidad del Sistema Nacional de Refinación. Hacia el futuro será importante ver la rentabilidad de esta división de la paraestatal para evaluar la productividad de la inversión.

Figura 8. Inversión Física como porcentaje del PIB



Fuente: HR Ratings con información de la SHCP.



Finalmente, el costo financiero ha ido creciendo en los últimos periodos debido al incremento en la tasa de interés, lo que a su vez ha encarecido la emisión de deuda del Gobierno. En 2024 este rubro alcanzó 3.4% del PIB vs. 3.3% en 2023, contrastando con un nivel promedio de 2.5% para el periodo de 2017 a 2019. Este rubro se posiciona como uno de los puntos de presión más preocupantes en las finanzas públicas, debido a que reduce la capacidad de la inversión productiva en infraestructura y bienestar social.

Por su parte, las participaciones acumularon el 3.7% del PIB a pesar de la reducción en los ingresos petroleros, rubro que de acuerdo con HR Ratings tiene una incidencia de aproximadamente 4.0% del total de las transferencias que reciben los Estados y Municipios por medio del ramo 28. Finalmente, es importante mencionar que los gastos obligatorios³, erogación que no puede recortar o eliminarse, en el presupuesto 2024 representaron el 79% (P\$7,326mm) del total ejercido, dejando espacio únicamente de 21% (P\$1,912mm) para inversiones, programas sociales, entre otros.

Figura 9. Desempeño del gasto presupuestario (miles de millones de pesos y como porcentaje del PIB)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Gasto Presupuestario Total	5,589	5,793	5,995	6,736	7,554	8,122	9,164
Gasto Primario	4,974	5,126	5,309	6,049	6,739	7,077	8,014
Programable	4,065	4,233	4,450	5,126	5,673	5,903	6,731
Gobierno Federal	2,988	3,086	3,258	3,693	4,045	4,385	5,087
Organismos*	336	369	397	428	511	538	596
EPEs	741	778	795	1,004	1,117	981	1,047
No Programable	910	894	858	924	1,066	1,173	1,283
Participaciones	844	879	844	917	1,062	1,149	1,254
Adefas	66	15	15	6	3	25	29
Costo Financiero o no Primario	615	666	686	687	815	1,045	1,150
Gasto Presupuestario Total	23.1%	23.1%	24.9%	25.2%	25.6%	25.4%	27.0%
Gasto Primario	20.6%	20.4%	22.0%	22.7%	22.8%	22.2%	23.6%
Programable	16.8%	16.8%	18.5%	19.2%	19.2%	18.5%	19.8%
Gobierno Federal	12.4%	12.3%	13.5%	13.8%	13.7%	13.7%	15.0%
Organismos*	1.4%	1.5%	1.6%	1.6%	1.7%	1.7%	1.8%
EPEs	3.1%	3.1%	3.3%	3.8%	3.8%	3.1%	3.1%
No Programable	3.8%	3.6%	3.6%	3.5%	3.6%	3.7%	3.8%
Participaciones	3.5%	3.5%	3.5%	3.4%	3.6%	3.6%	3.7%
Adefas	0.3%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%
Costo Financiero	2.5%	2.7%	2.8%	2.6%	2.8%	3.3%	3.4%

Fuente: HR Ratings con información de la SHCP.

Gasto en Pensiones

El gasto presupuestario en pensiones históricamente ha sido muy relevante en las métricas de las finanzas públicas en la mayoría de los países. En México a partir de 2016 se ha visto un importante incremento, pasando de representar 3.12% del PIB en 2016 a 4.28% en 2024. Al interior, las pensiones hacia el IMSS representan el 58.5% del total, seguido del ISSSTE con 23.6%, Pemex y CFE con 10.0% y el Gobierno Federal con 8.0%. No obstante, si observamos la Figura 10, las mayores presiones provienen del lado del IMSS, que en los últimos diez años han incrementado 1.0% del PIB. A pesar de esto, las pensiones lograron disminuir 0.1% respecto a lo estimado en los CGPE25 (4.4% del PIB).

³ Incluye los gastos del costo financiero de la deuda, participaciones, pensiones y jubilaciones, servicios personales, Adefas y gastos orientados a empresas como CFE y Pemex, entre otros.



Figura 10. Gasto presupuestario en pensiones consolidadas (en miles de millones de pesos y % del PIB)

Año	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Total presupuestario	525	589	649	706	793	877	954	1,048	1,181	1,303	1,454
IMSS	252	280	306	346	394	453	500	565	655	745	850
ISSSTE	140	155	173	188	211	229	244	262	288	316	343
CFE	28	32	35	36	40	41	44	47	51	56	62
Pemex	38	50	56	52	56	55	63	65	69	74	84
Gobierno Federal	68	72	79	84	92	99	102	110	119	112	116
Total presupuestario	2.90%	3.06%	3.12%	3.13%	3.28%	3.49%	3.96%	3.93%	4.00%	4.08%	4.28%
IMSS	1.39%	1.45%	1.47%	1.53%	1.63%	1.80%	2.08%	2.12%	2.22%	2.33%	2.50%
ISSSTE	0.77%	0.81%	0.83%	0.84%	0.87%	0.91%	1.01%	0.98%	0.97%	0.99%	1.01%
CFE	0.15%	0.17%	0.17%	0.16%	0.16%	0.16%	0.18%	0.18%	0.17%	0.17%	0.18%
Pemex	0.21%	0.26%	0.27%	0.23%	0.23%	0.22%	0.26%	0.24%	0.23%	0.23%	0.25%
Gobierno Federal	0.38%	0.37%	0.38%	0.37%	0.38%	0.39%	0.42%	0.41%	0.40%	0.35%	0.34%

Fuente: HR Ratings con información de la SHCP.

Aunque HR Ratings reconoce la importancia social de este gasto es también importante reconocer que presiona a las finanzas públicas y el déficit fiscal elevando el costo financiero y limitando el gasto disponible para la inversión productiva en infraestructura y desarrollo social como en educación y salud.

Proyecciones Fiscales

Deuda

Entre enero y agosto de 2025, la Secretaría de Hacienda ha realizado esfuerzos significativos por mantener la consolidación en los principales balances de las finanzas públicas, particularmente dentro del Gobierno Federal. No obstante, dichos esfuerzos han resultado insuficientes para alcanzar las metas originalmente planteadas en materia de la disminución de los RFSP a 3.9% y de Deuda Neta a 51.4% como porcentaje del PIB. En HR Ratings estimamos que el nivel de Saldo Histórico a PIB alcanzará 52.2%, cercano a lo previsto en los Criterios Generales de Política económica de 2026 (CGPE26) de 52.3%.

HR Ratings proyecta que en 2025 el Saldo Histórico registrará un incremento por segundo año consecutivo, a pesar de los esfuerzos de consolidación fiscal por parte del Gobierno. Desde la perspectiva de HR Ratings, esto se debe al cambio en la deuda neta del Gobierno Federal⁴, que estimamos se incremente en P\$1,741mm. Lo anterior se explica por el déficit esperado de P\$1,651mm, Adecuaciones por P\$284mm, un efecto positivo en el tipo de cambio que disminuiría la deuda externa por P\$95mm y otras Adecuaciones por -P\$100mm. Del lado de Pemex, proyectamos que su deuda neta podría disminuir en 2025 en alrededor de P\$270mm, la CFE en P\$32.5mm y la disminución en otros saldos de la deuda en P\$52mm.

Destacaríamos que el nivel y la distribución de la deuda al cierre del año estaría impactado por la implementación del plan del rescate de Pemex y la evolución del tipo de cambio. En particular, un cierre del tipo de cambio por debajo del nivel incorporado en nuestras proyecciones sería positivo (al reducir) el nivel del Saldo Histórico.

De acuerdo con cálculos de HR Ratings, la deuda interna representa alrededor del 75% del endeudamiento total, mientras que la deuda en moneda extranjera el restante 25%. Durante los últimos periodos fiscales se ha realizado una recomposición de la

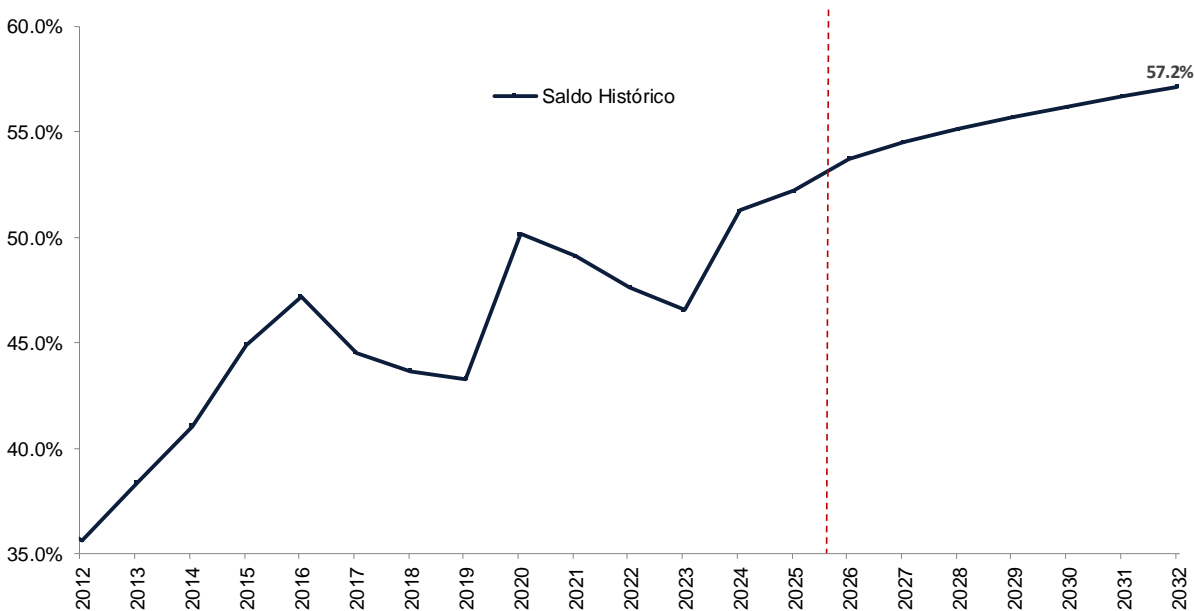
⁴ De acuerdo con estimaciones de HR Ratings, para 2025 la deuda interna neta del Gobierno Federal representará el 85.0%, mientras que la externa neta el restante 15.0%.



deuda, dando prioridad a la emitida en moneda nacional sobre la denominada en moneda extranjera, particularmente en dólares, lo cual busca mitigar las afectaciones por los movimientos en el tipo de cambio, como el observado en 2024.

No obstante, es importante mencionar que, en la revisión de noviembre 2024, HR Ratings contemplaba niveles superiores para el Saldo Histórico situándolo en 54.0% del PIB y que esta trayectoria fuera ascendente en los siguientes periodos, derivado de mayores presiones por parte del balance del Gobierno Federal debido a la rigidez para reducir el gasto corriente consecuencia de los compromisos para cumplir con los subsidios y transferencias hacia los principales programas sociales, Organismos y entidades, así como la rigidez para ajustar el gasto en obra pública sin generar un impacto negativo en la actividad económica y el efecto de movimientos del tipo de cambio.

Figura 11. Saldo Histórico como porcentaje del PIB



Con base en lo anterior, proyectamos que el Saldo Histórico cierre en un nivel de 52.2% del PIB (ver Figura superior), 95pb por encima del año anterior, lo que equivale a un aumento de P\$1,386mm, aunque esto representa una reducción del 46% respecto al alza registrada en 2024. Esta proyección se encuentra 1.8 puntos porcentuales por debajo del reporte de noviembre cuando esperábamos 54.0% del PIB, lo cual incorporó el efecto esperado de una depreciación importante del peso. Adicional a la consolidación fiscal, el efecto de un menor tipo de cambio representa un ajuste positivo dentro del saldo de la deuda, el cual calculamos la reduzca en alrededor de P\$169mm. Sin embargo, el movimiento cambiario podría ser mayor debido a que el dólar continúa registrando una depreciación generalizada respecto a las principales divisas.

Para 2026 proyectamos que el SH continúe aumentando debido a que los RFSP cerrarían 2026 en 4.1% del PIB, mientras que la depreciación real del peso de 2.5% harían que la deuda neta se ubique en 53.7%, mientras que en 2027 esta se situará en 54.5% del PIB. Lo anterior es comparable respecto al escenario crítico de noviembre de 2024 cuando considerábamos que la deuda neta alcanzaría niveles de 56.0% del PIB en 2026 y 58.0% en 2027. Finalmente, de 2028 hacia adelante estimamos que el SH incrementará en promedio 0.5% del PIB en cada año.

Balances públicos, Adecuaciones y RFSP

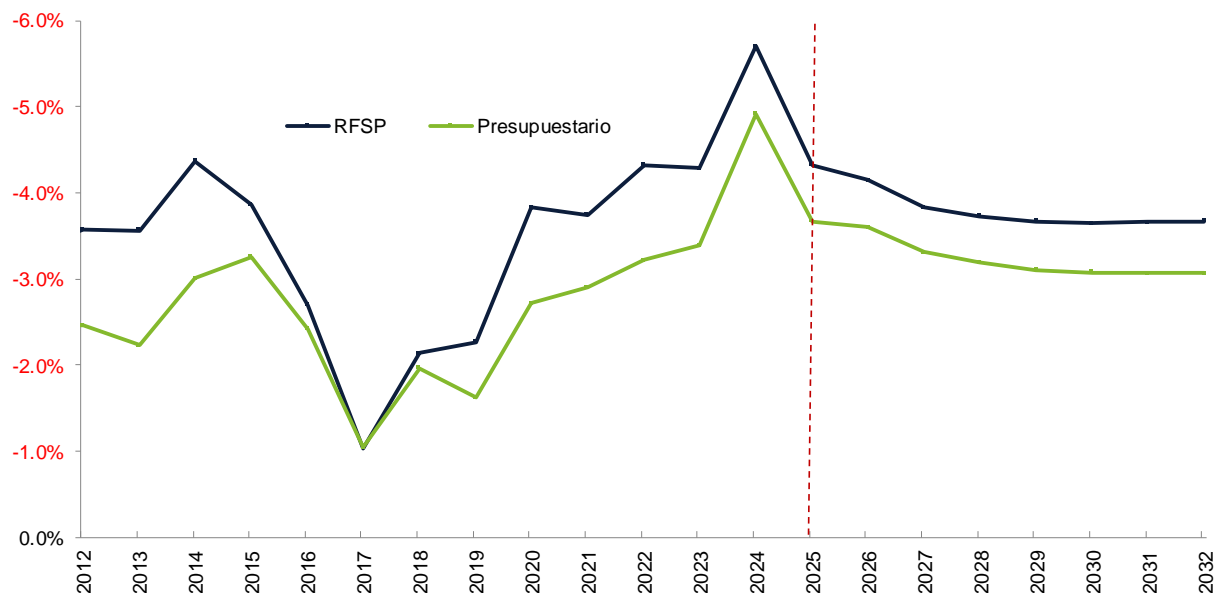
HR Ratings proyecta que los RFSP alcancen 4.32% del PIB (P\$1,556mm) en 2025, una reducción de 19.6% respecto al nivel registrado en 2024. Este resultado se explica por una serie de factores. En primer lugar, el balance presupuestario que registra los balances del Gobierno Federal, Organismos y Empresas Públicas del Estado (EPEs). Proyectamos que el déficit del Gobierno Federal se ubique en P\$1,652mm, afectado por la reducción de los ingresos petroleros, a pesar de la dinámica positiva de los ingresos tributarios como el ISR, IVA y IEPS, mientras que se considera que el nivel de gasto continúe con una trayectoria similar al aprobado. Del lado de las EPEs consideramos un superávit de P\$79.7mm y P\$250.6mm, lo que llevaría el balance presupuestario a un déficit de P\$1,321mm (3.67% del PIB).

En segundo lugar, las Adecuaciones en la deuda presupuestaria tanto interna como externa, que proyectamos en P\$203.6mm, derivado de ajustes a la deuda bruta del Gobierno Federal por P\$169.1mm⁵, Adecuaciones a la deuda interna del SPF (P\$8.5mm), así como Adecuaciones a la deuda externa por P\$126.1mm y el restante considerado como otros cambios.

El tercero son los ajustes por movimientos en el tipo de cambio dentro de los tres principales rubros: Gobierno Federal, EPEs y otros ajustes en Pidiregas⁶, siendo los más representativos los ajustes en el Gobierno Federal, que representan el 56.1% del total, mientras que las EPEs y Pidiregas el restante 43.9% del PIB.

Consideramos que, a pesar de los retos en torno a la recaudación y un ejercicio de gasto prudente, la reducción en el déficit del balance presupuestario podría continuar observándose en 2026, situándose en 3.6% del PIB y de 3.3% en 2027. Del 2028 a 2032, este promediaría -3.1% del PIB. En consecuencia, esto permitiría que los RFSP registren una trayectoria descendente en 2026 a -4.15% del PIB y en 2027 en 3.83%, por debajo de lo proyectado en noviembre 2024 (-4.5% y -4.8% del PIB, respectivamente). En el largo plazo consideramos un déficit en los RFSP de 3.7% del PIB. La trayectoria prevista por HR Ratings para los RFSP y el déficit presupuestario se pueden observar en la Figura 12.

Figura 12. Saldo Histórico como porcentaje del PIB



Fuente: HR Ratings con información de la SHCP. Los datos a partir del año 2025 son una estimación de HR Ratings.

⁵ Incluye los ajustes a los Udibonos.

⁶ Proyecto de Inversión de Infraestructura Productiva con Registro Diferido en el Gasto Público



Ingresos Presupuestarios

En los últimos periodos fiscales, el desempeño de los ingresos presupuestarios ha sido favorable, apoyados por el crecimiento de la actividad económica y el combate a la elusión fiscal, permitiendo una recaudación tributaria positiva. En 2025, la actividad económica ha sido menos dinámica y la producción petrolera ha continuado con su trayectoria descendente. Para 2025, las proyecciones de ingresos totales se ubican en 22.1% del PIB, afectado por una disminución considerable en los ingresos generados por la actividad petrolera, situándose en 2.8% del PIB vs. 3.2% aprobado. Esta caída sería parcialmente compensada por la mejora en la recaudación tributaria debido a que consideramos alcance el 14.8% del PIB (0.2% mayor a lo aprobado).

Destaca la recaudación en los rubros como ISR, IVA y IEPS con niveles proyectados de 7.9%, 4.2% y 1.9% del PIB respectivamente, mientras que las recuperaciones por adeudos fiscales y otros alcanzarían el 1.1% del PIB. Uno de los rubros que será más relevante en 2025 y en los próximos periodos será la recaudación generada por los impuestos a las importaciones. Este sector generó en 2024 ingresos por 0.41% del PIB, mientras que para 2025 consideramos que este podría alcanzar 0.53% del PIB con una tendencia ascendente en los periodos proyectados.

Para 2026 estimamos que los ingresos totales alcancen 22.5% del PIB (Ver Figura 13), el mejor nivel desde diciembre 2016. Esto sería resultado de ingresos petroleros por 2.7% del PIB y una mejora sustancial en los ingresos no petroleros, los cuales incluyen los tributarios, cerrando en 15.3% del PIB como resultado del continuo combate a la evasión fiscal, lo que generaría ingresos en el ISR de 8.0% del PIB y en el IVA de 4.4% del PIB, mientras que el IEPS estaría impulsado por dos factores: el primero la eliminación en el estímulo fiscal en la compra del litro de gasolinas y el segundo por la nueva normativa fiscal en el incremento del gravamen hacia productos con alto contenido de azúcares así como en tabacos y otros.

Figura 13. Ingresos presupuestarios (miles de millones de pesos y cómo % del PIB)

	2025p	2026p	2027p	2028p	2029p	2030p	2031p	2032p
Ingresos Presupuestarios	7,968	8,604	8,849	9,480	10,119	10,778	11,459	12,186
Petroleros	1,006	1,035	828	850	905	963	1,013	1,066
Pemex	820	832	627	637	679	722	760	799
Gobierno Federal	186	203	201	212	226	241	253	267
No petroleros	6,961	7,569	8,020	8,630	9,214	9,815	10,446	11,120
Gobierno Federal	5,720	6,241	6,557	7,070	7,552	8,041	8,558	9,110
Tributarios	5,324	5,858	6,150	6,610	7,062	7,519	8,002	8,519
No tributarios	396	383	408	460	490	522	556	591
CFE	526	540	575	612	652	694	739	787
IMSS & ISSSTE	716	789	888	948	1,009	1,079	1,149	1,223
Ingresos Presupuestarios a PIB	22.1%	22.5%	21.7%	21.8%	21.9%	21.9%	21.9%	21.8%
Petroleros	2.8%	2.7%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	1.9%	1.9%
Pemex	2.3%	2.2%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.4%	1.4%
Gobierno Federal	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
No petroleros	19.3%	19.8%	19.7%	19.9%	19.9%	19.9%	19.9%	19.9%
Gobierno Federal	15.9%	16.3%	16.1%	16.3%	16.3%	16.3%	16.3%	16.3%
Tributarios	14.8%	15.3%	15.1%	15.2%	15.3%	15.3%	15.3%	15.3%
No tributarios	1.1%	1.0%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
CFE	1.5%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
IMSS & ISSSTE	2.0%	2.1%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%

Fuente: HR Ratings con información de la SHCP. Los datos a partir del año 2025 son una estimación de HR Ratings.



Para 2027 proyectamos un cambio de tendencia, al considerar ingresos totales por 21.7% del PIB. Esto básicamente se explica por la reducción de los ingresos petroleros, al situarse en 2.0% del PIB, debido a que consideramos que el impacto por la reducción en el volumen de exportación de crudo tendría altas consecuencias a medida que el Sistema Nacional de Refinación (SNR) no incremente el volumen de refinación de gasolinas, que actualmente representa alrededor del 33% del total, con el objetivo de cubrir el volumen de ventas doméstico.

La demanda nacional de gasolinas representa 685 mil barriles diarios, por lo que la producción actual solo logra cubrir el alrededor del 55%, siendo necesario la importación del restante 45% (290mbd). Nuestras estimaciones consideran volúmenes de producción, exportación y procesamiento de crudo dentro del SNR más conservadores respecto a lo expuestos en el Plan Estratégico de Pemex. Por otro lado, como en años anteriores, HR Ratings considera el apoyo implícito del Gobierno Federal hacia Pemex como favorable, lo que dotará de una mayor holgura hacia proyectos de inversión permitiendo la generación de balances financieros positivos con el efecto de reducir el nivel de endeudamiento en el mediano plazo.

Para el periodo de 2028 a 2032 consideramos que, los ingresos totales promedien 21.9% del PIB, apoyado por un nivel promedio de ingresos tributarios de alrededor del 15.3% del PIB. Esto estará sujeto a la creación de impuestos en los siguientes periodos, lo cual podría resultar favorable para continuar financiando programas sociales, así como un crecimiento en el gasto de inversión en obra pública.

Gasto Presupuestario

2025 destaca por ser el año con una propuesta de recorte en importantes componentes del gasto con el objetivo de lograr la consolidación fiscal después de haber experimentado un fuerte nivel de déficit en 2024. De enero a agosto de este año, el gobierno realizó ajustes importantes en la ejecución del gasto en materia del componente programable dentro de la administración pública federal. Lo anterior es considerado por HR Ratings dentro de las proyecciones de cierre de 2025, en donde estimamos un gasto total de 25.8% del PIB, ligeramente superior al aprobado.

De acuerdo con nuestras proyecciones, el gasto programable finalizará 2025 en 18.2% del PIB, 1.6pp por debajo de 2024. Este ajuste se da dentro del presupuesto ejercido en el Gobierno Federal, el cual, de acuerdo con nuestros cálculos se ubicará en 13.9% del PIB. Al interior existen dos componentes esenciales en este ajuste. El primero es el gasto corriente con un ajuste en los subsidios y transferencias en 2025. De acuerdo con lo observado en 2025 se ha ejecutado un menor nivel de transferencias hacia diversos programas respecto al año anterior, por lo que consideramos este rubro como una de las principales variables de ajuste.

La segunda variable de ajuste del gasto es la inversión física o la inversión en obra pública. Este rubro alcanzó el 3.0% del PIB en 2024, mientras que para 2025 proyectamos que se ubique en 2.30% del PIB, derivado a la falta de proyectos de inversión en el primer año de la nueva administración. Es importante considerar que, el primer año de cada nueva administración la inversión en obra pública sufre una considerable contracción debido a que se construye el Plan Nacional de Desarrollo en donde se plantean los proyectos para los próximos periodos. Esta falta de inversión tiene un impacto significativo dentro de la actividad económica, dado que la inversión privada en infraestructura disminuye en una proporción similar. Del total de la formación bruta de capital fijo (25% del PIB), 22% del PIB se concentra en inversión privada, mientras que el restante 3.0% es por obra pública.



Figura 14. gastos presupuestarios (miles de millones de pesos y cómo % del PIB)

	2025p	2026p	2027p	2028p	2029p	2030p	2031p	2032p
Gasto Presupuestario Total	9,289	9,983	10,197	10,866	11,555	12,292	13,068	13,896
Gasto Primario	7,939	8,470	8,762	9,330	9,894	10,500	11,134	11,810
Programable	6,563	6,928	7,165	7,648	8,135	8,626	9,141	9,689
Gobierno Federal	4,996	5,269	5,384	5,774	6,147	6,494	6,889	7,303
Organismos*	636	694	737	785	826	870	910	958
EPEs	932	965	1,044	1,090	1,162	1,262	1,342	1,428
No Programable	1,376	1,542	1,598	1,681	1,760	1,873	1,993	2,121
Participaciones	1,340	1,474	1,524	1,603	1,676	1,785	1,899	2,021
Adefas	36	69	73	78	83	89	94	100
Costo Financiero	1,350	1,512	1,435	1,536	1,661	1,792	1,934	2,086
Gasto Presupuestario Total	25.8%	26.1%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	24.9%	24.9%
Gasto Primario	22.0%	22.1%	21.5%	21.5%	21.4%	21.3%	21.2%	21.2%
Programable	18.2%	18.1%	17.6%	17.6%	17.6%	17.5%	17.4%	17.4%
Gobierno Federal	13.9%	13.8%	13.2%	13.3%	13.3%	13.2%	13.1%	13.1%
Organismos*	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.7%	1.7%
EPEs	2.6%	2.5%	2.6%	2.5%	2.5%	2.6%	2.6%	2.6%
No Programable	3.8%	4.0%	3.9%	3.9%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%
Participaciones	3.7%	3.9%	3.7%	3.7%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%
Adefas	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
Costo Financiero	3.7%	4.0%	3.5%	3.5%	3.6%	3.6%	3.7%	3.7%

Fuente: HR Ratings con información de la SHCP. Los datos a partir del año 2025 son estimaciones de HR Ratings.

1. Del Gobierno Federal a la CFE, IMSS y el ISSSTE.

Para 2026, consideramos que la inversión en obra pública incrementa a 2.45% del PIB y que este continúe con una tenencia favorable para promediar 2.6% del PIB, por lo que no consideramos que se alcancen los altos niveles observados de los tres años previos.

Sin embargo, a pesar de los ajustes realizados, el costo del interés sobre la deuda (costo financiero) ha ejercido importantes presiones en los últimos tres años, debido a los mayores costos en la adquisición de deuda. Para 2025 proyectamos que este costo alcance el 3.7% del PIB. Al igual que Hacienda, en HR Ratings consideramos que el costo financiero alcanzará su mayor nivel en 2026 al representar 4.0% del PIB, mientras que en los siguientes periodos este rubro promediará 3.6% del PIB. Estamos suponiendo que para 2026 la tasa efectiva de interés⁷ sobre la deuda presupuestaria se mantendría en 8.0% del PIB similar a lo observado en 2025, especialmente por la tasa efectiva del Gobierno Federal de 8.25% en 2026. Para 2027 suponemos que esta bajaría a 7.5%.

Del lado de las participaciones hacia los estados y municipios, consideramos que en 2025 se mantengan en 3.7% del PIB, mientras que presentarían un incremento a 3.9% del PIB en 2026 debido a que la composición de estas es reflejo, de acuerdo con estimaciones de HR Ratings, en un 96% por la Recaudación Federal Participable, mientras que el restante 4.0% se da en función de los ingresos petroleros. Durante todo el horizonte de proyección, las participaciones promediarían 3.75% del PIB.

Finalmente, consideramos que, para lograr la consolidación del déficit presupuestario, será necesario que se continúe priorizando el incremento en la recaudación de impuesto, lo que permitirá ejecutar el presupuesto programado sin recurrir a un endeudamiento mayor a lo esperado.

⁷ El costo financiero presupuestario entre la deuda presupuestaria promedio.

Cuentas Externas

Balanza de Pagos en 2024

En 2024, la balanza de pagos continuó mostrando un déficit en la cuenta corriente, aunque este se mantuvo por debajo del 1.0% del PIB. Este déficit fue más que compensado por el amplio superávit en la cuenta financiera de 1.39% del PIB, lo que indica una entrada neta de recursos, especialmente porque las utilidades generadas en el año fiscal se quedaron dentro del país.

En los resultados de 2024, destaca el aumento en el déficit de cuenta corriente respecto a 2023 (-US\$16.7mm en 2024 vs. -US\$12.6mm en 2023) como consecuencia del notable aumento en el déficit del balance primario (-US\$53.4m en 2024 vs. -US\$43.7mm en 2023), derivado de un mayor pago utilidades y dividendos hacia la actividad extranjera, lo que a su vez se puede ver reinvertido en la cuenta de la Inversión Extranjera Directa. El déficit de la balanza de bienes y servicios disminuyó respecto a 2023 (-US\$27.6m en 2024 vs -US\$31.9mm en 2023), lo que se explica principalmente por la reducción en el déficit de servicios debido a la menor demanda en los servicios de flete de transporte derivado de un menor nivel de comercio. La balanza comercial de bienes presentó un incremento en su déficit, con dinámica mixta según bienes petroleros (deficitaria) y no petroleros (superavitaria).

Por su parte, la cuenta de ingreso secundario (remesas) registró un ligero aumento a US\$64.3mm vs. US\$63.0mm en 2023, por lo que el flujo generado⁸ siguió siendo un soporte importante hacia el consumo de bienes y servicios de los hogares en México. Finalmente, la cuenta de capital registró un pequeño déficit de US\$62.7 millones(m).

Del lado de la cuenta financiera, sin activos de reserva, esta alcanzó un superávit de US\$25.9mm, el más alto desde 2018 y fue 64.2% mayor al observado en 2023 (US\$15.8mm). El resultado estuvo influido por fuertes entradas de inversión directa y, en menor medida, por la adquisición de extranjeros de otros activos de inversión. Sin embargo, estos ingresos se vieron parcialmente contrarrestados por salidas en las cuentas de inversión de cartera y de derivados financieros. Por su parte, las reservas internacionales aumentaron en US\$13.9mm lo que continúa brindando solidez al sistema mexicano ante choques externos, con esto, por lo que la cuenta financiera con activos de reserva se ubicó en US\$12.1mm.

Cuenta Corriente

La cuenta corriente expandió su déficit en 2024 a US\$16,740 millones (m), equivalente a 0.90% del PIB, lo que, a pesar de ser un incremento, se encuentra dentro del rango observado entre 2021 y 2023. Este incremento fue consecuencia del déficit registrado en la balanza de ingreso primario, que acumula tres periodos de incrementos, en donde se registra el pago de utilidades hacia las empresas extranjeras con inversiones en México.

En 2024 el pago de utilidades y dividendos resultó históricamente alto y fue equivalente a 1.9% del PIB. Esto reflejó que las empresas transnacionales en México obtuvieron utilidades debido al buen desempeño de los sectores en los que operan y que reflejan la fortaleza operativa en los sectores manufactureros, que a su vez se traduce en positivos niveles de intercambio comercial. Cabe destacar que esto benefició a la cuenta financiera, ya que recibió estos pagos de utilidades como reinversiones en la cuenta de Inversión Extranjera Directa (IED), lo que permitió que llegará a su mejor nivel (US\$32.3mm) en los últimos cuatro años y que, en la mayor parte de los casos, permite continuar ampliando la capacidad operativa de la industria mexicana.

⁸ En 2024, el tipo de cambio presentó una depreciación real anual de 15.4%, lo que se traduce en un mayor flujo de remesas convertido en pesos mexicanos.



La balanza de ingreso secundario se mantuvo superavitaria y se ubicó en US\$64,288m (3.45% del PIB), similar al 3.50% de 2023. Sin embargo, destacamos que este fue el menor nivel de remesas como porcentaje del PIB que entró al país de los últimos cinco años. A nuestra consideración, esto se encuentra relacionado con desaceleración del mercado laboral en EUA. En la Figura 15 se puede observar con mayor detalle los movimientos de la cuenta corriente y sus componentes.

Figura 15. Cuenta corriente y de capital con flujos UDM (millones de USD)

	Datos Anuales				
	2020	2021	2022	2023	2024
Cuenta Corriente	26,871	-4,563	-18,920	-12,595	-16,740
Balance de bienes y servicios	21,712	-23,128	-43,787	-31,951	-27,627
Balance de bienes	34,151	-10,730	-28,307	-12,357	-18,575
Mercancías petroleras	-13,753	-24,461	-36,371	-25,369	-21,226
Mercancías no petroleras	47,938	13,707	8,263	13,091	2,686
Balance de servicios	-12,439	-12,398	-15,480	-19,594	-9,052
Balance de ingreso primario	-36,959	-33,944	-33,820	-43,694	-53,401
Balance de utilidades y dividendos	-17,018	-15,498	-18,284	-26,395	-34,459
Balance de intereses	-22,208	-20,993	-18,119	-20,208	-21,833
Balance de ingreso secundario	42,118	52,510	58,687	63,049	64,288
Cuenta Corriente como % del PIB	2.38%	-0.35%	-1.29%	-0.70%	-0.90%
Balance de bienes y servicios como % del PIB	1.92%	-1.76%	-2.98%	-1.77%	-1.48%
Balance de ingreso primario como % del PIB	-3.27%	-2.58%	-2.30%	-2.43%	-2.87%
Balance de ingreso secundario como % del PIB	3.73%	3.99%	4.00%	3.50%	3.45%

Fuente: HR Ratings con información del Banco de México.

El déficit de la balanza comercial y de servicios se ubicó en US\$27,627m (1.5% del PIB), ligeramente por debajo del déficit 1.8% del PIB observado en 2023 y situándose en el menor nivel desde 2019, al excluir el periodo de la pandemia. Por un lado, la balanza comercial de mercancías registró un incremento en su nivel de déficit en el año, como consecuencia de la reducción en el superávit de bienes no petroleros que no alcanzó a ser mitigado por la caída del déficit comercial petrolero. En 2024, las exportaciones totales crecieron en 4.2%, mientras que las importaciones avanzaron en 5.1%. Por otro lado, balanza de servicios fue menos deficitaria.

Las exportaciones no petroleras crecieron 5.2% anual, impulsado por el sector manufacturero con un alza de 4.8% anual, reflejado en el avance de las exportaciones automotrices (+2.6%), pero más importante de las otras manufacturas (+6.1%) en donde se encuentran los electrodomésticos, aparatos electrónicos, aeroespacial, maquinaria y equipo, entre otros. Las exportaciones petroleras se redujeron en 2024, lo que atribuimos a los menores niveles de producción de crudo, excluyendo los condensados, y que afectó el nivel de exportaciones de crudo, a pesar del incremento en el precio promedio internacional.

Por parte de las importaciones no petroleras, estas avanzaron 7.2% anual acumulando cuatro años consecutivos de crecimientos, resultado del incremento en los bienes de consumo importado (+14.5%) debido a la alta demanda interna, así como por el aumento en las importaciones de bienes de capital (+6.4%), lo que se relaciona al incremento en los niveles de productividad. Las importaciones petroleras disminuyeron moderadamente como resultado de las menores importaciones de bienes de consumo como intermedias.

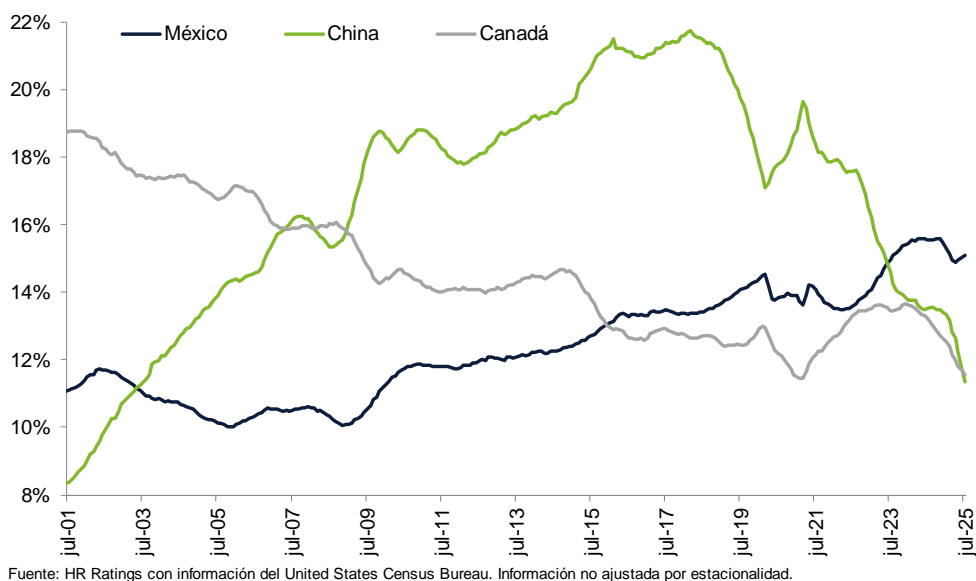
En este sentido, la balanza de mercancías petroleras redujo su déficit por segundo año consecutivo pasando de US\$25.4mm en 2023 a US\$21.2mm en 2024. Por su parte, la balanza de bienes no petroleros disminuyó su superávit de US\$13.1mm en 2023 a



US\$2.7mm reportando su nivel más bajo desde 2016. Por otro lado, la balanza de servicios mantuvo un déficit en 2024, aunque menor al de años anteriores. Este déficit se explica por la alta demanda de servicios en México, especialmente en el sector de transporte.

En la Figura 16 presentamos la participación de México respecto a las importaciones totales de Estados Unidos. Lo anterior permite correlacionar la dinámica positiva que ha mostrado tanto la actividad manufacturera en el país en los últimos cuatro años, así como la dinámica de intercambio comercial, especialmente las exportaciones. Destaca que a partir de 2023 México se convirtió en el principal socio comercial de Estados Unidos, lo que se atribuye tanto al endurecimiento de la política comercial de EUA con China, así como una renegociación favorable del T-MEC que favoreció al clima positivo de inversiones en el país.

Figura 16. Participación de los principales socios comerciales en las importaciones de Estados Unidos



Cuenta Financiera

La cuenta financiera sin considerar el cambio en los activos de reserva mostró entradas netas de capital, lo que reflejó un aumento de los pasivos frente al exterior. El flujo de 2024 se ubicó en US\$25,945 millones, lo que resultó por arriba del superávit (endeudamiento neto) registrado en 2023 de US\$15,796m. Dicho saldo se originó por una entrada de US\$32,290 millones por concepto de inversión directa, que fue resultado de los flujos que recibió México por concepto de inversión extranjera directa.

En 2024 se registró una entrada neta de US\$2,408 millones en el renglón de otra inversión. Estos flujos, se vieron parcialmente contrarrestados por préstamos netos por US\$8,140 millones en la cuenta de inversión de cartera y una salida de US\$675 millones en el rubro de derivados. Si bien durante el año se observaron episodios de entrada de capitales en instrumentos de deuda gubernamental por el atractivo diferencial de tasas, hacia finales de año (4T24) se reportaron salidas parciales de inversión de cartera vinculadas a episodios de volatilidad y ajustes de portafolio. Considerando los activos de reserva, los cuales tuvieron una variación de US\$13,876 millones, se registró un superávit de US\$12,069 millones en la cuenta financiera. Estos resultados se pueden observar en la Figura 17.

Figura 17. Cuenta Financiera en flujos UDM (millones de USD)

	Datos Anuales				
	2020	2021	2022	2023	2024
Inversión Extranjera Directa	26,508	35,823	21,725	30,204	32,290
Adquisición neta de activos	-5,033	300	-17,344	-817	-13,044
Pasivos netos incurridos	31,541	35,523	39,069	31,020	45,334
Inversión de Cartera Neta	-10,309	-41,579	-5,494	-11,268	-8,140
Derivados Financieros	1,800	-2,113	-2,924	-5,608	-675
Otra Inversión Neta	-26,780	21,744	-725	2,469	2,470
Cuenta Financiera sin Activos de Reserva	-8,781	13,875	12,583	15,796	25,945
Activos de Reserva*	-11,990	-10,288	1,692	-7,582	-13,876
Cuenta Financiera con Activos de Reserva	3,209	24,164	10,891	8,214	12,069

Fuente: HR Ratings con información del Banco de México.

*El déficit en los activos de reserva indica un incremento en las reservas del Banco de México.

En la Figura 18 presentamos el desglose de los flujos de Inversión Extranjera Directa (IED) en México y en el exterior. En 2024, IED en México recibió el mayor flujo de los últimos once años y alcanzó US\$37,764 millones, su mayor nivel desde el 2013, cuando llegó a los US\$48,357 millones. Al interior, se reportó que el 76% de estos ingresos provinieron de la reinversión de utilidades, el 13% fueron ingresos transferidos entre cuentas de las compañías y el 11% correspondió a nuevas inversiones. Asimismo, es importante destacar que la inversión extranjera en el exterior, que se refiere a las inversiones de mexicanos en el extranjero, disminuyó por tercer año consecutivo, lo que sugiere que más recursos se quedaron dentro del país.

Figura 18. Flujos de Inversión Directa (Millones de USD)

	2020	2021	Anual		
			2022	2023	2024
Inversión Directa	26,508	35,823	21,725	30,204	32,290
En México	28,228	33,752	36,307	36,801	37,764
Nuevas Inversiones	6,759	15,398	18,187	5,270	4,081
Reinversiones	16,135	12,913	16,202	26,639	28,710
Cuentas entre compañías	5,334	5,441	1,918	4,892	4,973
En el exterior	-1,720	2,071	-14,582	-5,504	-8,634
Nuevas Inversiones	-1,086	3,932	-3,999	541	-1,973
Reinversiones	-4,419	-4,165	-8,549	-7,000	-6,828
Cuentas entre compañías	3,784	2,304	-2,034	954	167

Fuente: HR Ratings con información del Banco de México.

Proyecciones de Cuenta Corriente

En la Figura 19, HR Ratings presenta las proyecciones para el cierre de 2025 en adelante para la cuenta corriente, destacando la balanza comercial de mercancías por su importancia relativa y el actual contexto de incertidumbre comercial. En 2025, estimamos un déficit de cuenta corriente de 0.4% del PIB, lo que implica una reducción respecto al año anterior. Este menor déficit es resultado de la debilidad de las importaciones totales respecto al moderado avance de las exportaciones manufactureras.

Las proyecciones para 2025 consideran la incertidumbre comercial, especialmente en el primer trimestre del año, que ha deteriorado el nivel de intercambio comercial entre los miembros del T-MEC, lo que provocó un descenso importante en las exportaciones del sector manufacturero de transporte y que proyectamos siga mostrando debilidad hacia el cierre del año,



disminuyendo 6.0% anual. En contraparte, los otros rubros que conforman el sector manufacturero han mostrado resiliencia ante las presiones comerciales, debido a que más del 75% de las piezas comercializadas cumplen con los acuerdos establecidos en el tratado comercial, por lo que quedan exentos de aranceles.

Del lado de las importaciones, las de bienes intermedios no petroleros han sufrido una fuerte desaceleración en el primer semestre del año, por lo que proyectamos que avancen marginalmente en 0.5% anual. Lo anterior se relaciona con la debilidad que han mostrado los sectores dentro del sector industrial, los cuales han demandado menores partes o piezas para continuar con sus procesos operativos, lo cual atribuimos a la debilidad por la que atraviesa el comercio exterior y la actividad económica, consecuencia de la incertidumbre arancelaria con relación al principal socio comercial de México.

A pesar de que la imposición de aranceles de Estados Unidos hacia los productos importados por parte de México (bienes manufacturados fuera del tratado comercial) se ha aplazado hasta finales del mes de octubre, consideramos que esto ha afectado la dinámica de la manufacturera de transporte en el país, la llegada de inversiones y el intercambio comercial.

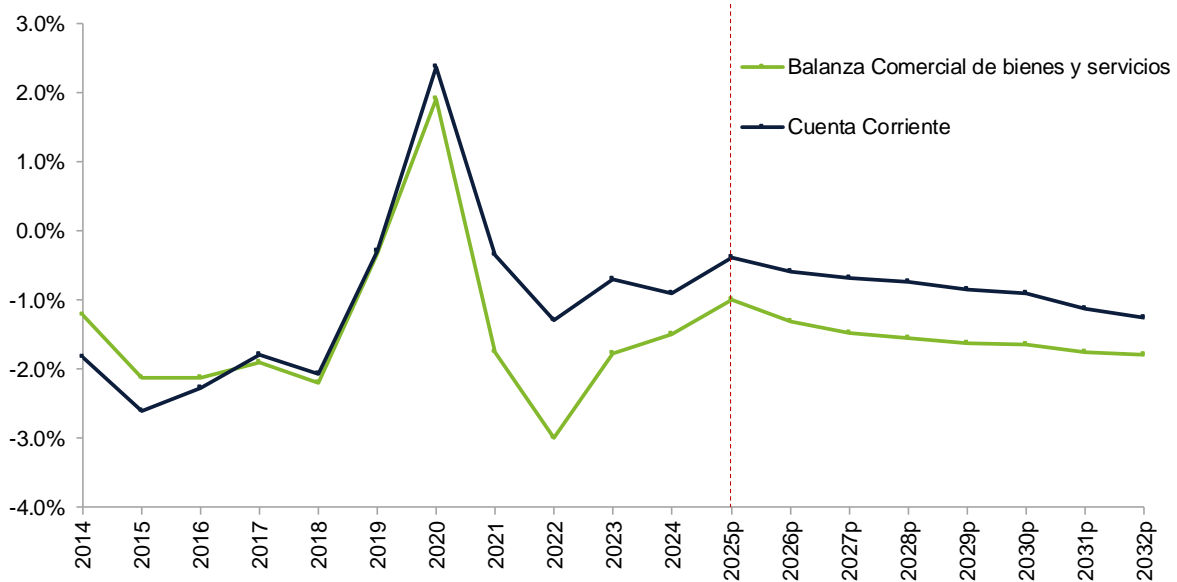
Por parte de las exportaciones petroleras, 2025 está marcado por el descenso dentro del nivel de producción de crudo, lo cual es un factor relevante que determina el volumen de exportación de crudo. En este sentido, nuestras proyecciones operativas en Pemex indican que el volumen de exportación de este *commodity* descendería a 567mbd, 30% menor respecto 2024. Adicionalmente, el precio promedio internacional del petróleo crudo representa un factor importante dentro de los ingresos, precio que proyectamos se ubicará en 61.36dpb. En contraparte, consideramos que las importaciones petroleras también reflejarían una disminución, lo cual es resultado de un moderado incremento en el volumen de refinación de petrolíferos, por lo que no es necesario la importación de materias primas para la industria.

Debido a lo anterior, proyectamos un déficit de la balanza comercial de 0.69% del PIB en 2025, resultado de un superávit en el balance no petrolero de US\$6.1mm y un déficit de US\$18.9mm en el balance petrolero. Consideramos que en 2026 habría una recuperación en los niveles de intercambio comercial una vez que se realice la renegociación del Tratado de Libre Comercial, beneficiando la capacidad operativa de las industrias manufactureras, especialmente hacia el sector de transporte. Esto lograría mitigar el descenso que proyectamos dentro de las exportaciones petroleras.

Del lado de las importaciones no petroleras también proyectamos una recuperación, a medida que se vaya reactivando la industria mexicana con mayores importaciones de bienes intermedios, así como una mejor dinámica dentro del consumo de los hogares, beneficiando las importaciones de bienes de consumo. En este sentido, la balanza comercial registraría un déficit de 0.85% del PIB y de 2027 a 2032 un déficit promedio de 1.0% del PIB (ver figura inferior). De igual manera, proyectamos que la balanza de servicios registre un déficit en 2025 de 0.3% del PIB, prácticamente la mitad de lo observado en 2024. Para 2026 consideramos una recuperación en la demanda de transporte de fletes en 2026, por lo que el déficit aumentaría a 0.46% del PIB, mientras que para el periodo de 2027 a 2032 se alcanzaría un déficit promedio de 0.7% del PIB.



Figura 19. Proyecciones de la balanza comercial y cuenta corriente como porcentaje del PIB



Fuente: HR Ratings con información del Banco de México. De 2025 en adelante son proyecciones de HR Ratings.

Para 2025 estimamos que, a consecuencia de la menor actividad productiva en el país, la balanza de ingreso primario, determinada primordialmente por el pago de utilidades y dividendos disminuya y alcance un déficit de 2.69% del PIB (18pb por debajo el periodo anterior). Consideramos que a pesar de que esperamos una recuperación en los niveles operativos en las industrias, el pago de utilidades y dividendos se mantendrá en un nivel promedio de 2.6% del PIB en el horizonte de proyección.

Finalmente, el ingreso secundario (remesas) registrará un descenso de 15 puntos base en 2025 para situarse en 3.30% del PIB, afectado por una moderación de la expansión de la industria en Estados Unidos, derivando en una menor creación de puestos de trabajo (non-farm payrolls), lo que contrasta con lo observado durante los últimos tres años en donde se observó un nivel promedio de 3.7% del PIB. Para 2026, consideramos un ligero avance en la entrada de remesas respecto a la salida, por lo que promediaría 3.33% del PIB, mientras que de 2027 a 2032 promediaría 3.4% del PIB.

HR Ratings proyecta que la cuenta corriente registre un déficit de 0.6% del PIB en 2026 y 0.7% en 2027. Para el resto del horizonte de proyección proyectamos un déficit promedio de 0.83% del PIB.

Factores ESG

El propósito de la evaluación es incorporar en la calificación crediticia el impacto que los factores Ambientales, Sociales y de Gobernanza (ASG/ESG por sus siglas en inglés) pueden influir sobre la calidad crediticia del Estado. Es importante destacar que este análisis tendrá un enfoque crediticio, es decir, se centra sobre el posible impacto del factor sobre la capacidad o voluntad de pago del soberano y las herramientas o medios de mitigación en cada uno de estos enfoques.

Al ponderar los riesgos a los que está sujeto el país en materia ambiental, desarrollo social y el marco institucional que realiza el Gobierno para combatir estos riesgos y destinar recursos para la implementación de mejoras, asignamos una calificación promedio. A continuación, se presentan los principales puntos considerados, así como la etiqueta correspondiente para cada uno de los factores.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Ambiental: Promedio

México enfrenta retos significativos en materia ambiental derivado tanto de su ubicación geográfica como de su estructura productiva. El país se encuentra expuesto de manera recurrente a fenómenos naturales como huracanes, desbordamientos, sequías y terremotos que tienen un impacto significativo en la economía regional al generar pérdidas económicas relevantes y afectar a miles de personas cada año. Adicionalmente, el nivel de estrés hídrico es elevado, con una extracción de agua dulce que compromete la sostenibilidad de los recursos en varias cuencas, en particular en el norte del país. No obstante, el gobierno mexicano trabaja de forma activa en políticas públicas para abordar estas vulnerabilidades y está comprometido en actuar frente a los efectos del cambio climático y alcanzar un desarrollo sostenible. Como parte de sus compromisos en este frente, el gobierno ha ratificado su compromiso con las directrices del acuerdo de París y se ha comprometido a reducir sus gases de efecto invernadero en un 22% para el 2030, en comparación con los niveles del 2015.

A su vez, el país cuenta con una amplia gama de mecanismos para hacer frente los efectos del cambio climático, entre los que destacan la Ley de Cambio Climático que establece desde 2012 un marco legal para la reducción de emisiones y la promoción de energías limpias. En materia de financiamiento, el Gobierno Mexicano impulsa y promueve la emisión de bonos temáticos para el financiamiento de proyectos sustentables. Entre 2015 y 2024, el sector público mexicano ha emitido un total acumulado de P\$678 mil millones en bonos sostenibles. Las emisiones que han predominado han sido la de bonos soberanos sostenibles, por parte del Gobierno Federal, que representan el 55.6 % del total. Entre las áreas de mejora, se plantea la posibilidad de ampliar la diversificación de la matriz energética, ya que de acuerdo con la Secretaría de Energía (SENER), el 86.9% del sistema energético mexicano está alimentado por fuentes fósiles. En conjunto, estos elementos ubican al factor como promedio, dado que, si bien existen políticas públicas para mitigación y adaptación, la vulnerabilidad estructural y la presión sobre recursos hídricos representan limitaciones importantes.

Social: Promedio

En el ámbito social, México presenta una combinación de fortalezas y desafíos. El Índice de Desarrollo Humano (IDH) lo sitúa en nivel alto en el contexto latinoamericano, respaldado por avances en cobertura educativa y acceso a servicios básicos. El gasto público en educación, aunque relevante como porcentaje del PIB, ha mostrado estancamiento en los últimos años, lo que limita su capacidad de cerrar brechas educativas. Por otro lado, aún persisten niveles elevados de desigualdad reflejados en un índice de GINI superior al promedio regional y una brecha de pobreza que afecta a una proporción considerable de la población. Además, la violencia e inseguridad en algunas zonas del país se mantienen como uno de los principales retos: la tasa de homicidios intencionales se mantiene en niveles elevados, con un impacto negativo en la cohesión social y la percepción de seguridad de la población con repercusiones en inversiones. Por ello, el factor se evalúa como promedio, reflejando mejoras en capital humano, pero con deficiencias en seguridad y distribución del ingreso.

Gobernanza: Promedio

En gobernanza, México presenta un marco institucional fuerte en términos de estabilidad democrática y procesos electorales competitivos, reflejado en resultados favorables en indicadores como voz y responsabilidad y en eficacia gubernamental. La transición de partidos en el poder se ha llevado a cabo de forma ordenada, lo que refuerza la percepción de resiliencia democrática y legitimidad institucional. No obstante, persisten debilidades estructurales en el control de la corrupción y eficacia gubernamental, a lo que se suman los desafíos en materia de Estado de Derecho, reflejados en la baja posición en el índice de World Justice Project. El país muestra rezagos en impartición de justicia y seguridad jurídica, los cuales podrían verse



exacerbados por la reciente reforma al poder judicial. La incertidumbre sobre la capacidad del nuevo esquema para garantizar fallos imparciales y técnicamente sólidos puede afectar la confianza de los inversionistas en el marco institucional. En conjunto, la gobernanza se evalúa como promedio, ya que los avances democráticos y el marco institucional sólido contrasta con rezagos significativos en Estado de Derecho y percepción de corrupción.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Anexo 1. Variables Macroeconómicas

	2022	2023	2024	2025p	2026p	2027p	2028p	2029p	2030p	2031p	2032p
PIB Nominal	29,526	31,936	33,981	36,019	38,263	40,767	43,430	46,249	49,242	52,406	55,790
PIB Real*	24,283	25,098	25,401	25,629	26,063	26,544	27,037	27,536	28,045	28,564	29,093
Crecimiento Real (UDM)	3.70%	3.36%	1.21%	0.90%	1.70%	1.85%	1.85%	1.85%	1.85%	1.85%	1.85%
Crecimiento Nominal (UDM)	10.62%	8.16%	6.40%	6.00%	6.23%	6.54%	6.53%	6.49%	6.47%	6.43%	6.46%
Inflación Deflactor (UDM)	6.67%	4.65%	5.13%	5.06%	4.46%	4.61%	4.59%	4.56%	4.54%	4.49%	4.52%
Inflación al Consumidor al cierre	7.82%	4.66%	4.21%	4.00%	3.80%	3.70%	3.70%	3.70%	3.70%	3.70%	3.70%
Tasa de la política monetaria al cierre	10.50%	11.25%	10.00%	7.25%	6.75%	6.75%	6.75%	6.75%	6.75%	6.75%	6.75%
TPM real al cierre	2.49%	6.30%	5.55%	3.13%	2.84%	2.94%	2.94%	2.94%	2.94%	2.94%	2.94%
Tipo del cambio al cierre	19.41	16.92	20.27	19.50	20.26	20.72	21.20	21.69	22.18	22.69	23.21

Fuente: HR Ratings con información de la SHCP. Los datos a partir del año 2025 son una estimación de HR Ratings.

*En mil millones de pesos reales de 2018. Cifras con ajuste estacional

Anexo 2. Proyecciones de HR Ratings para las Finanzas Públicas de México

Anexo 2.1 Deuda Soberana de México en miles de millones de pesos

Al cierre de:	2022	2023	2024	2025p	2026p	2027p	2028p	2029p	2030p	2031p	2032p
INTERNOS	9,939	11,306	13,046	14,748	16,405	17,813	19,265	20,791	22,404	24,125	25,962
Presupuestario	8,986	10,343	12,153	13,815	15,439	16,813	18,225	19,704	21,261	22,919	24,682
Gobierno Federal	9,262	10,700	12,704	14,412	16,132	17,663	19,246	20,918	22,685	24,583	26,613
Organismos y Empresas Públicas*	-276	-357	-551	-597	-693	-851	-1,021	-1,214	-1,424	-1,664	-1,931
No Presupuestario**	954	963	894	934	966	1,000	1,040	1,088	1,143	1,207	1,281
EXTERNOS	4,126	3,560	4,377	4,061	4,159	4,409	4,682	4,962	5,262	5,582	5,923
Presupuestario	4,042	3,490	4,297	3,985	4,079	4,328	4,599	4,877	5,175	5,493	5,832
Gobierno Federal	2,231	2,011	2,511	2,543	2,825	3,068	3,343	3,634	3,941	4,270	4,623
Organismos y Empresas Públicas*	1,811	1,479	1,786	1,441	1,254	1,259	1,256	1,243	1,234	1,223	1,209
No Presupuestario (Pidiregas)	84	70	80	77	80	81	83	85	87	89	91
Total Saldo Histórico	14,066	14,866	17,423	18,810	20,564	22,222	23,947	25,753	27,666	29,707	31,885
Presupuestario	13,028	13,833	16,450	17,800	19,518	21,140	22,824	24,580	26,436	28,412	30,514
Gobierno Federal	11,493	12,711	15,215	16,955	18,957	20,732	22,590	24,551	26,626	28,853	31,235
Organismos y Empresas Públicas*	1,535	1,122	1,235	844	561	409	234	29	-190	-441	-722
No Presupuestario (Pidiregas)	1,038	1,033	974	1,010	1,046	1,082	1,123	1,173	1,230	1,296	1,372
Presupuestario a PIB	44.1%	43.3%	48.4%	49.4%	51.0%	51.9%	52.6%	53.1%	53.7%	54.2%	54.7%
Gobierno Federal a PIB	38.9%	39.8%	44.8%	47.1%	49.5%	50.9%	52.0%	53.1%	54.1%	55.1%	56.0%
Organismos y Empresas Públicas	5.2%	3.5%	3.6%	2.3%	1.5%	1.0%	0.5%	0.1%	-0.4%	-0.8%	-1.3%
No Presupuestario a PIB	3.5%	3.2%	2.9%	2.8%	2.7%	2.7%	2.6%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
SH a PIB	47.64%	46.55%	51.27%	52.22%	53.74%	54.51%	55.14%	55.68%	56.18%	56.69%	57.15%

Fuente: HR Ratings con información de la SHCP.

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

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



Anexo 2.2 Balances Financieros en miles de millones de pesos

	2022	2023	2024	2025p	2026p	2027p	2028p	2029p	2030p	2031p	2032p
Balance presupuestario	-951.3	-1,082.6	-1,671.3	-1,321.0	-1,378.6	-1,348.1	-1,385.9	-1,436.5	-1,514.0	-1,609.3	-1,710.3
Gobierno Federal	-989.9	-1,221.3	-1,883.6	-1,651.4	-1,724.4	-1,533.9	-1,593.9	-1,675.1	-1,766.1	-1,893.7	-2,024.0
Pemex	38.3	56.2	81.1	225.0	238.2	14.3	20.8	27.6	34.6	36.1	37.3
CFE	-34.3	13.8	40.0	25.7	12.6	19.8	24.1	28.1	8.0	9.5	11.1
Organismos de Control Directo	34.5	68.8	91.2	79.7	94.9	151.6	163.1	182.9	209.6	238.7	265.3
Organismos bajo control indirecto	0.4	29.2	3.8	4.0	4.2	4.4	4.6	4.9	5.1	5.4	5.6
Balance Público	-951	-1,053	-1,667	-1,317	-1,374	-1,344	-1,381	-1,432	-1,509	-1,604	-1,705
Otras entidades dentro de los RFSP	-38.0	-40.2	-6.6	-35.0	-36.8	-38.6	-44.4	-52.4	-60.2	-69.3	-79.6
Adecuaciones a los RFPS	-287.3	-276.0	-261.7	-203.6	-175.5	-177.3	-195.2	-210.9	-226.9	-244.2	-262.1
Indentificables de la deuda	-122.6	-140.3	-77.5	-303.6	-170.9	-170.9	-186.1	-201.9	-217.9	-235.2	-253.1
Otras	-164.7	-135.7	-184.2	100.0	-4.6	-6.4	-9.0	-9.0	-9.0	-9.0	-9.0
RFSP	-1,276	-1,370	-1,936	-1,556	-1,587	-1,560	-1,621	-1,695	-1,796	-1,917	-2,046
Ajustes cambiarios y otros al SH	-314.6	-569.1	621.5	-169.0	167.1	98.6	104.5	110.9	116.9	124.0	131.5
Mov. en el tipo de cambio	-247	-532	720	-169	167	99	104	111	117	124	131
No cambiarios	-68	-37	-99	0	0	0	0	0	0	0	0
Costo Financiero Presupuestario	-815	-1,045	-1,150	-1,350	-1,512	-1,435	-1,536	-1,661	-1,792	-1,934	-2,086
Balance Primario Presupuestario	-136	-38	-521	29	134	87	150	224	278	325	376
Balance Presupuestario a PIB	-3.22%	-3.39%	-4.92%	-3.67%	-3.60%	-3.31%	-3.19%	-3.11%	-3.07%	-3.07%	-3.07%
RFSP a PIB	-4.32%	-4.29%	-5.70%	-4.32%	-4.15%	-3.83%	-3.73%	-3.66%	-3.65%	-3.66%	-3.67%
Balance Primario Presupuestario a PIB	-0.46%	-0.12%	-1.53%	0.08%	0.35%	0.21%	0.35%	0.49%	0.56%	0.62%	0.67%
Adecuaciones a PIB	-0.97%	-0.86%	-0.77%	-0.57%	-0.46%	-0.44%	-0.45%	-0.46%	-0.46%	-0.47%	-0.47%
Costo Financiero Presupuestario a PIB	-2.76%	-3.27%	-3.39%	-3.75%	-3.95%	-3.52%	-3.54%	-3.59%	-3.64%	-3.69%	-3.74%

Fuente: HR Ratings con información de la SHCP. Los datos a partir del año 2025 son una estimación de HR Ratings.

Anexo 2.3 Ingresos presupuestarios en miles de millones de pesos

Acumulado a:	2022	2023	2024	2025p	2026p	2027p	2028p	2029p	2030p	2031p	2032p
Total	6,603	7,039	7,493	7,968	8,604	8,849	9,480	10,119	10,778	11,459	12,186
Petroleros	1,482	1,079	959	1,006	1,035	828	850	905	963	1,013	1,066
Pemex	841	737	755	820	832	627	637	679	722	760	799
Gobierno Federal	640	342	204	186	203	201	212	226	241	253	267
No petroleros	5,121	5,960	6,534	6,961	7,569	8,020	8,630	9,214	9,815	10,446	11,120
Gobierno Federal	4,150	4,872	5,325	5,720	6,241	6,557	7,070	7,552	8,041	8,558	9,110
Tributarios	3,809	4,517	4,953	5,324	5,858	6,150	6,610	7,062	7,519	8,002	8,519
No tributarios	342	355	372	396	383	408	460	490	522	556	591
Organismos de control directo	546	607	687	716	789	888	948	1,009	1,079	1,149	1,223
CFE (Propios)	425	481	521	526	540	575	612	652	694	739	787
Ingresos presupuestarios a PIB	22.4%	22.0%	22.1%	22.1%	22.5%	21.7%	21.8%	21.9%	21.9%	21.9%	21.8%
Petroleros	5.0%	3.4%	2.8%	2.8%	2.7%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	1.9%	1.9%
Pemex	2.8%	2.3%	2.2%	2.3%	2.2%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.4%	1.4%
Gobierno Federal	2.2%	1.1%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
No petroleros	17.3%	18.7%	19.2%	19.3%	19.8%	19.7%	19.9%	19.9%	19.9%	19.9%	19.9%
Gobierno Federal	14.1%	15.3%	15.7%	15.9%	16.3%	16.1%	16.3%	16.3%	16.3%	16.3%	16.3%
Tributarios	12.9%	14.1%	14.6%	14.8%	15.3%	15.1%	15.2%	15.3%	15.3%	15.3%	15.3%
Impuesto sobre la renta	7.7%	7.8%	7.9%	7.9%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
IVA	4.1%	4.3%	4.1%	4.2%	4.4%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%
IEPS	0.4%	1.4%	1.8%	1.9%	2.1%	2.0%	2.1%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
Otros tributarios	0.7%	0.6%	0.7%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
No tributarios	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%	1.0%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
Organismos de control directo	1.8%	1.9%	2.0%	2.0%	2.1%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
CFE	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%

Fuente: HR Ratings con información de la SHCP. Los datos a partir de 2025 son estimaciones de HR Ratings.



Anexo 2.4 Gasto neto presupuestario en miles de millones de pesos

	2022	2023	2024	2025p	2026p	2027p	2028p	2029p	2030p	2031p	2032p
Gasto Presupuestario Total	7,554	8,122	9,164	9,289	9,983	10,197	10,866	11,555	12,292	13,068	13,896
Gasto Primario	6,739	7,077	8,014	7,939	8,470	8,762	9,330	9,894	10,500	11,134	11,810
Programable	5,673	5,903	6,731	6,563	6,928	7,165	7,648	8,135	8,626	9,141	9,689
Gobierno Federal	4,045	4,385	5,087	4,996	5,269	5,384	5,774	6,147	6,494	6,889	7,303
Organismos*	511	538	596	636	694	737	785	826	870	910	958
EPEs	1,117	981	1,047	932	965	1,044	1,090	1,162	1,262	1,342	1,428
No Programable	1,066	1,173	1,283	1,376	1,542	1,598	1,681	1,760	1,873	1,993	2,121
Participaciones	1,062	1,149	1,254	1,340	1,474	1,524	1,603	1,676	1,785	1,899	2,021
Adefas	3	25	29	36	69	73	78	83	89	94	100
Costo Financiero o no Primario	815	1,045	1,150	1,350	1,512	1,435	1,536	1,661	1,792	1,934	2,086
Gobierno Federal	670	878	1,043	1,186	1,357	1,310	1,421	1,547	1,681	1,823	1,976
Pemex	132	104	73	145	141	111	104	104	104	104	103
CFE	13	63	35	19	15	13	11	9	7	7	6

Fuente: HR Ratings con información de la SHCP. Los datos a partir del año 2025 son una estimación de HR Ratings.

1. Del Gobierno Federal a la CFE, IMSS y el ISSSTE.

Anexo 2.5 Gasto neto presupuestario como porcentaje del PIB

	2022	2023	2024	2025p	2026p	2027p	2028p	2029p	2030p	2031p	2032p
Gasto Presupuestario Total	25.6%	25.4%	27.0%	25.8%	26.1%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	24.9%	24.9%
Gasto Primario	22.8%	22.2%	23.6%	22.0%	22.1%	21.5%	21.5%	21.4%	21.3%	21.2%	21.2%
Programable	19.2%	18.5%	19.8%	18.2%	18.1%	17.6%	17.6%	17.6%	17.5%	17.4%	17.4%
Gobierno Federal	13.7%	13.7%	15.0%	13.9%	13.8%	13.2%	13.3%	13.3%	13.2%	13.1%	13.1%
Organismos*	1.7%	1.7%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.7%	1.7%
EPEs	3.8%	3.1%	3.1%	2.6%	2.5%	2.6%	2.5%	2.5%	2.6%	2.6%	2.6%
No Programable	3.6%	3.7%	3.8%	3.8%	4.0%	3.9%	3.9%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%
Participaciones	3.6%	3.6%	3.7%	3.7%	3.9%	3.7%	3.7%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%
Adefas	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
Costo Financiero	2.8%	3.3%	3.4%	3.7%	4.0%	3.5%	3.5%	3.6%	3.6%	3.7%	3.7%
Gobierno Federal	2.3%	2.7%	3.1%	3.3%	3.5%	3.2%	3.3%	3.3%	3.4%	3.5%	3.5%
Pemex	0.4%	0.3%	0.2%	0.4%	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
CFE	0.0%	0.2%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Fuente: HR Ratings con información de la SHCP.

1. Del Gobierno Federal a la CFE, IMSS y el ISSSTE.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Anexo 3. Proyecciones de HR Ratings para la Cuenta Corriente e Indicadores petroleros

A 3.1 Cuenta Corriente (millones de USD)

	2022	2023	2024	2025p	2026p	2027p	2028p	2029p	2030p	2031p	2032p
Balanza de Bienes y Servicios	-43,787	-31,951	-27,627	-18,335	-24,951	-29,903	-33,196	-36,797	-39,561	-44,712	-48,061
Bienes	-28,307	-12,357	-18,575	-12,747	-16,182	-18,493	-20,210	-22,285	-22,995	-25,348	-27,678
Servicios	-15,480	-19,594	-9,052	-5,587	-8,769	-11,410	-12,986	-14,512	-16,566	-19,363	-20,383
Balanza de ingreso primario	-33,820	-43,694	-53,401	-49,927	-49,847	-51,610	-55,111	-59,382	-64,299	-69,361	-74,516
Utilidades y Dividendos	-18,284	-26,395	-34,459	-31,013	-31,633	-33,847	-35,540	-37,672	-40,309	-44,743	-48,323
Intereses	-18,119	-20,208	-21,833	-21,515	-21,075	-20,823	-22,847	-25,214	-27,740	-28,630	-30,486
Otros	2,584	2,909	2,890	2,601	2,861	3,061	3,276	3,505	3,750	4,013	4,294
Balanza de ingreso secundario	58,687	63,049	64,288	61,074	63,517	67,963	72,720	77,083	82,479	85,366	88,866
Cuenta Corriente	-18,920	-12,595	-16,740	-7,188	-11,281	-13,550	-15,587	-19,095	-21,382	-28,706	-33,711
C.C. sin transferencias	-77,607	-75,644	-81,028	-68,262	-74,798	-81,513	-88,307	-96,179	-103,861	-114,072	-122,577

Fuente: HR Ratings con información del Banco de México. De 2025 en adelante son proyecciones de HR Ratings.

A 3.2 Cuenta Corriente como porcentaje del PIB

	2022	2023	2024	2025p	2026p	2027p	2028p	2029p	2030p	2031p	2032p
Balanza de Bienes y Servicios	-2.98%	-1.77%	-1.48%	-0.99%	-1.31%	-1.48%	-1.55%	-1.62%	-1.65%	-1.76%	-1.78%
Bienes	-1.93%	-0.69%	-1.00%	-0.69%	-0.85%	-0.92%	-0.94%	-0.98%	-0.96%	-1.00%	-1.03%
Servicios	-1.05%	-1.09%	-0.49%	-0.30%	-0.46%	-0.56%	-0.61%	-0.64%	-0.69%	-0.76%	-0.76%
Balanza de ingreso primario	-2.30%	-2.43%	-2.87%	-2.70%	-2.62%	-2.55%	-2.57%	-2.62%	-2.68%	-2.73%	-2.77%
Utilidades y Dividendos	-1.25%	-1.47%	-1.85%	-1.68%	-1.66%	-1.68%	-1.66%	-1.66%	-1.68%	-1.76%	-1.79%
Intereses	-1.23%	-1.12%	-1.17%	-1.16%	-1.11%	-1.03%	-1.07%	-1.11%	-1.15%	-1.13%	-1.13%
Otros	0.18%	0.16%	0.16%	0.14%	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%	0.16%	0.16%	0.16%
Balanza de ingreso secundario	4.00%	3.50%	3.45%	3.30%	3.33%	3.36%	3.40%	3.40%	3.43%	3.36%	3.30%
Cuenta Corriente a PIB	-1.29%	-0.70%	-0.90%	-0.39%	-0.59%	-0.67%	-0.73%	-0.84%	-0.89%	-1.13%	-1.25%
C.C. sin transferencias	-5.29%	-4.20%	-4.35%	-3.69%	-3.92%	-4.03%	-4.12%	-4.24%	-4.32%	-4.49%	-4.55%

Fuente: HR Ratings con información del Banco de México. De 2025 en adelante son proyecciones de HR Ratings.

A 3.3 Indicadores petroleros

	2022	2023	2024	2025p	2026p	2027p	2028p	2029p	2030p	2031p	2032p
Producción de crudo (mbd)	1,784	1,875	1,759	1,376	1,412	1,437	1,482	1,513	1,520	1,528	1,535
Volumen de exportación de crudo (mbd)	953	1,032	807	567	490	394	350	311	269	238	209
Procesamiento interno de crudo (mbd)	816	792	905	1,024	1,136	1,206	1,284	1,372	1,440	1,492	1,547
Elaboración de productos petrolíferos (mbd)	915	897	997	1,136	1,253	1,326	1,408	1,499	1,569	1,623	1,680
Demanda interna de petrolíferos (mbd)	1,323	1,312	1,315	1,347	1,377	1,421	1,463	1,507	1,549	1,593	1,638
Exportación de productos petrolíferos (mbd)	200	192	233	199	186	180	176	172	170	167	165
Importación de productos petrolíferos (mbd)	742	737	686	504	403	367	323	272	240	227	212
Precio de exportación de crudo (dpb)	89	71	70	61	57	57	58	59	59	59	60
Exportaciones (millones de USD)	36,226	30,927	25,738	16,711	13,742	11,604	10,814	9,965	9,105	8,398	7,902
Crudo	31,047	26,754	20,726	12,695	10,244	8,218	7,446	6,646	5,809	5,142	4,617
Otras	5,178	4,173	5,012	4,016	3,498	3,386	3,368	3,319	3,296	3,255	3,285
Importaciones (millones de USD)	37,986	31,518	25,304	15,807	11,784	10,743	9,669	8,266	7,440	7,074	6,803
Petrolíferos	34,912	28,835	23,981	14,676	10,964	9,963	8,927	7,560	6,734	6,368	6,098
Gas Natural	1,360	546	720	1,110	799	759	721	685	685	685	685
Otras	1,714	2,137	603	21	21	21	21	21	21	21	21
Balance Comercial de Pemex (millones de USD)	-1,761	-591	434	904	1,958	861	1,145	1,700	1,665	1,324	1,099
Precio implícito de importación de petrolíferos	129.0	107.3	95.6	79.8	74.5	74.3	75.6	76.2	76.9	77.0	78.5
Diferencial de los petrolíferos y precio de la mezcla	39.7	36.3	25.3	18.4	17.2	17.2	17.4	17.6	17.7	17.8	18.1
Precio implícito de venta del gas natural (US\$/MMpc)	7.69	3.73	3.58	3.44	3.30	3.17	3.04	2.92	2.80	2.69	2.58

Fuente: HR Ratings con información de Pemex y la SHCP, por lo que los datos pueden diferir entre diferentes contabilidades. Los datos a partir del año 2025 son una estimación de HR Ratings.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Información complementaria en cumplimiento con la fracción V, inciso A), del Anexo 1 de las Disposiciones de carácter general aplicables a las instituciones calificadoras de valores

Metodologías usadas para el análisis*	Metodología para Calificar Soberanos, marzo de 2025 Criterios Generales Metodológicos, octubre de 2024
Calificación Anterior	HR BBB+ (G) con Perspectiva Negativa HR3 (G)
Fecha de última acción de calificación	25 de noviembre, 2024
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación	Enero 1999 a agosto 2025
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Secretaría de Hacienda y Crédito Público, Banco de México, INEGI, Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial
Calificaciones otorgadas por otras instituciones calificadoras que fueron utilizadas por HR Ratings (en su caso)	N.A.
HR Ratings considera al otorgar la calificación o darle seguimiento, la existencia de mecanismos para alinear los incentivos entre el originador, administrador y garante, y los posibles adquirientes de dichos valores (en su caso)	N.A.
Calificaciones otorgadas por otras agencias calificadoras a los presentes valores (en su caso)	N.A.

*Para más información con respecto a esta(s) metodología(s), favor de consultar www.hrratings.com/methodology/

** HR Ratings de México, S.A. de C.V. ("HR Ratings"), es una institución calificadora 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).

Esta es una calificación no solicitada, por lo que HR Ratings no recibió pago alguno de sociedad o persona, para su emisión. Las calificaciones no solicitadas se emiten de acuerdo con las metodologías vigentes de la Institución y siguen las mismas políticas y procedimientos que para las calificaciones solicitadas, en lo que resulte aplicable. HR Ratings podrá retirar o cambiar esta calificación en cualquier momento, sin ningún tipo de responsabilidad.

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