

**Noviembre 2024**

**HR BBB+ (G)**  
Perspectiva Negativa

**Octubre 2025**

**HR BBB+ (G)**  
Perspectiva Estable

**Octubre 2026**

**HR BBB (G)**  
Perspectiva Estable



**Edgar González**

[edgar.gonzalez@hrratings.com](mailto:edgar.gonzalez@hrratings.com)

Analista Responsable

Asociado Sr. de Análisis Económico y  
Deuda Soberana



**Álvaro Rodríguez**

[alvaro.rodriguez@hrratings.com](mailto:alvaro.rodriguez@hrratings.com)

Director de Finanzas Públicas y Deuda  
Soberana



**Ricardo Gallegos**

[ricardo.gallegos@hrratings.com](mailto:ricardo.gallegos@hrratings.com)

Director General Adjunto de Análisis  
Económico



**Félix Boni**

[felix.boni@hrratings.com](mailto:felix.boni@hrratings.com)

Director General de Análisis

## HR Ratings revisó a la baja la calificación de largo plazo de HR BBB+ (G) a HR BBB (G) manteniendo la Perspectiva Estable y ratificó la calificación de corto plazo de HR3 (G) para la Deuda Soberana de los Estados Unidos Mexicanos

La revisión a la baja de la calificación es resultado del deterioro observado en los principales balances fiscales de las finanzas públicas, lo cual consideramos continuará en el periodo proyectado, así como por la revisión a la baja de la trayectoria de crecimiento económico. La combinación de estos dos factores continuará presionando el nivel de endeudamiento esperado para México. Si bien reconocemos el esfuerzo por parte de la Secretaría de Hacienda de contener el déficit del sector público desde el histórico nivel alcanzado en 2024, lo anterior no ha sido suficiente para reducir el nivel de los Requerimientos Financieros del Sector Público (RFSP) por debajo del 4.0% del PIB. Al considerar el déficit proyectado por HR Ratings para el ejercicio fiscal de 2026 de -4.6% del PIB se acumularían cinco años consecutivos con déficits por encima del 4.0%. Lo anterior evidencia la rigidez en el nivel de gasto, el cual inclusive crece a un mayor ritmo respecto al incremento en los niveles de recaudación. Adicionalmente, el costo de los intereses sobre la deuda (costo financiero) registra presiones adicionales superando rubros como las participaciones otorgadas hacia los Estados y municipios.

Reconocemos el esfuerzo por incrementar el nivel de ingresos, especialmente los tributarios. No obstante, esto necesita estar acompañado de un mayor avance de la actividad económica respecto al observado, con niveles superiores al 2.5% anual, lo que podría ayudar a mitigar las fuertes presiones de gasto por transferencias, subsidios, servicios personales y otros corrientes. A su vez, esto disminuiría la rigidez observada en los déficits del Gobierno Federal.

Estos balances han presionado el Saldo Histórico (SH), el cual proyectamos finalice 2026 en 54.5% del PIB, 0.5 puntos porcentuales (pp) por encima de lo estimado por Hacienda en su reciente actualización y 0.8pp por encima de lo estimado en nuestra revisión anterior. Consideramos que la tendencia ascendente en los niveles de deuda como porcentaje del PIB continuará en los próximos periodos fiscales, y de acuerdo con nuestras estimaciones podría alcanzar niveles de 61.2% del PIB en 2030 y de 65.6% para 2033.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

HR Ratings ajustó sus perspectivas macroeconómicas para el año base, así como para el largo plazo, lo cual tiene un impacto en las principales métricas de nuestra calificación soberana. Para 2026, consideramos que el crecimiento del PIB se ubicará en 1.3% real vs. 1.5% estimado por Hacienda. No obstante, la principal divergencia se encuentra en las proyecciones de largo plazo, en donde revisamos nuestra estimación a un crecimiento promedio real anual de 1.50% vs. el 1.85% incluido en el reporte previo. Lo anterior debido al modesto desempeño de la actividad económica en años recientes, la persistente debilidad en la inversión, la vigencia del T-MEC hasta 2036 y el estancamiento de la productividad.

Reconocemos los esfuerzos del Gobierno Federal para apoyar a Pemex en la reducción en sus niveles de deuda bruta, con esquemas financieros novedosos, que están permitiendo afrontar las amortizaciones de deuda programada con mayor holgura. Lo anterior inclusive permitirá a la empresa generar balances financieros positivos con base en su contabilidad fiscal. Desde nuestra perspectiva, la generación de superávit financiero de Pemex será aún insuficiente para dejar de recibir los apoyos del Gobierno para el pago de deuda, por lo menos hasta 2029.

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<br>real del peso<br>(%) | Cuenta<br>Corriente %<br>PIB |
|------|---------------------------------|----------------------|----------------------|-------|-------|------------------------|-------------------|------------------|--------------------|----------------------|-------------------------------------|------------------------------|
|      | Balance<br>Financiero*          | Balance<br>Primario* | Costo<br>Financiero* | RFSP  | SH*   | Crec.<br>Real          | Nom.<br>(MXN, mm) | Nom. USD<br>(mm) | Inflación<br>Prom. | USD/MXN<br>al cierre |                                     |                              |
| 2025 | -3.9%                           | -0.2%                | -3.7%                | -4.3% | 52.6% | 0.7%                   | 35,302            | 1,840            | 3.8%               | 18.0                 | 14.0%                               | -0.5%                        |
| 2026 | -4.0%                           | -0.3%                | -3.7%                | -4.6% | 54.5% | 1.3%                   | 37,127            | 2,137            | 3.8%               | 17.6                 | 2.3%                                | -0.5%                        |
| 2027 | -4.2%                           | -0.3%                | -4.0%                | -4.7% | 56.4% | 1.5%                   | 39,331            | 2,213            | 3.8%               | 18.0                 | -1.6%                               | -0.7%                        |
| 2028 | -4.1%                           | -0.2%                | -3.9%                | -4.6% | 58.1% | 1.5%                   | 41,643            | 2,298            | 3.8%               | 18.3                 | -0.9%                               | -0.7%                        |
| 2029 | -4.1%                           | -0.3%                | -3.9%                | -4.6% | 59.6% | 1.5%                   | 44,072            | 2,387            | 3.7%               | 18.7                 | -0.9%                               | -0.6%                        |
| 2030 | -4.1%                           | -0.2%                | -3.9%                | -4.6% | 61.2% | 1.5%                   | 46,615            | 2,478            | 3.7%               | 19.1                 | -0.9%                               | -0.6%                        |
| 2031 | -4.1%                           | -0.3%                | -3.9%                | -4.6% | 62.7% | 1.5%                   | 49,316            | 2,573            | 3.7%               | 19.5                 | -0.9%                               | -0.6%                        |
| 2032 | -4.2%                           | -0.3%                | -3.9%                | -4.7% | 64.2% | 1.5%                   | 52,188            | 2,672            | 3.7%               | 19.9                 | -0.9%                               | -0.6%                        |
| 2033 | -4.1%                           | -0.3%                | -3.9%                | -4.7% | 65.6% | 1.5%                   | 55,184            | 2,773            | 3.6%               | 20.3                 | -0.9%                               | -0.6%                        |

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

- **Los principales balances fiscales presentaron un peor desempeño al anticipado.** El déficit en el balance del Gobierno Federal en 2025 continuó presionando al balance presupuestario, acumulando déficits primarios por quinto año consecutivo, en contraste con el superávit esperado en la revisión anterior. Además, las presiones en el costo financiero con un déficit de 3.7% del PIB llevaron a los RFSP a cerrar en 4.3% del PIB, por encima del objetivo de Hacienda de disminuir por debajo del 4.0%.
- **Debilidad del crecimiento económico.** En 2025 se observó una fuerte desaceleración económica, cerrando el año con un crecimiento de 0.7% vs. 0.9% estimado. La desaceleración en sectores como la manufactura y construcción lideró la caída del PIB vs. el alza en 2024. No obstante, se acumulan dos periodos de bajo crecimiento.
- **En 2025, el Saldo Histórico como porcentaje del PIB cerró en un nivel mayor a lo estimado.** En el periodo fiscal anterior, se observaron mayores afectaciones a las anticipadas en los niveles del balance primario, costo financiero y otros ajustes que presionaron a los RFSP a cerrar con un déficit de 4.3% del PIB y una deuda neta de 52.6% del PIB vs. el 52.2% estimado por HR Ratings y el 51.9% en 2024.

## Expectativas para periodos futuros

- **Rigidez del déficit presupuestario.** Estimamos déficits primarios en todo el periodo de proyección con un promedio de -0.3% del PIB como resultado de la rigidez del gasto del Gobierno Federal que crece a un mayor ritmo respecto a los ingresos. El costo financiero promediaria 3.9% del PIB y produciría déficits presupuestarios de 4.1%. Lo anterior llevaría a que los RFSP no disminuyan del 4.0% del PIB, con un déficit promedio estimado de 4.6% en todo el periodo. En consecuencia, consideramos que la trayectoria de la deuda se mantendrá ascendente, cerrando 2026 en un nivel de 54.5% del PIB vs. el 53.7% estimado en nuestra revisión anterior. En 2030 proyectamos que supere el 60% del PIB y finalice 2033 en 65.6% del PIB.
- **Desaceleración en el crecimiento económico.** Nuestra expectativa de crecimiento de largo plazo se revisó a la baja con un crecimiento de 1.50% real anual vs. el 1.85% esperado en la revisión anterior. Lo anterior se fundamenta en un escenario más conservador en el nivel de inversiones como resultado de la vigencia hasta 2036 del T-MEC, así como por falta de avances en la productividad laboral.
- **La Inflación continuará convergiendo gradualmente a la meta.** Consideramos que, a partir de 2027, la inflación podría situarse dentro del intervalo objetivo del Banco de México, promediando un nivel de 3.70% de 2027 a 2033.

## Factores adicionales considerados

- **Factores Ambientales, Sociales y de Gobernanza.** En este análisis se lleva a cabo una evaluación de la exposición del país a riesgos ambientales, sociales y de gobernanza (ASG) que podrían influir en la calidad crediticia a mediano y largo plazo, así como de los mecanismos de mitigación que ha implementado el Soberano. En este contexto, HR Ratings ratificó estos factores en promedio, por lo que la calificación asignada no se somete a ajustes adicionales.

## Factores que podrían subir la calificación

- **Consolidación fiscal sostenida.** Alcanzar superávits primarios por encima del 1.0% del PIB para los siguientes periodos fiscales, especialmente en el balance del Gobierno Federal, permitiría reducir las presiones en los RFSP, disminuyendo por debajo del 3.5% del PIB. La consolidación fiscal permitiría orientar el gasto hacia sectores productivos de la economía, impulsando el crecimiento real anual de largo plazo.
- **Niveles de crecimiento por encima del 2.5% para el largo plazo.** Mayor certidumbre podría potenciar la inversión y capacidad operativa en las cadenas de valor, especialmente las relacionadas al sector manufacturero, que han mostrado un deterioro en los últimos dos años. Esto incentivaría a una mayor tasa de crecimiento del PIB, que se traduciría en mayores ingresos tributarios, contribuyendo a menores presiones en las finanzas públicas.

## Factores que podrían bajar la calificación

- **Deterioro fiscal con mayores presiones en el balance primario y RFSP.** La caída en los niveles de recaudación tributaria como efecto de una mayor desaceleración de la actividad económica en conjunto con las presiones ineludibles del gasto llevaría a incrementar el déficit primario por encima del 2.0% del PIB en el largo plazo. Adicionalmente, mayores presiones en el costo financiero por incrementos en las tasas que pague el Gobierno Federal llevarían a que los costos financieros superen el nivel de 6.0% del PIB. Finalmente, los RFSP podrían alcanzar déficits superiores al 5.0% del PIB por un periodo prolongado.
- **Crecimiento económico por debajo del 1.0% en el largo plazo.** Crecimientos por debajo del 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.



## Resultado: Observado vs. Projectado

En esta sección presentamos los cierres observados de 2023 a 2025 para los principales indicadores económicos y de finanzas públicas. Asimismo, se muestran las estimaciones incluidas para el periodo fiscal 2025(P)\*\* en la revisión de la deuda soberana realizada en octubre de 2025. La última columna hace referencia a lo proyectado para el periodo fiscal de 2026(P), lo cual comentaremos con más detalle en las siguientes secciones.

**Figura 1. Supuestos y resultados de México**

| Concepto                                            | Resultados Observados |        |        | Escenario Calificación* |        |
|-----------------------------------------------------|-----------------------|--------|--------|-------------------------|--------|
|                                                     | 2023                  | 2024   | 2025   | 2025P**                 | 2026P  |
| <b>Indicadores Económicos</b>                       |                       |        |        |                         |        |
| PIB Nominal (miles de millones de pesos corrientes) | 31,871                | 33,583 | 35,302 | 36,019                  | 37,127 |
| PIB en USD                                          | 1,798                 | 1,840  | 1,840  | 1,850                   | 2,137  |
| PIB Real (miles de millones de pesos, base 2018)    | 25,042                | 25,345 | 25,529 | 25,533                  | 25,860 |
| Crecimiento real anual (%)                          | 3.11%                 | 1.21%  | 0.73%  | 0.90%                   | 1.30%  |
| Crecimiento nominal anual (%)                       | 7.94%                 | 5.37%  | 5.12%  | 6.00%                   | 5.17%  |
| Producción de crudo (mbd)***                        | 1,588                 | 1,485  | 1,378  | 1,376                   | 1,437  |
| Plataforma de exportación de crudo (mbd)            | 1,032                 | 807    | 581    | 567                     | 459    |
| Precio promedio de la mezcla de exportación (mbd)   | 71.0                  | 70.3   | 61.0   | 61.4                    | 82.3   |
| <b>Indicadores Monetarios</b>                       |                       |        |        |                         |        |
| Inflación al cierre del año (%)                     | 4.66%                 | 4.21%  | 3.69%  | 4.00%                   | 4.00%  |
| Inflación promedio (%)                              | 5.53%                 | 4.72%  | 3.81%  | 3.90%                   | 3.75%  |
| Tasa de política monetaria al cierre (%)            | 11.25%                | 10.00% | 7.00%  | 7.25%                   | 6.50%  |
| Tasa de política monetaria real (%)                 | 6.59%                 | 5.79%  | 3.31%  | 3.25%                   | 2.50%  |
| Tipo de cambio nominal al cierre (P\$/US\$)         | 16.92                 | 20.27  | 17.97  | 19.50                   | 17.60  |
| <b>Indicadores Fiscales (%)</b>                     |                       |        |        |                         |        |
| Balance presupuestario como % del PIB               | -3.40%                | -4.98% | -3.87% | -3.67%                  | -4.02% |
| RFSP como % del PIB                                 | -4.30%                | -5.76% | -4.31% | -4.32%                  | -4.61% |
| Balance primario presupuestario como % del PIB      | -0.12%                | -1.55% | -0.16% | 0.08%                   | -0.32% |
| Ingresos presupuestarios como % del PIB             | 22.09%                | 22.31% | 23.31% | 22.12%                  | 22.48% |
| Ingresos petroleros como % del PIB                  | 3.39%                 | 2.86%  | 3.46%  | 2.79%                   | 2.59%  |
| Gasto presupuestario como % del PIB                 | 25.48%                | 27.29% | 27.18% | 25.79%                  | 26.50% |
| Gasto programable como % del PIB                    | 18.52%                | 20.04% | 19.58% | 18.22%                  | 18.88% |
| Inversión física como % del PIB                     | 2.78%                 | 3.08%  | 2.18%  | 2.30%                   | 2.66%  |
| Costo financiero como % del PIB                     | 3.28%                 | 3.43%  | 3.71%  | 3.75%                   | 3.70%  |
| Deuda neta soberana como % del PIB                  | 46.64%                | 51.88% | 52.63% | 52.22%                  | 54.51% |
| <b>Indicadores Externos (%)</b>                     |                       |        |        |                         |        |
| Cuenta corriente como % del PIB                     | -0.57%                | -0.91% | -0.51% | -0.39%                  | -0.48% |
| Balanza de bienes como % del PIB                    | -1.65%                | -1.52% | -0.69% | -0.99%                  | -0.62% |
| Balanza de ingreso primario como % del PIB          | -2.43%                | -2.90% | -3.20% | -2.70%                  | -2.88% |
| Balanza de ingreso secundario como % del PIB        | 3.51%                 | 3.51%  | 3.38%  | 3.30%                   | 3.02%  |

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

\*Pronósticos del escenario base de la revisión de la calificación de deuda soberana de México de octubre de 2025; Para 2026P se consideran los pronósticos del reporte actual.

\*\* Estimación para 2025 realizadas en el reporte de octubre 2025.

\*\*\*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.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

### Actividad Económica de México

En el segundo trimestre (2T26), la actividad económica registró un repunte de 1.42% trimestral. Si bien el desempeño del 2T26 es el mejor desde el 4T20 (+4.3%), consideramos el rebote como resultado de la recuperación en las inversiones en construcción, la mejora en la dinámica manufacturera de exportaciones y el avance en consumo. Al comparar el avance semestral vs. el primer semestre de 2025, este se ubicó en 1.0% y respecto al mismo trimestre del año anterior fue de 1.9%.

Los datos del 2T26 muestran la recuperación en el sector industrial, particularmente de las actividades manufactureras relacionadas con la dinámica positiva del sector exportador mexicano, a pesar de las tensiones comerciales y arancelarias impuestas por Estados Unidos. Por su parte, la inversión en construcción avanzó como resultado de dos factores. El primero, de las actividades previas a la celebración del mundial para posteriormente desacelerar en julio. El segundo por la dinámica regional de la construcción.

El sector terciario, el cual había registrado desaceleración desde el inicio del año, mostró un impulso en el 2T26 debido a las actividades relacionadas al Mundial de fútbol y el inicio de la temporada vacacional en julio, ubicándose como el mejor desempeño desde el 1T21. Por pesos relativos, las actividades de consumo y demanda de servicios orientados hacia el comercio al por menor, servicios de transporte y actividades de esparcimiento, alojamiento y culturales mostraron los mayores beneficios.

De acuerdo con nuestro análisis, en junio la actividad económica medida en términos del Indicador Global de la Actividad Económica (IGAE) no mostró avance, como consecuencia del estancamiento del sector terciario, lo que no alcanzó a ser compensado por el avance del sector industrial (+0.2% m/m). Con base en los datos publicados en el IGAE, y contrario a lo esperado, HR Ratings estima que el mayor impulso del segundo trimestre provino del mes de abril, previo al inicio del Mundial de fútbol, como resultado de las obras de infraestructura en las ciudades sedes, especialmente en remodelación y hotelería llevando al sector de la construcción a crecer 7.1% mensual. Lo anterior llevó a la actividad económica a crecer en abril 1.5% mensual vs. el estancamiento de junio.

En este sentido, de acuerdo con los datos reportados de derrama económica en aproximadamente US\$2.5 mil millones (mm) entre junio y julio, HR Ratings estima que el impulso por el Mundial alcanzó el 0.12% del PIB, por debajo del 0.3% estimado por el consenso. En julio la actividad económica avanzó 0.8% m/m.

Como se puede observar en la Figura 2, en el 2T26 el PIB registró un alza trimestral de 1.42% con crecimiento en sus tres principales sectores. Destaca que el sector secundario mostró un avance trimestral de 1.64%, lo que consideramos representa un rebote respecto al desempeño durante el 1T26. Lo anterior como resultado del importante nivel de exportaciones manufactureras relacionadas a electrónicos, componentes y maquinaria, que compensó la desaceleración dentro del sector automotriz. Por su parte, mientras que la construcción registró un impulso de 7.1% en abril, este no fue suficiente para mitigar el mal desempeño de los meses posteriores. Por parte del sector terciario, el más importante por representar el 64.2% del PIB, este registró un crecimiento de 1.36%, reflejo de la recuperación en la dinámica de comercio al por mayor y mayor demanda de servicios.

En el tercer trimestre (3T26), la economía mundial ha mostrado un crecimiento resiliente a un ritmo moderado con un crecimiento estimado por el Fondo Monetario Internacional (FMI) de 3.0% vs. 3.1% esperado en junio. En buena parte, el



avance del PIB mundial se encuentra respaldado por las inversiones en Inteligencia Artificial (IA), con mayores beneficios dirigidos a la economía estadounidense. Se proyecta que la inflación sea más persistente respecto a lo anticipado hace algunos meses como consecuencia del shock energético derivado del conflicto en Medio Oriente y las disrupciones en el estrecho de Ormuz que ha elevado el precio del petróleo crudo y gas por encima de lo observado al inicio del año. Tanto el FMI como el Banco Mundial prevén un escenario base de crecimiento sostenido, aunque moderado respecto al anticipado al inicio del año.

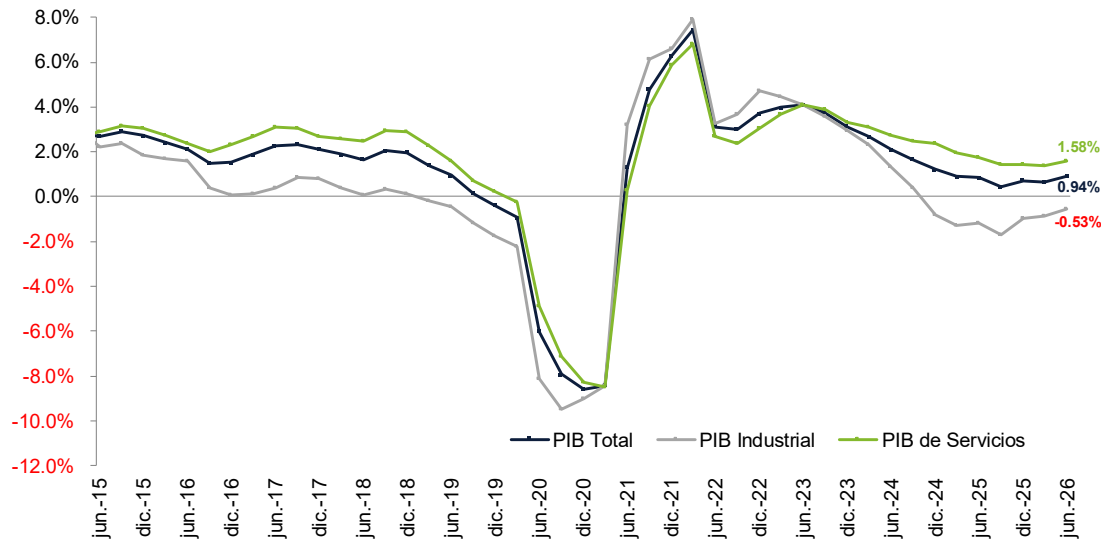
Figura 2. Evolución trimestral y últimos doce meses del PIB

| División Económica      | dic.-24 | mar.-25 | jun.-25 | sep.-25 | dic.-25 | mar.-26 | jun.-26 |
|-------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Primario                | -6.72%  | 5.51%   | -2.76%  | 3.08%   | 1.22%   | -1.99%  | 2.44%   |
| Secundario              | -2.17%  | 0.54%   | -0.15%  | -0.70%  | 0.59%   | -0.57%  | 1.64%   |
| Manufactura             | -0.92%  | 0.57%   | -0.10%  | -1.12%  | -0.01%  | -0.48%  | 1.07%   |
| Construcción            | -4.28%  | 2.31%   | -0.14%  | -2.23%  | 3.80%   | -1.30%  | 4.01%   |
| Minería                 | -3.30%  | -2.93%  | -1.38%  | 2.51%   | 1.48%   | 0.15%   | 0.78%   |
| Electricidad            | -1.34%  | 0.11%   | -0.54%  | 0.26%   | 2.40%   | -2.18%  | -0.48%  |
| Terciario (Servicios)   | -0.14%  | 0.56%   | 0.24%   | 0.34%   | 0.76%   | -0.21%  | 1.36%   |
| Comercio al por mayor   | -0.85%  | -2.66%  | -2.09%  | 1.50%   | 2.24%   | 0.73%   | 6.27%   |
| Comercio al por menor   | 0.71%   | 1.93%   | 1.21%   | 0.29%   | 0.79%   | -1.18%  | 0.95%   |
| Inmobiliario y Alquiler | 0.17%   | 0.57%   | 0.51%   | 0.16%   | 0.29%   | 0.02%   | 0.09%   |
| Resto Terciario         | -0.30%  | 1.11%   | 0.52%   | 0.08%   | 0.46%   | -0.24%  | 0.39%   |
| Producto Interno Bruto  | -0.88%  | 0.77%   | -0.02%  | -0.10%  | 0.95%   | -0.34%  | 1.42%   |
| PIB UDM                 | 1.21%   | 0.89%   | 0.84%   | 0.42%   | 0.73%   | 0.67%   | 0.94%   |

Fuente: HR Ratings con información del INEGI. Base 2018. Información ajustada por la estacionalidad.  
Cambios respecto al trimestre inmediato anterior.

En la Figura 3 se puede observar la evolución del PIB y sus dos principales sectores en términos de los últimos doce meses (UDM), el cual se ubica en 0.94% al cierre del 2T26 desde el 0.68% del 1T26. Al interior, el sector terciario (servicios) refleja una mejora importante con un crecimiento de 1.58% desde el 1.1% en el trimestre anterior. No obstante, el avance desde el cierre de 2025 es modesto. En el mismo sentido, el sector secundario (industrial) refleja una caída en términos de los UDM de -0.53% vs. la contracción de 1.1% en el trimestre inmediato anterior.

Figura 3. Crecimiento real UDM del PIB y de los sectores secundario y terciario



Fuente: HR Ratings con base en información del INEGI (datos ajustados por estacionalidad).  
\*Las etiquetas corresponden al último valor observado.

De acuerdo con la Figura 3, en términos de los UDM, el sector terciario presenta un estancamiento en el último año, lo que se relaciona a los menores niveles de ingresos reales, caídas en los niveles de remesas tanto por el volumen como por la apreciación del peso, así como por la debilidad del empleo con la Población Económicamente Activa (PEA) ocupada, la cual mostró una caída de 293 mil, lo que refleja los retos en la creación de empleo durante el presente año.

La Junta de Gobierno del Banco de México ajustó su previsión de crecimiento para 2026 a 1.5% desde el 1.1% en su informe anterior debido al mejor desempeño de la economía en el segundo trimestre. A pesar de la revisión, Banxico considera que este incremento será parcialmente compensado por una desaceleración en el trimestre inmediato siguiente. De acuerdo con Banxico, las empresas mantienen cautela en inversiones debido a la incertidumbre comercial que continúa observándose con Estados Unidos y el proceso de conclusión en la revisión del T-MEC, en el cual se ha optado por revisiones anuales hasta su vencimiento en 2036.

## Inflación y tasa de política monetaria

El Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) registró una variación anual (a/a) de 3.45% durante septiembre, hilando dos meses consecutivos al alza desde el dato observado en julio del presente año (3.12% a/a). Nuevamente, las presiones adicionales se perciben en los rubros más volátiles, ya que la inflación no subyacente se ubicó en 2.45% a/a desde el 1.13% a/a registrado en agosto. Por otro lado, el componente subyacente (3.75% a/a) permaneció con la trayectoria descendente que ha mantenido desde inicios de 2026. HR Ratings estima que la inflación general finalizará el año entre 3.8% y 4.0% a/a, a partir de mayores presiones en ambos indicadores.

La inflación subyacente continúa con un comportamiento a la baja. Como lo hemos señalado, esto se atribuye principalmente a que los aumentos en precios de mercancías han sido de menor magnitud. La inflación de esta categoría disminuyó de 3.41% a/a en agosto a 3.21% a/a en septiembre, lo que representa su nivel más bajo desde marzo del año pasado. En general, la evolución sigue favorecida por cierta debilidad en la demanda interna. Por otra parte, el subcomponente de servicios exhibe mayor rigidez, pasando de 4.33% a/a en agosto a 4.27% a/a en septiembre. Aunque todos sus rubros (vivienda, educación y otros servicios) mostraron menor presión, la lenta baja sigue siendo el principal desafío para que la inflación subyacente se aproxime al objetivo de Banxico de 3.0%.

Por otro lado, la inflación no subyacente sigue con presiones alcistas, registrando su mayor nivel en cuatro meses. Este comportamiento se debe fundamentalmente a que el subcomponente de frutas y verduras mostró una variación anual de 8.78%. Por su incremento, los productos con mayor incidencia durante el mes (m/m) fueron el jitomate (30.3% m/m) y la cebolla (23.0% m/m). Asimismo, el sector de energéticos (1.48% a/a) experimentó su máximo nivel en lo que va del año, aunque la magnitud permanece contenida ante las medidas implementadas por el Gobierno Federal en las gasolinas y el diésel para mitigar los efectos en las cotizaciones que continúa ocasionando el conflicto en Medio Oriente y el cierre del Estrecho de Ormuz.

En el contexto de política monetaria, la Junta decidió pausar el ciclo de relajación monetaria observado en el primer semestre del año. En la reunión del 24 de septiembre se optó por mantener sin cambio la tasa de política monetaria en un nivel de 6.50% (ver Figura 4). Aunque la inflación general se ubica dentro del objetivo, se señaló que el componente de servicios se mantiene persistentemente elevado, cercano al 4.30% a/a. Los miembros mencionaron que esta rigidez en precios obliga al Banco Central a ser cauteloso, evitar recortes prematuros y no necesariamente seguir a la Reserva Federal (Fed) en las decisiones siguientes. Adicionalmente, la postura de la Reserva Federal por un tono más restrictivo (*hawkish*) es considerada por Banxico debido a que podría generar presiones como consecuencia de la reducción en el diferencial de tasas.



@HRRATINGS



HR RATINGS



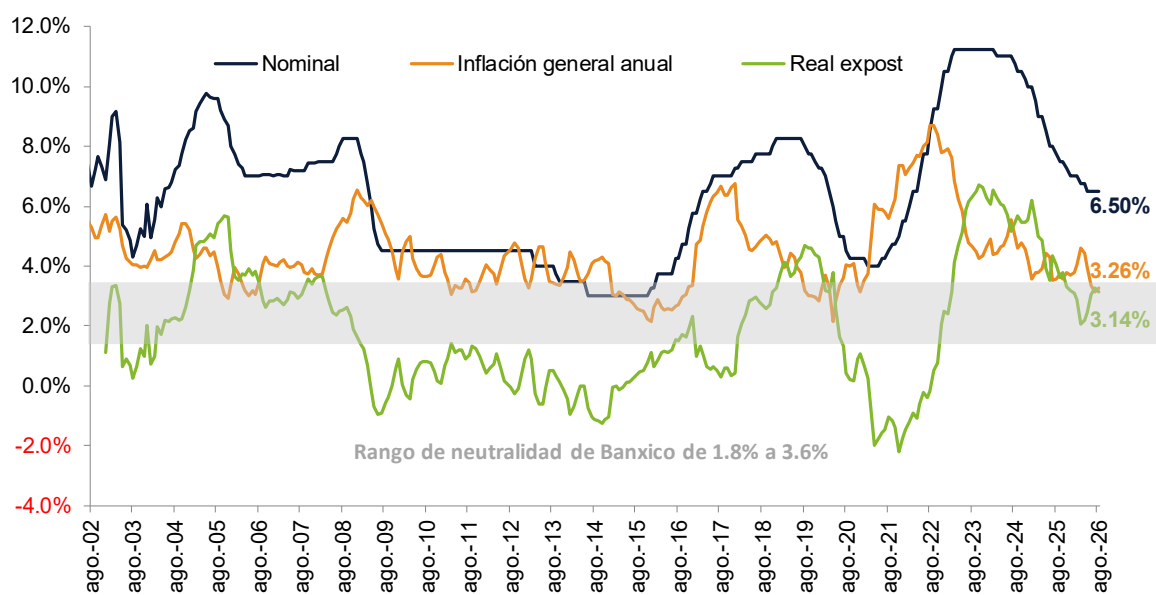
WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

El balance de riesgos por parte de Banxico considera que el proceso desinflacionario global está siendo más gradual respecto a lo previsto, especialmente por los choques en los precios internacionales de los principales *commodities* energéticos, que ha llevado a que el precio internacional del crudo en su referencia West Texas Intermediate supere los US\$100 por barril. Destaca que Banco de México retrasó su estimación para que la inflación converja a la meta del 3.0% (+/- 1.0%) hacia el último trimestre de 2027 respecto al segundo trimestre que había anticipado. También se evaluaron las condiciones de holgura en la economía mexicana y la desaceleración del consumo privado, considerando que no existen presiones excesivas provenientes de la demanda interna agregada, por lo que mantener un nivel de tasas de 6.50% es adecuado para mantener estabilidad de precios sin afectar los niveles de actividad productiva. Al alza se considera que la incertidumbre generada por las tensiones geopolíticas globales, el elevado precio de los energéticos y la incertidumbre comercial de América del Norte afectan la posible estabilidad, por lo que optarán por mantener un estricto monitoreo de los determinantes de precios y mantener la tasa en 6.50% por un periodo prolongado.

Figura 4. Inflación general anual y tasa de política monetaria



Fuente: Estimaciones de HR Ratings con información de Banxico y el INEGI.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

### Actividad Económica y Política Monetaria

Para esta revisión, actualizamos nuestra estimación de crecimiento para 2026 a 1.3% desde el 1.1% previo con base en cifras ajustadas por estacionalidad. Esto responde a la mejora del desempeño de la actividad económica en el 2T26 respecto a lo considerado en la revisión anterior como resultado de la dinámica positiva en dos de tres sectores de la actividad económica, especialmente el rebote observado en el sector de servicios de 1.36% t/t y el avance de 1.64% en el sector secundario respaldado por los altos niveles de exportación, beneficiando al rubro manufacturero así como por las actividades de construcción. Asimismo, la menor contracción del 1T26 (0.3% desde el 0.6% estimado anteriormente) tuvo un efecto positivo en el crecimiento estimado anual. Si bien nuestras estimaciones consideran un panorama complejo en términos de inversiones del sector manufacturero, el impulso de la demanda interna hacia el cierre del año tendría un efecto positivo en el crecimiento del último trimestre del año.

El mercado laboral registra un comportamiento moderado, añadiendo 410 mil puestos en el acumulado de enero al mes de septiembre de 2026 con base en el empleo formal del IMSS. A pesar de que esperamos que el gasto público registre una expansión en la segunda mitad del año, el nivel aún se encontrará por debajo de lo observado en 2024, alcanzando 2.6% del PIB, por lo que el impulso provendría de la mejora en los niveles de consumo.

En relación con los niveles de inversión, si bien existió una mejora en el 2T26, gran parte se observó al inicio del segundo trimestre como resultado de las inversiones registradas previo al inicio del Mundial de fútbol, mientras que los niveles de comercio al por menor fueron moderados en el segundo trimestre, inclusive con una contracción mensual en junio. La incertidumbre de la relación comercial con Estados Unidos continúa siendo uno de los factores clave que tiene un impacto en el nivel de nuevas inversiones en la economía. A pesar de que la negociación comercial del T-MEC no ha finalizado, el 1 de julio se dio a conocer que se realizarán revisiones anuales para los próximos diez años con vencimiento en 2036.

En torno a la inflación general, esta ha mostrado cierta moderación. No obstante, la inflación subyacente se ubica en un nivel anual cercano al 4.0%, reflejando la persistencia de los servicios y mercancías alimenticias. Esto ya se encontraba anticipado en la actualización anterior de escenarios macroeconómicos, por lo que continuamos previendo que la inflación general cierre 2026 en 4.0% debido a que consideramos renovados choques de oferta en la inflación no subyacente hacia el cierre del año, así como una mejora en los niveles de demanda interna, lo que reavivaría las presiones inflacionarias.

Con base en lo anterior, estimamos que el banco central mantendrá la tasa de política monetaria en el nivel de 6.50% por el resto del año, en línea con nuestra última revisión, a pesar del incremento de tasas de la Reserva Federal el 16 de septiembre en 25 pb que redujo el diferencial de tasas a un nivel de 252 puntos base, el menor nivel desde septiembre de 2007. Existen riesgos al alza que podrían provocar que Banco de México cambie su postura ante una mayor disrupción en las cadenas de suministro debido a las afectaciones en las condiciones finales del T-MEC con un incremento en el arancel efectivo que paga México. Mayores presiones por una nueva escalada en los conflictos geopolíticos derivarían en un cambio de postura a restrictiva en el corto plazo. Para 2027 consideramos que la tasa de política monetaria de Banxico se mantendrá en el nivel de 6.50%, 25 pb por encima de lo anticipado en la revisión anterior, mientras que en 2028 consideramos que se registrará un recorte para llevarla a un nivel de 6.25%, el cual se mantendría en el largo plazo, a medida que la inflación continúe convergiendo a la meta.



Respecto a la economía estadounidense, mantenemos nuestra expectativa de un crecimiento de 2.5% para 2026, respaldado por el sostenible nivel de demanda interna que está siendo apoyado por la fortaleza en la creación de empleo al inicio del tercer trimestre, así como de las inversiones en torno a sectores relacionados con equipo e infraestructura de centros de datos, la cual ha avanzado a niveles de doble dígito. Lo anterior beneficiaría la dinámica de exportaciones de bienes del sector mexicano, lo que ha logrado compensar la desaceleración de las exportaciones de transporte.

Como hemos mencionado, a pesar de que las exportaciones mexicanas totales se encuentran en nivel récord en términos de flujo de dólares, el impacto en el crecimiento del PIB ha sido limitado como consecuencia de que una proporción importante de las exportaciones manufactureras incorpora un elevado contenido de insumos importados, por lo que su contribución al valor agregado nacional es reducida, generando afectaciones a la productividad de largo plazo y el crecimiento económico.

Respecto a la estimación del PIB de 2027 en adelante, mantenemos nuestra perspectiva de un avance de 1.5% real anual, ya que consideramos que existen restricciones estructurales que han limitado el crecimiento de la capacidad productiva del país con periodos prolongados de baja inversión y generación de empleo en sectores con condiciones de alto valor agregado.

Finalmente, HR Ratings revisa su proyección para el tipo de cambio de cierre de 2026 a P\$17.60/USD, desde P\$18.05/USD estimado previamente, resultado de la apreciación del tipo de cambio observada hasta la primera quincena de septiembre. Consideramos que a pesar de la reducción en el diferencial de tasas entre Banxico y la Fed (lo que incentiva el *carry-trade*), el peso mexicano mantiene resiliencia estructural debido a que el país recibe un flujo importante de divisa en dólares como resultado de los altos niveles de exportación y remesas. Adicionalmente, a pesar de las reducciones en la tasa de política monetaria de Banxico, el nivel de tasa es muy atractivo en soberanos con calificaciones similares.

Proyectamos que, hacia el cierre del año, el dólar muestre una apreciación generalizada contra una canasta de divisas debido a la expectativa de aumento de tasas de la Fed en 25 pb, lo que llevaría a que la moneda mexicana cierre el año en P\$17.60/USD, acumulando una apreciación de 2.30% durante el año. Para 2027 consideramos que la moneda mexicana podría experimentar una depreciación de 1.55% para alcanzar P\$18.00/USD, mientras que de 2028 en adelante la depreciación sería de 0.90% real anual en promedio vs. el 1.10% estimado en la revisión anterior, debido a que el nivel de diferencial inflacionario entre México y Estados Unidos se acotaría.

Estados Unidos (EUA) ha mostrado resiliencia en el primer semestre con crecimientos de 2.1% y 1.5% anualizados para cada trimestre. En buena parte, este avance ha estado respaldado por la dinámica de consumo de bienes que se aceleró durante el segundo trimestre del año. Esto se suma al impulso generado por la inversión empresarial en infraestructura asociada al desarrollo de los centros de datos e IA. El tercer trimestre reporta un nivel de consumo sostenido como resultado de la estabilidad del mercado laboral. HR Ratings proyecta que EUA registre un crecimiento económico de 2.5% en 2026.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

### Resultados fiscales en 2025

Con base en los datos de cierre de 2025, la Secretaría de Hacienda logró una reducción histórica en el nivel de déficit medido por los Requerimientos Financieros del Sector Público (RFSP), pasando de un nivel de 5.8% del PIB a un déficit de 4.3% del PIB (P\$1,523mm). Si bien reconocemos los esfuerzos realizados por el Gobierno, estos fueron insuficientes para alcanzar el objetivo de ubicar el déficit por debajo del 4.0% del PIB. Sumado a lo anterior, es importante considerar la debilidad del PIB con un crecimiento real de 0.73% en 2025, así como la rigidez estructural del gasto, lo cual no se logra compensar por el incremento en la recaudación de los ingresos tributarios. En la Figura 5 mostramos la evolución de los principales balances del sector presupuestario.

En términos del Saldo Histórico, la medida más amplia de la deuda, este llegó a P\$18,578mm equivalente a 52.6% del PIB desde el 51.9% al cierre de 2024. El incremento se puede explicar por el persistente déficit dentro del balance del Gobierno Federal, así como por las presiones derivadas de los intereses sobre la deuda, lo cual no logró ser compensado por la disminución por ajustes cambiarios dentro de la deuda denominada en moneda extranjera.

### Deuda

En 2025, el Saldo Histórico registró un incremento de P\$1,155mm, 55% menor al aumento en 2024 (P\$2,557mm), lo que se puede explicar por el incremento en los niveles de deuda interna en P\$1,330mm vs. la reducción en P\$175mm de la deuda externa. Al interior de la deuda interna, la mayor parte del incremento se explica por el mayor endeudamiento del Gobierno Federal en P\$1,646mm, el cual pasó de un saldo de P\$12,704mm a P\$14,350mm. Destaca que el Gobierno Federal representa la mayor proporción de la deuda total, alcanzando 91.7% vs. 87.3% en 2024. En contraparte, la disminución de la deuda externa se puede explicar en su mayoría por la reducción en los niveles de deuda de Pemex en moneda extranjera con una baja de P\$353mm. No obstante, esto no logra compensar el fuerte incremento en deuda externa registrado en 2024 (+P\$817mm). Estimamos que Pemex tuvo un beneficio en la reducción virtual de su deuda por efecto cambiario de P\$193.2mm en 2025, representando el dólar estadounidense el 90.5% de esta reducción.

Con base en lo anterior, la métrica de deuda medida por el SH se ubicó en 52.6% del PIB en 2025, 0.7 puntos porcentuales por encima de lo registrado en el año fiscal previo. El SH se ubicó por encima del 52.2% proyectado por HR Ratings en su revisión de octubre de 2025. Esto fue producto del déficit en el balance primario respecto al superávit proyectado en octubre 2025, lo que implicó que los Requerimientos Financieros del Sector Público (RFSP) se ubicaran con un déficit de 4.3% del PIB. Adicionalmente, el menor crecimiento (0.7% real) respecto al proyectado (0.9% real) implicó un deterioro.

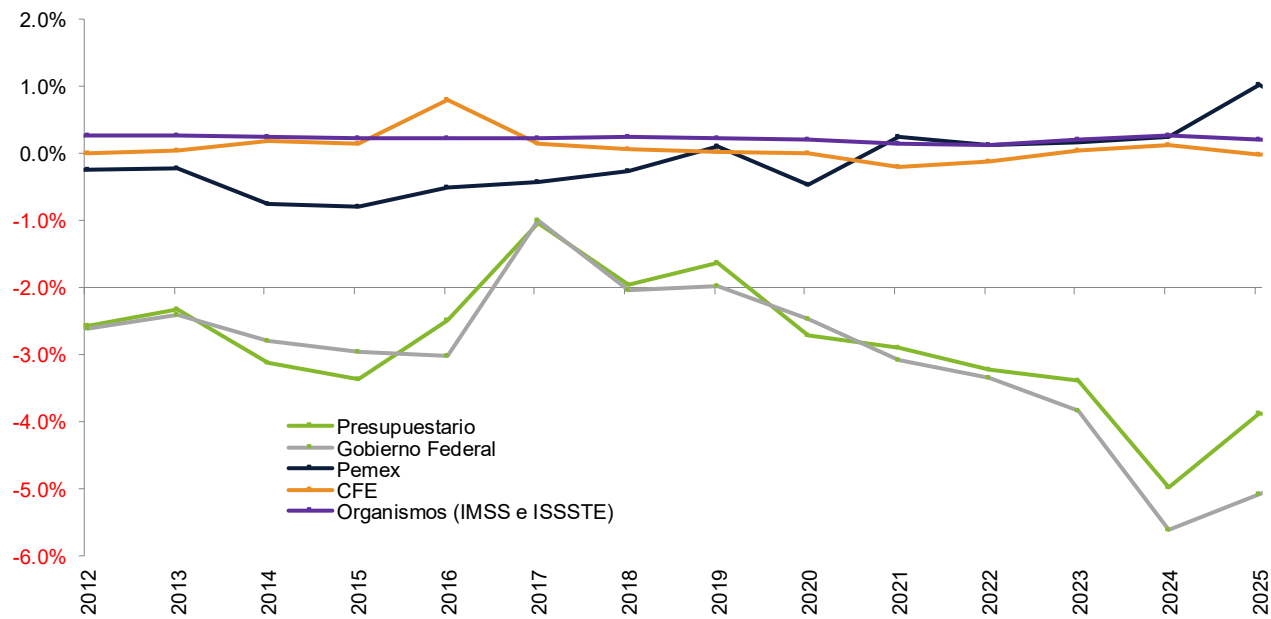
### Balances públicos, Adecuaciones y RFSP

El ejercicio fiscal registró un balance presupuestario deficitario de P\$1,368mm. Si bien el déficit fue menor en P\$303.4mm respecto al periodo fiscal previo, los esfuerzos de consolidación fiscal no fueron suficientes para alcanzar las metas establecidas en el paquete económico. La mayor parte de déficit se ubicó en el balance del Gobierno Federal, el cual alcanzó un déficit de P\$1,794mm, presionado por la rigidez del gasto estructural como transferencias, subsidios, servicios personales y costo financiero y que no alcanzó a ser compensado por el avance en los niveles de recaudación tributaria. Del lado positivo, los organismos y empresas registraron un superávit conjunto de P\$426mm (resultado de las transferencias recibidas del



Gobierno Federal), lo que ayudó a reducir el déficit presupuestario. Para Pemex se observó un incremento en las transferencias recibidas con el objetivo de reducir su deuda y pasivos con proveedores.

Figura 5. Principales balances públicos como porcentaje del PIB



Fuente: HR Ratings con información de la SHCP.

Adicional al déficit del balance público, es importante considerar que las Adecuaciones, las cuales incluyen la deuda indexada por inflación, así como los beneficios netos por la colocación y recompra de deuda, añadieron presiones al nivel de los RFSP. En este sentido, las adecuaciones totalizaron un déficit de P\$203.7mm, con el 66.2% explicado por la deuda interna de Udibonos en pesos. Adicionalmente, el balance de organismos de control indirecto más otras entidades en los RFSP registraron un superávit de P\$49.1mm, por lo que los RFSP cerraron el año fiscal con un déficit de P\$1,523mm, lo que a pesar de representar el 4.3% del PIB implicó una notable reducción desde el nivel histórico de P\$1,936mm (5.8% del PIB). Finalmente, la estabilidad cambiaria del peso registró un saldo positivo en 2025. De acuerdo con HR Ratings, el tipo de cambio se apreció 14.0% real, permitiendo reducir el nivel de SH en P\$535mm, mientras que otros ajustes en el SH tuvieron el efecto de aumentar el nivel de deuda en P\$167mm. HR Ratings estima que por cada peso que se ajuste el tipo de cambio (+/-) existe un movimiento cercano a P\$210mm o 0.7% del PIB.

Ingresos presupuestarios

En el periodo fiscal 2025, los ingresos totales continuaron mostrando fortaleza en términos de recaudación, alcanzando un nivel de 23.3% del PIB vs. 22.3% en 2024. Este impulso provino de la mejora en la recaudación de ingresos no petroleros que se ubicaron en 19.8% del PIB vs. 19.5% en el ejercicio fiscal anterior. En particular, los ingresos tributarios mostraron un incremento en el nivel de recaudación de 0.5 pp para situarse en 15.2% del PIB, lo que pone en evidencia la importancia que tiene este rubro para las finanzas públicas. El ISR alcanzó 8.2% del PIB, a pesar del crecimiento moderado en el empleo formal durante el año, mientras que el IVA y la recaudación por IEPS mantuvieron una dinámica similar al año anterior, ubicándose en 4.2% y 1.9% del PIB, respectivamente. Destacamos que por primera vez los ingresos tributarios superaron el nivel de 15.0% del PIB, resultado de los

esfuerzos por parte de Hacienda en la fiscalización. La dinámica de recaudación tributaria en 2025 fue ligeramente superior a lo estimado por HR Ratings en su revisión anterior en 0.4 pp.

Por parte de los ingresos petroleros, estos registraron un incremento de 0.6 pp para situarse en 3.5% del PIB (P\$1,222mm). No obstante, más allá de una dinámica favorable en los ingresos por ventas de bienes y servicios netos, el alza se dio por un importante nivel de ingresos diversos por P\$425mm en el año, explicado por una operación financiera para disminuir los niveles de deuda de Pemex, que en términos generales tuvo un efecto neto en el balance del año. En 2025, el precio promedio de exportación de crudo disminuyó 13.3% nominal, cerrando en 60.95 dólares por barril (dpb). Aún más preocupante fue la disminución en los niveles de producción de crudo que se ubicó en 1,378 miles de barriles diarios (mbd) excluyendo condensados y líquidos de hidrocarburos, lo que tuvo un impacto negativo en limitar la capacidad de destinar producción hacia la demanda interna del sistema nacional de refinación, así como disminuir el nivel de exportación de crudo. Es importante mencionar que nuestras estimaciones de 2025 no incorporaban el efecto de los ingresos diversos en Pemex.

Figura 6. Desempeño de los Ingresos Presupuestarios (miles de millones de pesos y % del PIB)

|                                       | 2018         | 2019         | 2020         | 2021         | 2022         | 2023         | 2024         | 2025         |
|---------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Ingresos Presupuestarios</b>       | <b>5,115</b> | <b>5,385</b> | <b>5,340</b> | <b>5,961</b> | <b>6,603</b> | <b>7,039</b> | <b>7,493</b> | <b>8,229</b> |
| <b>Petroleros</b>                     | <b>978</b>   | <b>956</b>   | <b>606</b>   | <b>1,156</b> | <b>1,482</b> | <b>1,079</b> | <b>959</b>   | <b>1,222</b> |
| Pemex                                 | 437          | 524          | 408          | 792          | 841          | 737          | 755          | 982          |
| Gobierno Federal                      | 542          | 432          | 198          | 365          | 640          | 342          | 204          | 240          |
| <b>No petroleros</b>                  | <b>4,137</b> | <b>4,429</b> | <b>4,734</b> | <b>4,804</b> | <b>5,121</b> | <b>5,960</b> | <b>6,534</b> | <b>7,007</b> |
| Gobierno Federal                      | 3,330        | 3,574        | 3,890        | 3,952        | 4,150        | 4,872        | 5,325        | 5,779        |
| Tributarios                           | 3,062        | 3,203        | 3,339        | 3,567        | 3,809        | 4,517        | 4,953        | 5,352        |
| No tributarios                        | 268          | 372          | 551          | 385          | 342          | 355          | 372          | 428          |
| CFE                                   | 409          | 429          | 397          | 385          | 425          | 481          | 521          | 514          |
| IMSS & ISSSTE                         | 398          | 427          | 446          | 467          | 546          | 607          | 687          | 713          |
| <b>Ingresos Presupuestarios a PIB</b> | <b>21.2%</b> | <b>21.4%</b> | <b>22.2%</b> | <b>22.3%</b> | <b>22.4%</b> | <b>22.1%</b> | <b>22.3%</b> | <b>23.3%</b> |
| <b>Petroleros</b>                     | <b>4.0%</b>  | <b>3.8%</b>  | <b>2.5%</b>  | <b>4.3%</b>  | <b>5.02%</b> | <b>3.4%</b>  | <b>2.9%</b>  | <b>3.5%</b>  |
| Gobierno Federal                      | 1.8%         | 2.1%         | 1.7%         | 3.0%         | 2.8%         | 2.3%         | 2.2%         | 2.8%         |
| Pemex                                 | 2.2%         | 1.7%         | 0.8%         | 1.4%         | 2.2%         | 1.1%         | 0.6%         | 0.7%         |
| <b>No petroleros</b>                  | <b>17.1%</b> | <b>17.6%</b> | <b>19.7%</b> | <b>18.0%</b> | <b>17.3%</b> | <b>18.7%</b> | <b>19.5%</b> | <b>19.8%</b> |
| Gobierno Federal                      | 13.8%        | 14.2%        | 16.2%        | 14.8%        | 14.1%        | 15.3%        | 15.9%        | 16.4%        |
| Tributarios                           | 12.7%        | 12.7%        | 13.9%        | 13.4%        | 12.9%        | 14.2%        | 14.7%        | 15.2%        |
| No tributarios                        | 1.1%         | 1.5%         | 2.3%         | 1.4%         | 1.2%         | 1.1%         | 1.1%         | 1.2%         |
| CFE                                   | 1.7%         | 1.7%         | 1.7%         | 1.4%         | 1.4%         | 1.5%         | 1.6%         | 1.5%         |
| IMSS & ISSSTE                         | 1.6%         | 1.7%         | 1.9%         | 1.8%         | 1.8%         | 1.9%         | 2.0%         | 2.0%         |

Fuente: HR Ratings con información de la SHCP.

Gastos presupuestarios

En términos del gasto presupuestario, este alcanzó 27.2% del PIB o P\$9.6 billones. Este rubro se encontró 1.4 pp por encima de lo proyectado por HR Ratings en 2025, lo que deja ver la rigidez del gasto estructural. De acuerdo con los datos de Hacienda, el gasto corriente registró un incremento de 0.7% real, presionado por el alza en los subsidios y transferencias en 3.1% real anual, orientados hacia los Organismos y CFE, mientras que las transferencias hacia Pemex se registraron en el rubro de inversión financiera. Adicionalmente, es importante considerar que el Gobierno Federal presenta una rigidez en el gasto orientado a programas sociales incorporados como un derecho constitucional a lo que se suma el gasto en servicios personales, generales y otros de operación para el funcionamiento de la Administración Pública Federal.

En contraparte, como ya estaba anticipado, la inversión física se redujo drásticamente, inclusive por debajo de lo estimado por HR Ratings (2.30% del PIB), cerrando en 2.2% del PIB en 2025. La mayor reducción se originó en la inversión del Gobierno

Federal que pasó de P\$632.8mm a P\$478.2mm. En los últimos diez años la inversión física promedió 2.9% del PIB. Consideramos limitado el espacio para disminuir la inversión física sin tener un impacto dentro de la actividad económica, especialmente dentro del sector de la construcción. Este sector fue uno de los más afectados en 2025.

Figura 7. Inversión Física como porcentaje del PIB



El costo financiero ha sido una de las variables que ha presionado el gasto total y en especial, el balance financiero desde los altos niveles de tasas de interés que encarecieron la emisión de deuda de Gobierno en los últimos tres años. De 2022 al cierre de 2025, el costo de los intereses sobre la deuda ha aumentado 1 pp, cerrando 2025 en 3.7% del PIB. Además de presionar el balance de Gobierno, el incremento observado en los últimos tres años redujo la capacidad del Gobierno de orientar recursos hacia la inversión productiva.

Figura 8. Desempeño del gasto presupuestario (miles de millones de pesos y % del PIB)

|                                | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  | 2025  |
|--------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Gasto Presupuestario Total     | 5,589 | 5,793 | 5,995 | 6,736 | 7,554 | 8,122 | 9,164 | 9,597 |
| Gasto Primario                 | 4,974 | 5,126 | 5,309 | 6,049 | 6,739 | 7,077 | 8,014 | 8,287 |
| Programable                    | 4,065 | 4,233 | 4,450 | 5,126 | 5,673 | 5,903 | 6,731 | 6,911 |
| Gobierno Federal               | 2,988 | 3,086 | 3,258 | 3,693 | 4,045 | 4,385 | 5,087 | 5,305 |
| Organismos*                    | 336   | 369   | 397   | 428   | 511   | 538   | 596   | 643   |
| EPEs                           | 741   | 778   | 795   | 1,004 | 1,117 | 981   | 1,047 | 963   |
| No Programable                 | 910   | 894   | 858   | 924   | 1,066 | 1,173 | 1,283 | 1,376 |
| Participaciones                | 844   | 879   | 844   | 917   | 1,062 | 1,149 | 1,254 | 1,351 |
| Adefas                         | 66    | 15    | 15    | 6     | 3     | 25    | 29    | 25    |
| Costo Financiero o no Primario | 615   | 666   | 686   | 687   | 815   | 1,045 | 1,150 | 1,310 |
| Gasto Presupuestario Total     | 23.1% | 23.1% | 24.9% | 25.2% | 25.6% | 25.5% | 27.3% | 27.2% |
| Gasto Primario                 | 20.6% | 20.4% | 22.0% | 22.7% | 22.8% | 22.2% | 23.9% | 23.5% |
| Programable                    | 16.8% | 16.8% | 18.5% | 19.2% | 19.2% | 18.5% | 20.0% | 19.6% |
| Gobierno Federal               | 12.4% | 12.3% | 13.5% | 13.8% | 13.7% | 13.8% | 15.1% | 15.0% |
| Organismos*                    | 1.4%  | 1.5%  | 1.6%  | 1.6%  | 1.7%  | 1.7%  | 1.8%  | 1.8%  |
| EPEs                           | 3.1%  | 3.1%  | 3.3%  | 3.8%  | 3.8%  | 3.1%  | 3.1%  | 2.7%  |
| No Programable                 | 3.8%  | 3.6%  | 3.6%  | 3.5%  | 3.6%  | 3.7%  | 3.8%  | 3.9%  |
| Participaciones                | 3.5%  | 3.5%  | 3.5%  | 3.4%  | 3.6%  | 3.6%  | 3.7%  | 3.8%  |
| Adefas                         | 0.3%  | 0.1%  | 0.1%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.1%  | 0.1%  | 0.1%  |
| Costo Financiero o no Primario | 2.5%  | 2.7%  | 2.8%  | 2.6%  | 2.8%  | 3.3%  | 3.4%  | 3.7%  |

Fuente: HR Ratings con información de la SHCP.  
1. Del Gobierno Federal a la CFE, IMSS y el ISSSTE.

Por su parte, las participaciones acumularon el 3.8% del PIB, prácticamente en línea con lo estimado por HR Ratings. Esto estuvo respaldado por el incremento en los ingresos tributarios. Los gastos obligatorios<sup>1</sup>, erogación que no puede recortarse ni eliminarse, representaron el 82.5% (P\$7.9 billones) del total ejercido en 2025, dejando únicamente un margen de 17.5% (P\$1.7 billones) para inversiones, programas sociales, entre otros.

### Gasto en Pensiones

El gasto presupuestario en pensiones históricamente ha sido muy relevante en las métricas de las finanzas públicas de los países calificados por HR Ratings. En México, de acuerdo con el cierre de finanzas públicas de 2025, las pensiones del IMSS representan el 59.7% del total del gasto en pensiones, seguidas del ISSSTE con 23.7%, Pemex y CFE con 9.5% y el Gobierno Federal con 7.1%. No obstante, si observamos la Figura 9, las mayores presiones provienen del lado del IMSS, que en los últimos diez años han aumentado 1.0 pp del PIB.

**Figura 9. Gasto presupuestario en pensiones consolidadas (en miles de millones de pesos y % del PIB)**

| Año                   | 2018 | 2019 | 2020 | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  | 2025  |
|-----------------------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Total presupuestario* | 793  | 877  | 954  | 1,048 | 1,181 | 1,303 | 1,454 | 1,611 |
| IMSS                  | 394  | 453  | 500  | 565   | 655   | 745   | 850   | 962   |
| ISSSTE                | 211  | 229  | 244  | 262   | 288   | 316   | 343   | 382   |
| CFE                   | 40   | 41   | 44   | 47    | 51    | 56    | 62    | 64    |
| Pemex                 | 56   | 55   | 63   | 65    | 69    | 74    | 84    | 89    |
| Gobierno Federal*     | 92   | 99   | 102  | 110   | 119   | 112   | 116   | 114   |
| Total presupuestario* | 3.3% | 3.5% | 4.0% | 3.9%  | 4.0%  | 4.1%  | 4.3%  | 4.6%  |
| IMSS                  | 1.6% | 1.8% | 2.1% | 2.1%  | 2.2%  | 2.3%  | 2.5%  | 2.7%  |
| ISSSTE                | 0.9% | 0.9% | 1.0% | 1.0%  | 1.0%  | 1.0%  | 1.0%  | 1.1%  |
| CFE                   | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.2%  | 0.2%  | 0.2%  | 0.2%  | 0.2%  |
| Pemex                 | 0.2% | 0.2% | 0.3% | 0.2%  | 0.2%  | 0.2%  | 0.2%  | 0.3%  |
| Gobierno Federal*     | 0.4% | 0.4% | 0.4% | 0.4%  | 0.4%  | 0.4%  | 0.3%  | 0.3%  |

Fuente: HR Ratings con información de la SHCP.

<sup>1</sup> 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.

### Deuda

El presente año fiscal ha mostrado una evolución heterogénea entre las principales cuentas. En el acumulado de enero-agosto, el balance primario presupuestario presenta un superávit de P\$83.5mm, lo que refleja un deterioro respecto al observado en el mismo periodo de 2025 (+P\$238.5mm). El menor nivel de superávit acumulado no compensa la mayor disminución en el costo del interés sobre la deuda vs. el programado en -P\$121.9mm. Hacienda supone que al cierre del año fiscal 2026 alcanzará un superávit primario de P\$27mm, actualizado desde el dato original programado de P\$178mm. De acuerdo con nuestro análisis, esto implica que en los últimos cuatro meses del año deberá observarse un déficit acumulado de P\$56.5mm. No consideramos alcanzable lo anterior, debido a que en los últimos cinco periodos fiscales el déficit primario de septiembre a diciembre ha promediado P\$273.4mm.

Si bien hemos observado un esfuerzo por aumentar la recaudación en términos del PIB, los ingresos tributarios del Gobierno Federal únicamente han mostrado un crecimiento real acumulado de enero-agosto de 0.6%, y de 1.3% real anual en el total de ingresos presupuestarios. En contraparte, el gasto total registra un incremento en el mismo periodo de 3.3% real anual y de 4.9% real para el gasto programable.

En HR Ratings proyectamos que el balance primario terminará el ejercicio fiscal 2026 con un déficit de P\$120mm, equivalente al 0.32% del PIB, lo que inclusive sería superior al déficit de 0.16% del PIB del periodo fiscal anterior. Adicionalmente, estimamos que el balance presupuestario, el cual incluye los principales balances del Sector Público (Gobierno Federal, empresas públicas y organismos) finalice el año con un déficit de 4.0% del PIB (-P\$1,494.3mm) vs. -3.9% del PIB en 2025.

Nuestras estimaciones incorporan un persistente déficit del Gobierno Federal para cerrar el año fiscal en -P\$1,699mm. Lo anterior deja en claro la rigidez estructural del gasto, especialmente el orientado a subsidios y transferencias, así como una recuperación en los niveles de inversión en obra pública. Este comportamiento no logrará ser compensado por el incremento de 0.1 pp del PIB de recaudación de ingresos tributarios vs. 2025. Consideramos que los esfuerzos por aumentar la recaudación del IVA no compensarán la desaceleración en la recaudación del ISR, así como la caída en los ingresos por IEPS de gasolinas como consecuencia de la renuncia recaudatoria del impuesto sobre cada litro de gasolina y diésel para mantener controlados los precios en el mercado nacional.

En contraste, proyectamos que los organismos (IMSS e ISSSTE) y empresas (Pemex y CFE) registren superávits en sus balances financieros. Para Pemex proyectamos un superávit financiero de P\$124.2mm, mientras que para CFE P\$18.1mm. Para los organismos consideramos un superávit de P\$62.5mm. De acuerdo con nuestras proyecciones, esto no logrará compensar el alto déficit del Gobierno Federal, que en consideración de HR Ratings representa la principal fuente de riesgo para alcanzar superávits primarios en todo el periodo proyectado. Otro factor de riesgo que incrementa el déficit estimado en los RFSP son las adecuaciones a los registros presupuestarios, lo que esperamos estén presionadas por la deuda indexada a la inflación o Udibonos. Proyectamos que las adecuaciones se ubiquen en 0.6% del PIB, nivel similar al observado en el periodo fiscal de 2025.

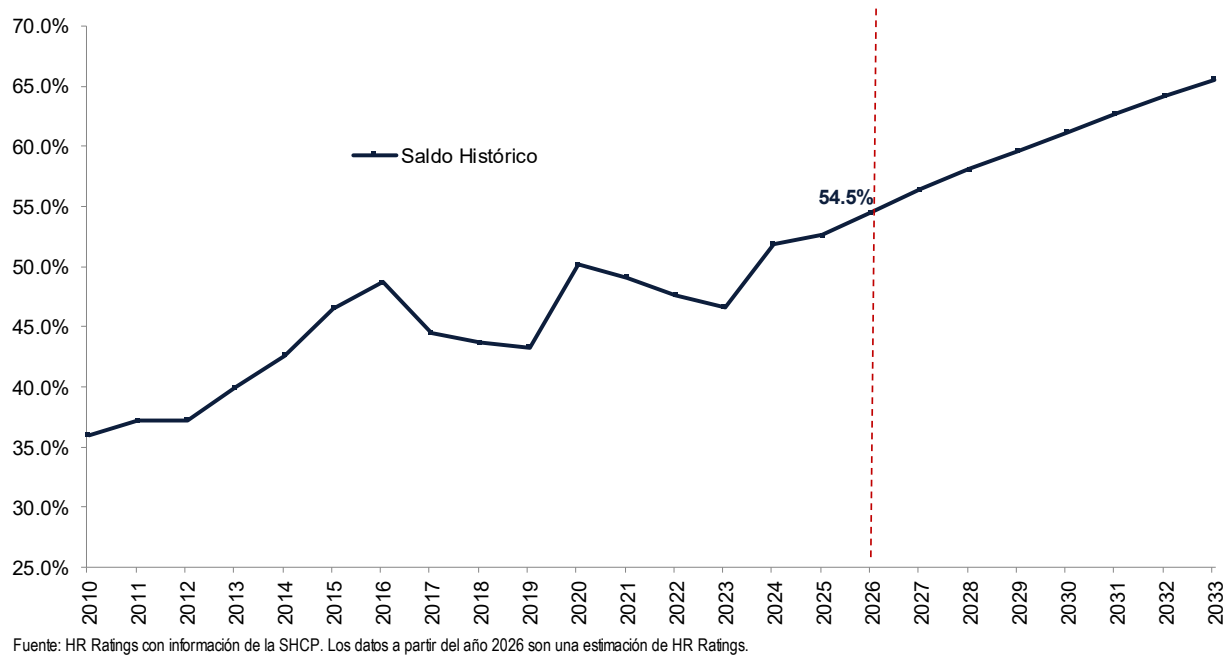
En este sentido, nuestra estimación para los RFSP se ubica en 4.6% del PIB, equivalente a P\$1,711mm, lo que es mayor en 0.5 pp del PIB a lo estimado por Hacienda en sus Criterios Generales de Política Económica 2027. Es importante señalar que nuestro escenario base del PIB proyecta un crecimiento de 1.3% real para 2026, lo que implica una variación en el valor nominal respecto



al estimado por Hacienda de P\$34.7mm<sup>2</sup>. Al incluir las variaciones por ajustes cambiarios por P\$87mm que disminuirían la deuda, el Saldo Histórico aumentaría en P\$1,658mm en 2026 para alcanzar un nivel de 54.5% del PIB, un incremento de 1.9 pp respecto al cierre del año anterior y mayor en 0.5 pp respecto a lo estimado por Hacienda en los Criterios Generales de Política Económica 2027.

Por principales rubros, en 2026, la deuda neta del Gobierno Federal representaría 50.8% del PIB (P\$18,855mm), mientras que la deuda de empresas públicas alcanzaría el 3.9% del PIB (P\$1,450mm) y otros saldos de la deuda<sup>3</sup> por -0.2% del PIB (-P\$70mm). Por clasificación, la deuda interna acumulará un nivel de 43.5% del PIB (P\$16,170mm), mientras que la deuda externa se situará en 11.0% del PIB (P\$4,066mm). En términos de saldo de la deuda, estimamos que la deuda neta del Gobierno Federal represente 93.2% del total, mientras que la deuda de Pemex, CFE y otros saldos 6.8%.

Figura 10. Saldo Histórico como porcentaje del PIB



Como se puede observar en la Figura 10, HR Ratings proyecta que el Saldo Histórico cierre el ejercicio fiscal en 54.5% del PIB, 1.9 pp del PIB por encima del cierre de 2025 y 0.5 pp respecto a la proyección de Hacienda. Este nivel es superior a lo proyectado en la revisión anterior (53.7% del PIB) como resultado de mayores déficits esperados en el balance primario y un menor nivel de PIB nominal para el año base 2026 así como para periodos futuros. Las mayores presiones en el déficit del Gobierno Federal, así como la rigidez en el costo del interés sobre la deuda, mantendrán el nivel de los RFSP en 4.6% en 2026 vs. 4.15% que considerábamos en la revisión 2025. La consolidación fiscal presenta limitaciones en términos de recaudación, lo que no ha permitido consolidar una trayectoria a la baja del déficit de los RFSP por debajo del 4.0% del PIB desde 2022. A pesar de que en los últimos años hemos observado un ajuste cambiario positivo (apreciación cambiaria) que ha ayudado a reducir los niveles de deuda, nuestro escenario base no incluye este efecto en los siguientes ejercicios fiscales.

<sup>2</sup> De acuerdo con los Criterios Generales de Política Económica 2027, Hacienda estima un PIB nominal en 2026 de P\$37,160.7mm, lo que implica un crecimiento real anual de 1.5%.  
<sup>3</sup> Incluye deuda presupuestaria de los organismos y Pidiregas.

En este sentido, nuestras estimaciones prevén déficits primarios en todo el periodo de proyección de 0.3% en promedio en contraste con el superávit estimado por Hacienda de 0.7%. Respecto al costo del interés sobre la deuda, estimamos que alcance su mayor nivel en 2027 en 4.0% del PIB, para posteriormente promediar 3.9%. Los RFSP se situarían con un déficit de 4.7% en 2027, para mantenerse en 4.6% en promedio de 2028 a 2033.

Finalmente, en términos de nuestra métrica de deuda, proyectamos que para 2027 esta continúe con una trayectoria ascendente para situarse en 56.4% del PIB en el ejercicio fiscal 2027, alcanzando un nivel de 61.2% del PIB al cierre de 2030 y finalizando nuestro periodo de proyección en 65.6% en 2033.

## Balances públicos y RFSP

Como se puede observar en la Figura 11, nuestra estimación para 2026 de los RFSP a PIB es de un déficit de 4.61%, continuando en niveles similares durante todo el periodo proyectado. Esto se puede explicar por una serie de factores que considera nuestro escenario base.

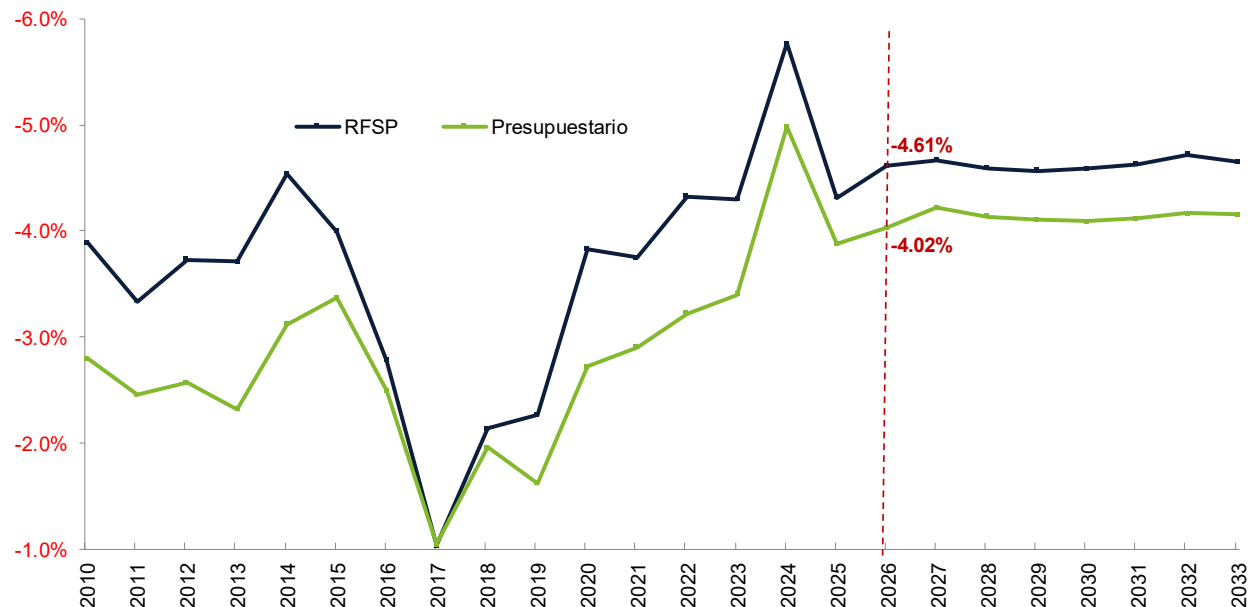
En primer lugar, el balance del Gobierno Federal, a pesar de que estimamos una reducción en el déficit respecto al año anterior, se mantiene con una rigidez estructural por parte del gasto programable, en donde este rubro crece a una mayor tasa respecto a los ingresos presupuestarios. Para 2026 proyectamos que el déficit del Gobierno Federal se ubique en P\$1,699mm, afectado por una menor recaudación respecto a lo programado en los ingresos tributarios, particularmente en los ingresos provenientes del ISR. Estos no alcanzan a fondear las presiones del gasto. A pesar de que existiría una reducción en el nivel de gasto corriente, este no sería suficiente debido a la rigidez observada en el gasto de subsidios y transferencias que continúa presionado por apoyos a programas sociales, servicios personales y otros corrientes. Del lado de las empresas públicas y organismos, los superávits proyectados (en buena parte resultado de los apoyos recibidos por parte del Gobierno Federal), no son lo suficientemente amplios para mitigar esta tendencia. Para las empresas públicas proyectamos un superávit de P\$142.3mm en 2026, mientras que los organismos podrían alcanzar un nivel de superávit de P\$62.5mm. A pesar de los esfuerzos de consolidación fiscal, consideramos que estos han sido insuficientes, por lo que el balance presupuestario mantendría una importante tendencia deficitaria en todo el periodo proyectado.

En segundo lugar, las adecuaciones a los registros presupuestarios han mostrado presiones históricas con un déficit promedio de 0.5% del PIB, especialmente por los ajustes a la deuda bruta interna del Gobierno Federal indexada a la inflación (Udibonos) la cual estimamos en P\$171.1mm en 2026.

En tercer lugar, el costo financiero, el cual a pesar de que ha mostrado una trayectoria mejor a la anticipada, aún continúa ascendiendo en términos del PIB. Los esfuerzos por recomposición en el nivel de deuda tanto interna como externa, la refinanciación y otros factores han logrado reducir el costo efectivo de la deuda estimado por HR Ratings. Particularmente, para la deuda del Gobierno Federal estimamos un costo efectivo de 7.0%. No obstante, a pesar de estos esfuerzos, proyectamos que el costo financiero alcance 3.7% del PIB en 2026 y que se mantenga en promedio en 3.9% para el periodo proyectado. La trayectoria prevista por HR Ratings para los RFSP y el déficit presupuestario se pueden observar en la Figura 11.



**Figura 11. Evolución del balance presupuestario y RFSP como porcentaje del PIB**



Fuente: HR Ratings con información de la SHCP. Los datos a partir del año 2026 son una estimación de HR Ratings.

## Ingresos Presupuestarios

La recaudación presupuestaria es uno de los rubros de mayor importancia para HR Ratings. En 2026, los niveles se han encontrado por debajo de lo programado originalmente por Hacienda, especialmente el rubro de ISR. Si bien la actividad económica ha mostrado un mayor dinamismo respecto a 2025, esto no ha sido lo suficientemente fuerte para impulsar el crecimiento de los ingresos provenientes del ISR, IVA y IEPS.

Nuestro escenario base contempla que los ingresos del Gobierno Federal sean menores en 0.1 pp respecto a 2025, situándose en 16.3% en 2026, en donde la mayor afectación se observaría en el ISR con un nivel estimado de 7.9% del PIB debido a la debilidad que ha mostrado la creación de empleo en el año. En contraste, estimamos que los ingresos por IVA y IEPS crecerán a 4.4% y 2.1% del PIB, respectivamente. Desde nuestra perspectiva, la mayor preocupación se relaciona a que el aumento en los niveles de recaudación tributaria no se daría al mismo nivel que el aumento en el gasto programable. Proyectamos que los ingresos tributarios se sitúen en 15.5% del PIB en 2027, 0.5 pp por debajo de la estimación de Hacienda, mientras que en el largo plazo proyectamos que la recaudación promedio se mantenga en 15.3%.

Del lado de los ingresos petroleros, estos reflejarían un beneficio marginal por el incremento en los niveles del precio internacional del crudo en 2026, debido a que los costos de importación de petrolíferos representarían una mayor carga respecto a los ingresos provenientes de exportación de crudo. Asimismo, la reducción en los niveles de producción de crudo es un problema operativo de Pemex, lo que reduce la capacidad de destinar un mayor volumen al mercado interno para su refinación sin afectar el volumen de exportación. Nuestras estimaciones consideran volúmenes de producción, exportación y procesamiento de crudo dentro del Sistema Nacional de Refinación (SNR) más conservadores respecto a lo expuesto en el Plan Estratégico de Pemex.

En términos generales, esperamos que los ingresos presupuestarios alcancen 22.5% del PIB en 2026, disminuyendo a 22.3% en 2027 como resultado de la caída en los ingresos petroleros. De 2028 en adelante proyectamos una recaudación promedio de 22.0% del PIB, siendo los ingresos tributarios el eje principal que permita fondar los gastos.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

**Figura 12. Ingresos presupuestarios (miles de millones de pesos y % del PIB)**

|                                       | 2026p        | 2027p        | 2028p        | 2029p        | 2030p         | 2031p         | 2032p         | 2033p         |
|---------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Ingresos Presupuestarios</b>       | <b>8,346</b> | <b>8,767</b> | <b>9,246</b> | <b>9,727</b> | <b>10,294</b> | <b>10,842</b> | <b>11,437</b> | <b>12,127</b> |
| <b>Petroleros</b>                     | <b>960</b>   | <b>821</b>   | <b>870</b>   | <b>932</b>   | <b>970</b>    | <b>976</b>    | <b>986</b>    | <b>1,037</b>  |
| Pemex                                 | 768          | 641          | 667          | 703          | 732           | 736           | 744           | 782           |
| Gobierno Federal                      | 192          | 180          | 202          | 229          | 239           | 240           | 243           | 255           |
| <b>No petroleros</b>                  | <b>7,386</b> | <b>7,946</b> | <b>8,377</b> | <b>8,795</b> | <b>9,323</b>  | <b>9,866</b>  | <b>10,451</b> | <b>11,089</b> |
| Gobierno Federal                      | 6,040        | 6,497        | 6,842        | 7,170        | 7,600         | 8,043         | 8,522         | 9,050         |
| Tributarios                           | 5,669        | 6,104        | 6,400        | 6,703        | 7,106         | 7,520         | 7,969         | 8,465         |
| No tributarios                        | 371          | 393          | 441          | 467          | 494           | 523           | 553           | 585           |
| CFE                                   | 575          | 590          | 625          | 661          | 699           | 740           | 783           | 828           |
| IMSS & ISSSTE                         | 770          | 859          | 910          | 964          | 1,024         | 1,083         | 1,146         | 1,212         |
| <b>Ingresos Presupuestarios a PIB</b> | <b>22.5%</b> | <b>22.3%</b> | <b>22.2%</b> | <b>22.1%</b> | <b>22.1%</b>  | <b>22.0%</b>  | <b>21.9%</b>  | <b>22.0%</b>  |
| <b>Petroleros</b>                     | <b>2.6%</b>  | <b>2.1%</b>  | <b>2.1%</b>  | <b>2.1%</b>  | <b>2.1%</b>   | <b>2.0%</b>   | <b>1.9%</b>   | <b>1.9%</b>   |
| Gobierno Federal                      | 2.1%         | 1.6%         | 1.6%         | 1.6%         | 1.6%          | 1.5%          | 1.4%          | 1.4%          |
| Pemex                                 | 0.5%         | 0.5%         | 0.5%         | 0.5%         | 0.5%          | 0.5%          | 0.5%          | 0.5%          |
| <b>No petroleros</b>                  | <b>19.9%</b> | <b>20.2%</b> | <b>20.1%</b> | <b>20.0%</b> | <b>20.0%</b>  | <b>20.0%</b>  | <b>20.0%</b>  | <b>20.1%</b>  |
| Gobierno Federal                      | 16.3%        | 16.5%        | 16.4%        | 16.3%        | 16.3%         | 16.3%         | 16.3%         | 16.4%         |
| Tributarios                           | 15.3%        | 15.5%        | 15.4%        | 15.2%        | 15.2%         | 15.2%         | 15.3%         | 15.3%         |
| No tributarios                        | 1.0%         | 1.0%         | 1.1%         | 1.1%         | 1.1%          | 1.1%          | 1.1%          | 1.1%          |
| CFE                                   | 1.6%         | 1.5%         | 1.5%         | 1.5%         | 1.5%          | 1.5%          | 1.5%          | 1.5%          |
| IMSS & ISSSTE                         | 2.1%         | 2.2%         | 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 2026 son una estimación de HR Ratings.

## Gasto Presupuestario

De enero a agosto se ha observado una limitada consolidación fiscal, lo que redujo el gasto programado en P\$477.1mm, particularmente en el componente de la administración pública federal. A pesar de mostrar un esfuerzo por parte del gobierno, el crecimiento del gasto ha sido de 3.3% real respecto al mismo periodo de 2025, mientras que los ingresos han crecido únicamente 1.3% real.

Lo anterior es considerado por HR Ratings dentro de las proyecciones de cierre de 2026, en donde estimamos un gasto total de 26.5% del PIB. De acuerdo con nuestras proyecciones, el gasto programable finalizará 2026 en 18.9% del PIB, 0.7 pp por debajo de 2025. Este ajuste se da dentro del presupuesto ejercido en el Gobierno Federal, que de acuerdo con nuestros cálculos se ubicará en 14.1% del PIB, aunque gran parte de este ajuste se debe a una caída en la inversión financiera respecto al año anterior. En contraste, proyectamos que el gasto en subsidios y transferencias se mantenga en un nivel similar al año anterior.

Como lo hemos mencionado, existe una rigidez estructural del gasto programable, lo cual no permite que este se reduzca en un mayor nivel. Las presiones derivadas de los apoyos a programas sociales, servicios personales y los gastos en materiales y suministros no permiten mayores ajustes a los ya observados en el acumulado hasta el tercer trimestre.

Es importante considerar que una de las mayores diferencias en las proyecciones de HR Ratings respecto a Hacienda se ubica en el rubro de gasto de inversión física. Si bien proyectamos un nivel similar de 2.6% del PIB para 2026 y 2027, no consideramos como óptima la reducción propuesta por Hacienda a 1.8% del PIB de 2028 en adelante. Esta caída de inversión impactaría de manera significativa la actividad económica, dado que la inversión privada en infraestructura disminuye en una proporción similar. Del total de la formación bruta de capital fijo en 2026 (22.6% del PIB), 19.6% del PIB se concentra en inversión privada, mientras que el restante 3.0% es por obra pública de acuerdo con los datos de Oferta y Demanda Agregada. Proyectamos un nivel



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

promedio de 2.6% del PIB para el gasto de inversión física, lo cual consideramos un comportamiento más acorde con el promedio histórico.

**Figura 13. Gastos presupuestarios (miles de millones de pesos y % del PIB)**

|                                       | 2026p        | 2027p         | 2028p         | 2029p         | 2030p         | 2031p         | 2032p         | 2033p         |
|---------------------------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Gasto Presupuestario Total</b>     | <b>9,840</b> | <b>10,427</b> | <b>10,969</b> | <b>11,536</b> | <b>12,200</b> | <b>12,871</b> | <b>13,612</b> | <b>14,392</b> |
| <b>Gasto Primario</b>                 | <b>8,466</b> | <b>8,870</b>  | <b>9,350</b>  | <b>9,837</b>  | <b>10,403</b> | <b>10,967</b> | <b>11,576</b> | <b>12,244</b> |
| <b>Programable</b>                    | <b>7,009</b> | <b>7,318</b>  | <b>7,720</b>  | <b>8,125</b>  | <b>8,589</b>  | <b>9,051</b>  | <b>9,564</b>  | <b>10,107</b> |
| Gobierno Federal                      | 5,241        | 5,553         | 5,798         | 6,060         | 6,413         | 6,759         | 7,148         | 7,554         |
| Organismos                            | 708          | 694           | 797           | 861           | 904           | 952           | 1,002         | 1,054         |
| EPEs                                  | 1,061        | 1,071         | 1,124         | 1,204         | 1,272         | 1,340         | 1,414         | 1,500         |
| <b>No Programable</b>                 | <b>1,457</b> | <b>1,551</b>  | <b>1,630</b>  | <b>1,712</b>  | <b>1,814</b>  | <b>1,917</b>  | <b>2,012</b>  | <b>2,137</b>  |
| Participaciones                       | 1,416        | 1,508         | 1,585         | 1,664         | 1,763         | 1,862         | 1,971         | 2,093         |
| Adefas                                | 41           | 43            | 46            | 48            | 51            | 54            | 42            | 44            |
| <b>Costo Financiero o no Primario</b> | <b>1,374</b> | <b>1,557</b>  | <b>1,619</b>  | <b>1,698</b>  | <b>1,797</b>  | <b>1,904</b>  | <b>2,036</b>  | <b>2,148</b>  |
| <b>Gasto Presupuestario Total</b>     | <b>26.5%</b> | <b>26.5%</b>  | <b>26.3%</b>  | <b>26.2%</b>  | <b>26.2%</b>  | <b>26.1%</b>  | <b>26.1%</b>  | <b>26.1%</b>  |
| <b>Gasto Primario</b>                 | <b>22.8%</b> | <b>22.6%</b>  | <b>22.5%</b>  | <b>22.3%</b>  | <b>22.3%</b>  | <b>22.2%</b>  | <b>22.2%</b>  | <b>22.2%</b>  |
| <b>Programable</b>                    | <b>18.9%</b> | <b>18.6%</b>  | <b>18.5%</b>  | <b>18.4%</b>  | <b>18.4%</b>  | <b>18.4%</b>  | <b>18.3%</b>  | <b>18.3%</b>  |
| Gobierno Federal                      | 14.1%        | 14.1%         | 13.9%         | 13.8%         | 13.8%         | 13.7%         | 13.7%         | 13.7%         |
| Organismos                            | 1.9%         | 1.8%          | 1.9%          | 2.0%          | 1.9%          | 1.9%          | 1.9%          | 1.9%          |
| EPEs                                  | 2.9%         | 2.7%          | 2.7%          | 2.7%          | 2.7%          | 2.7%          | 2.7%          | 2.7%          |
| <b>No Programable</b>                 | <b>3.9%</b>  | <b>3.9%</b>   | <b>3.9%</b>   | <b>3.9%</b>   | <b>3.9%</b>   | <b>3.9%</b>   | <b>3.9%</b>   | <b>3.9%</b>   |
| Participaciones                       | 3.8%         | 3.8%          | 3.8%          | 3.8%          | 3.8%          | 3.8%          | 3.8%          | 3.8%          |
| Adefas                                | 0.1%         | 0.1%          | 0.1%          | 0.1%          | 0.1%          | 0.1%          | 0.1%          | 0.1%          |
| <b>Costo Financiero o no Primario</b> | <b>3.7%</b>  | <b>4.0%</b>   | <b>3.9%</b>   | <b>3.9%</b>   | <b>3.9%</b>   | <b>3.9%</b>   | <b>3.9%</b>   | <b>3.9%</b>   |

Fuente: HR Ratings con información de la SHCP. Los datos a partir del año 2026 son una estimación de HR Ratings.

Sin embargo, a pesar de los ajustes realizados, el costo del interés sobre la deuda ha ejercido importantes presiones en los últimos cuatro años, debido a los mayores costos en la adquisición de deuda. Para 2026 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 2027 al representar 4.0% del PIB, mientras que en los siguientes periodos este rubro promediará 3.9% del PIB, debido a que esperamos una reducción en la tasa efectiva de interés, pasando de 7.25% para los años fiscales 2026 y 2027 a un nivel de 6.25% al cierre del periodo de proyección.

Del lado de las participaciones hacia los estados y municipios, consideramos que en 2026 y durante todo el periodo proyectado se mantendrán en 3.8% del PIB 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.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

## Cuentas Externas

### Balanza de Pagos en 2025

La balanza de pagos de 2025 evidenció solidez en las principales cuentas externas de México, aunque con ciertas consideraciones. El sector externo se caracterizó por una reducción en el déficit de la cuenta corriente, la cual fue impulsada en gran medida por el dinamismo de las exportaciones en la balanza de mercancías no petroleras. Por otro lado, la Inversión Extranjera Directa (IED) evidenció un significativo incremento en los flujos en comparación con el año anterior. En contraste, las demás cuentas financieras, particularmente la inversión en cartera, registraron una mayor salida en relación con 2024, lo que contribuyó a mitigar la disminución del déficit en cuenta corriente. Por otro lado, se ha registrado un notable aumento en las reservas internacionales por segundo año consecutivo.

No obstante, como lo vimos en las cifras del PIB de 2025, el crecimiento de 2025 fue limitado con un avance de apenas 0.7% real anual. Esta paradoja la atribuimos al desacople sectorial entre los segmentos exportadores que tuvieron mayor impulso en 2025 y aquellos que tienen un mayor peso dentro del PIB.

### Cuenta Corriente

Por componentes, la cuenta corriente registró un déficit de US\$9.4 mil millones (mm), equivalente a 0.51% del PIB, prácticamente la mitad del déficit de US\$16.8mm (0.91% del PIB) registrado en 2024. La reducción anual en el déficit obedeció principalmente a la disminución en el déficit de la balanza de bienes y servicios, que pasó de US\$28mm en 2024 a US\$12.7mm en 2025. Al interior, la balanza petrolera mantuvo un déficit elevado, pero el fuerte superávit de las mercancías no petroleras logró compensar ampliamente dicho deterioro. Al interior de la balanza de bienes y servicios destacó la ampliación del superávit registrado en la balanza de mercancías no petroleras, la cual alcanzó US\$25.7mm, contrastando el superávit de US\$2.7mm de 2024. Este desempeño se dio en un contexto de elevada incertidumbre comercial derivada de los cambios en la política arancelaria de Estados Unidos (EUA) durante 2025. No obstante, la demanda externa mostró una alta resiliencia en ciertos rubros manufactureros, particularmente en componentes electrónicos y partes, así como en equipo no electrónico, lo cual compensó la debilidad del sector automotriz.

La balanza de ingreso primario (utilidades, dividendos e intereses) amplió su déficit por tercer año consecutivo hasta alcanzar los US\$58.8mm, como puede observarse en la Figura 14. El déficit primario en 2025 reflejó mayores pagos de intereses y utilidades al exterior, y también una importante reinversión de utilidades que se registra en la cuenta financiera. Por su parte, la balanza de ingreso secundario (básicamente las remesas) alcanzó un superávit de US\$62.1mm, inferior en 3.8% al superávit de US\$64.6mm debido a una menor recepción de remesas provenientes del exterior. No obstante, a pesar de la disminución, en términos de pesos reales, este componente representó 3.4% del PIB y continúa siendo un apoyo hacia el consumo interno.

La cuenta de capitales registró un déficit de US\$54.7 millones en 2025, que se compara con el superávit de US\$24.5 millones de 2024. Dentro de las cuentas externas de México, esta cuenta mantiene una menor participación y sin implicaciones relevantes para el financiamiento externo del país. Por su parte, la cuenta financiera, excluyendo el cambio en los activos de reserva del Banco de México registró un endeudamiento neto, es decir una entrada neta de recursos, por US\$15.8mm, inferior a los US\$26.1mm registrados en 2024. Por su parte, se registró un aumento en los activos de reservas internacionales del Banco de México por US\$11.4mm, ligeramente por debajo de los US\$13.9mm registrados el año pasado.



Finalmente, la cuenta de errores y omisiones reflejó un flujo de US\$4.9mm, lo que implicó que hubo entradas netas de recursos que no estuvieron plenamente registradas en las otras cuentas. Todos estos movimientos se pueden ver en la Figura 14.

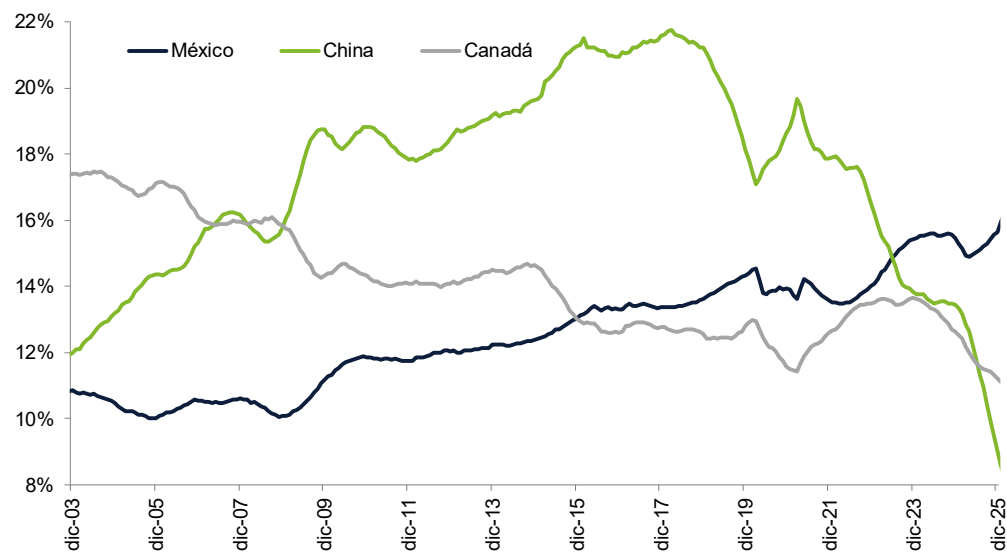
Figura 14. Cuenta corriente y de capital con flujos UDM (millones de USD)

|                                              | Datos Anuales |         |         |         |         |         |
|----------------------------------------------|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
|                                              | 2020          | 2021    | 2022    | 2023    | 2024    | 2025    |
| Cuenta Corriente                             | 26,873        | -4,486  | -15,008 | -10,232 | -16,791 | -9,363  |
| Balance de bienes y servicios                | 21,712        | -23,128 | -40,102 | -29,665 | -27,996 | -12,734 |
| Balance de bienes                            | 34,151        | -10,730 | -28,307 | -12,357 | -18,481 | 233     |
| Mercancías petroleras                        | -13,753       | -24,461 | -36,371 | -25,369 | -21,133 | -25,553 |
| Mercancías no petroleras                     | 47,938        | 13,707  | 8,263   | 13,091  | 2,686   | 25,762  |
| Bienes adquiridos en puertos                 | -34           | 24      | -199    | -79     | -34     | 24      |
| Balance de servicios                         | -12,439       | -12,398 | -11,795 | -17,308 | -9,515  | -12,967 |
| Balance de ingreso primario                  | -36,959       | -33,944 | -33,820 | -43,694 | -53,401 | -58,793 |
| Balance de utilidades y dividendos           | -17,018       | -15,498 | -18,284 | -26,395 | -34,459 | -39,426 |
| Balance de intereses                         | -22,208       | -20,993 | -18,119 | -20,208 | -21,833 | -21,981 |
| Balance de ingreso secundario                | 42,120        | 52,587  | 58,914  | 63,126  | 64,607  | 62,164  |
| Cuenta Corriente como % del PIB              | 2.38%         | -0.34%  | -1.02%  | -0.57%  | -0.91%  | -0.51%  |
| Balance de bienes y servicios como % del PIB | 1.92%         | -1.76%  | -2.73%  | -1.65%  | -1.52%  | -0.69%  |
| Balance de ingreso primario como % del PIB   | -3.27%        | -2.58%  | -2.30%  | -2.43%  | -2.90%  | -3.20%  |
| Balance de ingreso secundario como % del PIB | 3.73%         | 3.99%   | 4.01%   | 3.51%   | 3.51%   | 3.38%   |

Fuente: HR Ratings con información del Banco de México.

La Figura 15 muestra la participación de México respecto a las importaciones totales de Estados Unidos. La relación comercial entre México y Estados Unidos muestra una evolución diferenciada respecto a los otros dos principales socios de Estados Unidos. Lo anterior indica que México se consolida como el principal socio comercial de EUA desde 2023, a pesar del endurecimiento de la política comercial al inicio de 2025 con el incremento de aranceles globales sobre productos que no están incluidos dentro del acuerdo comercial de T-MEC. En este sentido, de acuerdo con el Banco de México, el país registra un arancel efectivo promedio en el año de 3.5%. No obstante, aún existe volatilidad en el clima de inversión de México.

Figura 15. Participación de los principales socios comerciales en las importaciones de Estados Unidos



Fuente: HR Ratings con información del United States Census Bureau. Información no ajustada por estacionalidad.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

## 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 2025 se ubicó en US\$15,814 millones, lo que resultó por debajo del superávit (endeudamiento neto) registrado en 2024 de US\$26,063m. Dicho saldo se originó por una entrada de US\$31,603 millones por concepto de inversión directa.

En 2025 se registró una entrada neta de US\$3,137 millones en el renglón de otra inversión. Estos flujos se vieron contrarrestados por salidas netas por US\$15,071 millones en la cuenta de inversión de cartera y una salida de US\$3,854 millones en el rubro de derivados.

En la mayor parte del año se reportaron salidas parciales de inversión vinculadas a los episodios de volatilidad, que se agudizaron hacia el último trimestre (4T25), con una salida de US\$12,399m. Por lo anterior, 2025 presentó un ajuste de portafolio explicado por el recorte de la tasa de interés de referencia del 10% a 7.0%, lo que afectó el rendimiento de los Mbonos y les restó atractivo para los fondos internacionales, así como por la aversión al riesgo por la política comercial de EUA. Considerando los activos de reserva, los cuales tuvieron una variación de US\$11,389 millones, se registró un superávit de US\$4,425 millones en la cuenta financiera. Estos resultados se pueden observar en la Figura 16.

**Figura 16. Cuenta Financiera en flujos UDM (millones de USD)**

|                                                 | 2020           | 2021          | 2022          | 2023          | 2024          | 2025          |
|-------------------------------------------------|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Inversión Extranjera Directa                    | 26,571         | 35,926        | 21,840        | 29,906        | 32,509        | 31,603        |
| Adquisición neta de activos                     | -5,045         | 301           | -17,371       | -810          | -13,000       | -12,979       |
| Pasivos netos incurridos                        | 31,616         | 35,625        | 39,211        | 30,716        | 45,509        | 44,582        |
| Inversión de Cartera Neta                       | -10,309        | -41,579       | -5,494        | -11,268       | -8,140        | -15,071       |
| Derivados Financieros                           | 1,800          | -2,113        | -2,924        | -5,608        | -675          | -3,854        |
| Otra Inversión Neta                             | -26,780        | 21,744        | -775          | 2,469         | 2,370         | 3,137         |
| <b>Cuenta Financiera sin Activos de Reserva</b> | <b>-8,718</b>  | <b>13,978</b> | <b>12,647</b> | <b>15,499</b> | <b>26,063</b> | <b>15,814</b> |
| Activos de Reserva                              | -11,990        | -10,288       | 1,692         | -7,582        | -13,876       | -11,389       |
| <b>Cuenta Financiera con Activos de Reserva</b> | <b>-20,708</b> | <b>3,690</b>  | <b>14,339</b> | <b>7,917</b>  | <b>12,187</b> | <b>4,425</b>  |

Fuente: HR Ratings con información del Banco de México.

La inversión extranjera directa (IED) neta en México (excluyendo la inversión de los residentes al exterior) alcanzó los US\$41.5mm en el año, el mayor nivel observado desde 2013. Este desempeño refleja que, aun en un entorno de incertidumbre comercial, las empresas continúan ampliando su capacidad productiva en el país y fortaleciendo su integración en las cadenas de valor. Como se puede observar en la Figura 17, las nuevas inversiones repuntaron luego de dos años de desaceleración y alcanzaron US\$7.0mm. A su vez, las reinversiones de utilidades por parte de las empresas instaladas en México también tuvieron una importante contribución, una señal de que continuaron expandiendo operaciones.

Por otro lado, las inversiones en el exterior acumularon US\$9.9mm, superando los dos años anteriores, lo que habla de una importante inversión de empresas mexicanas con apuestas en el exterior también. Pese a esto, el flujo neto de inversión directa se mantuvo ampliamente positivo, reflejando que México continúa siendo un receptor neto de capital.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

**Figura 17. Flujos de Inversión Directa (Millones de USD)**

|                          | Anual         |               |                |               |               |               |
|--------------------------|---------------|---------------|----------------|---------------|---------------|---------------|
|                          | dic.-20       | dic.-21       | dic.-22        | dic.-23       | dic.-24       | dic.-25       |
| <b>Inversión Directa</b> | <b>26,571</b> | <b>35,926</b> | <b>21,840</b>  | <b>29,906</b> | <b>32,509</b> | <b>31,603</b> |
| <b>En México</b>         | <b>28,284</b> | <b>33,855</b> | <b>36,421</b>  | <b>36,507</b> | <b>37,969</b> | <b>41,482</b> |
| Nuevas Inversiones       | 6,830         | 15,487        | 18,191         | 5,316         | 4,144         | 7,010         |
| Reinversiones            | 16,135        | 12,913        | 16,202         | 26,639        | 28,710        | 27,649        |
| Cuentas entre compañías  | 5,319         | 5,455         | 2,028          | 4,552         | 5,115         | 6,823         |
| <b>En el exterior</b>    | <b>-1,713</b> | <b>2,071</b>  | <b>-14,581</b> | <b>-6,601</b> | <b>-5,460</b> | <b>-9,879</b> |
| Nuevas Inversiones       | -1,086        | 3,932         | -3,999         | 541           | -1,973        | -5,549        |
| Reinversiones            | -4,419        | -4,165        | -8,549         | -7,000        | -6,828        | -5,047        |
| Cuentas entre compañías  | 3,791         | 2,304         | -2,033         | -142          | 3,340         | 717           |

Fuente: HR Ratings con información del Banco de México.

## Proyecciones de Cuenta Corriente

En 2026 proyectamos que la cuenta corriente registre un déficit de 0.48% del PIB, lo que considera la volatilidad en terreno comercial, incremento en los precios internacionales de los principales *commodities* y la incertidumbre en los niveles de inversión. Estimamos un superávit para la balanza comercial de bienes de US\$6,370m equivalente al 0.30% del PIB, superior al observado el año anterior, respaldado por el incremento en el superávit de las mercancías no petroleras a 0.30% del PIB.

Es importante mencionar que a pesar de la política comercial en Estados Unidos que ha afectado las exportaciones de transporte, las grandes inversiones en los centros de datos, electrónicos y componentes relacionados a la inteligencia artificial han impulsado las otras exportaciones del sector manufacturero como electrónicos, equipo de cómputo y otras piezas. En contraparte, también se ha observado un incremento en los niveles de importaciones no petroleras de bienes intermedios, lo cual desde nuestro análisis implica una limitación en el valor agregado a las exportaciones mexicanas.

El 1 de julio se dio a conocer que el T-MEC entraría en un periodo de revisiones anuales para los próximos diez años y concluiría en 2036. Si bien el 75% de las mercancías comercializadas cumplen con los acuerdos establecidos en el tratado comercial, por lo que quedan exentos de aranceles, el panorama de inversiones en el país se ha visto deteriorado, especialmente el orientado al sector manufacturero.

Por parte de la balanza de mercancías petroleras, esperamos un aumento en el déficit, resultado del incremento en el precio internacional del petróleo crudo y sus derivados, lo cual tiene un efecto negativo en el balance neto petrolero. Lo anterior es consecuencia de que los costos por importación de petrolíferos y otros productos superan los ingresos por exportaciones de crudo, lo que también se explica por la disminución en el volumen promedio anual respecto al año pasado como consecuencia de la caída en el nivel de producción de Pemex.

Por lo tanto, proyectamos un déficit de la balanza comercial de 0.6% del PIB en 2026. Consideramos que en 2027 habría una recuperación en los niveles de intercambio comercial una vez que se definan los acuerdos finales del T-MEC, lo que podría beneficiar la capacidad operativa de las industrias manufactureras, especialmente hacia el sector de transporte. Esto lograría mitigar el descenso que proyectamos dentro de las otras exportaciones debido a inversiones moderadas en el terreno de centro de datos.



@HRRATINGS



HR RATINGS



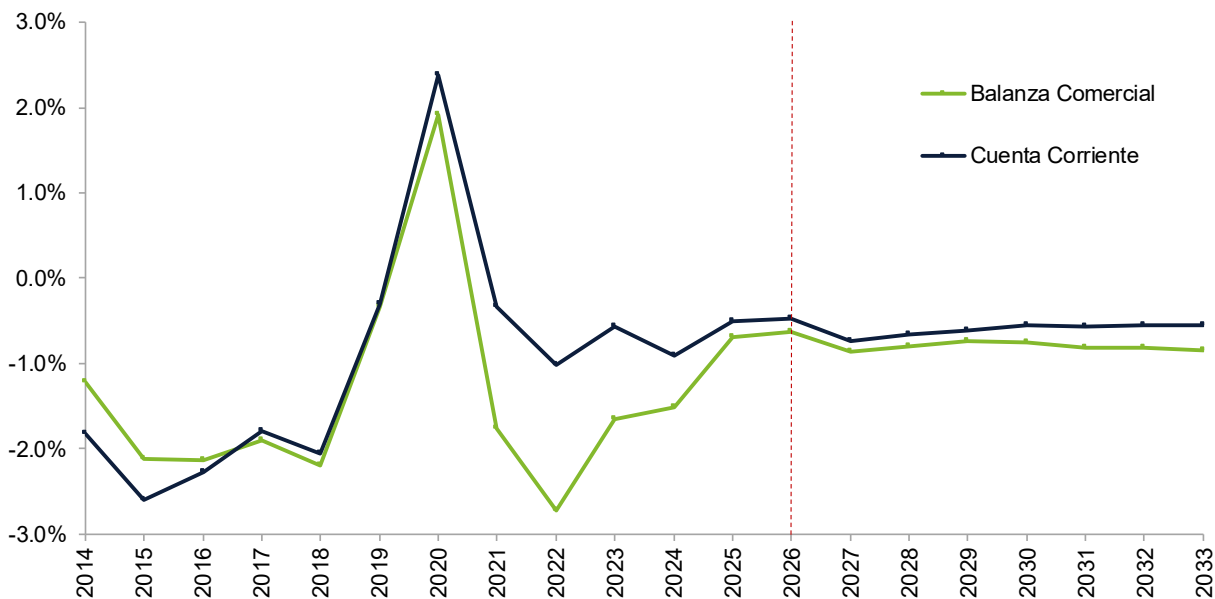
WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

En este sentido, la balanza de bienes presentaría un equilibrio en 2027 y este prácticamente se mantendría durante todo el periodo de proyección debido a los elevados niveles de exportación de otros productos electrónicos. De igual manera, proyectamos que la balanza de servicios registre un déficit en 2026 de 0.9% del PIB. En 2027 consideramos un descenso en los precios de los fletes lo que reduciría las presiones en el déficit, que se verían parcialmente mitigadas por el incremento en el superávit de transportes.

Figura 18. Proyecciones de la Balanza Comercial y Cuenta Corriente como % del PIB



Fuente: HR Ratings con información del Banco de México. De 2026 en adelante son proyecciones de HR Ratings.

Para 2027 estimamos que niveles moderados de productividad en el país lleven a la balanza de ingreso primario, determinada primordialmente por el pago de utilidades y dividendos se ubique en 3.1% del PIB. En cambio, esperamos una recuperación en los niveles operativos en las industrias, por lo que el pago de utilidades y dividendos mostraría un nivel promedio de 3.1% del PIB en el horizonte de proyección.

Finalmente, el ingreso secundario (remesas) registrará un descenso de 36 puntos base en 2026 para situarse en 3.0% 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*). Para 2027, consideramos un avance en la entrada de remesas, por lo que promediaría 3.1% del PIB, mientras que de 2028 a 2033 promediaría 3.4% del PIB.

HR Ratings proyecta que la cuenta corriente registre un déficit de 0.7% del PIB en 2027 y 2028. Para el resto del horizonte de proyección proyectamos un déficit promedio de 0.6% del PIB.



## Factores ESG

El objetivo de la evaluación consiste en integrar en la calificación crediticia el efecto que los factores Ambientales, Sociales y de Gobernanza (ASG/ESG, por sus siglas en inglés) pueden ejercer sobre la calidad crediticia del Estado. Es relevante señalar que este análisis adoptará un enfoque crediticio. Lo anterior implica que se centrará en el posible impacto del factor en la capacidad o disposición de pago del soberano, así como en las herramientas o mecanismos de mitigación correspondientes a cada uno de estos enfoques.

Al evaluar los riesgos a los que se enfrenta el país en términos ambientales, de desarrollo social y del marco institucional que el Gobierno establece para abordar dichos riesgos y asignar recursos para la implementación de mejoras, asignamos una calificación promedio. A continuación, se exponen los aspectos principales que se han considerado, así como la clasificación correspondiente para cada uno de los factores.

### Ambiental: Promedio

México enfrenta desafíos considerables en el ámbito ambiental, los cuales son consecuencia tanto de su ubicación geográfica como de su estructura productiva. El país se halla recurrentemente expuesto a fenómenos naturales tales como huracanes, inundaciones, sequías y terremotos, los cuales tienen un impacto considerable en la economía regional. Asimismo, ocasionan pérdidas económicas significativas y afectan a miles de personas anualmente. Adicionalmente, el nivel de estrés hídrico es elevado, lo que implica una extracción de agua dulce que compromete la sostenibilidad de los recursos en diversas cuencas, especialmente en la región norte del país. No obstante, el gobierno de México se encuentra trabajando de manera activa en la implementación de políticas públicas destinadas a abordar estas vulnerabilidades. Asimismo, está comprometido a actuar frente a los efectos del cambio climático y a alcanzar un desarrollo sostenible. En cumplimiento de sus compromisos en este ámbito, el gobierno ha ratificado su adhesión a las directrices del Acuerdo de París y se ha comprometido a reducir sus emisiones de gases de efecto invernadero en un 22% para el año 2030, en comparación con los niveles registrados en 2015.

El país dispone de una variedad de mecanismos para abordar los efectos del cambio climático, entre los cuales se destaca la Ley de Cambio Climático, que desde 2012 establece un marco legal para la reducción de emisiones y la promoción de energías limpias. En el ámbito del financiamiento, el Gobierno de México fomenta y promueve la emisión de bonos temáticos destinados a la financiación de proyectos sostenibles. Entre los años 2015 y 2024, el sector público mexicano ha emitido un total acumulado de 678 mil millones de pesos en bonos sostenibles. Según el Marco de Referencia de la SHCP, el mercado global de bonos temáticos en México (que abarca bonos verdes, sociales, sostenibles y vinculados a la sostenibilidad de todos los sectores) alcanzó un acumulado de 1.35 billones de pesos. Las emisiones predominantes han sido las de bonos soberanos sostenibles emitidos por el Gobierno Federal, las cuales representan el 55.6% del total. Entre las áreas identificadas para la mejora, se sugiere la posibilidad de ampliar la diversificación de la matriz energética.

### Social: Promedio

En el ámbito social, México exhibe una mezcla de fortalezas y desafíos. El Índice de Desarrollo Humano (IDH) clasifica al país en un nivel alto dentro del contexto latinoamericano, sustentado en los progresos alcanzados en la cobertura educativa y en el acceso a servicios básicos. El gasto público en educación, aunque significativo en términos de porcentaje del Producto Interno Bruto, ha experimentado un estancamiento en los últimos años, lo que restringe su capacidad para reducir las brechas educativas. Por otro lado, continúan existiendo niveles elevados de desigualdad, evidenciados por un índice de Gini que supera



el promedio regional, así como una brecha de pobreza que impacta a una proporción significativa de la población. Asimismo, la violencia y la inseguridad en ciertas regiones del país continúan siendo uno de los principales desafíos. La tasa de homicidios intencionales se mantiene en niveles elevados, lo que genera un impacto negativo en la cohesión social y en la percepción de seguridad de la población, repercutiendo así en las inversiones. Por consiguiente, el factor se evalúa en términos de promedio, lo que refleja avances en el capital humano, aunque se observan deficiencias en materia de seguridad y en la distribución del ingreso.

### **Gobernanza: Promedio**

En el ámbito de la gobernanza, México exhibe un marco institucional sólido en lo que respecta a la estabilidad democrática y a la realización de procesos electorales competitivos. Esto se manifiesta en resultados positivos en indicadores tales como la participación ciudadana y la rendición de cuentas. La transición de los partidos en el poder se ha realizado de manera ordenada, lo que refuerza la percepción de la resiliencia democrática y la legitimidad institucional. Sin embargo, persisten debilidades estructurales en el control de la corrupción y en la eficacia gubernamental, a las cuales se añaden los desafíos relacionados con el Estado de Derecho, evidenciados por la baja posición en el índice del World Justice Project. El país presenta deficiencias en la administración de justicia y en la seguridad jurídica, las cuales podrían verse agravadas por cambios en el poder judicial. La incertidumbre respecto a la capacidad del nuevo esquema para asegurar decisiones imparciales y técnicamente fundamentadas puede influir en la confianza de los inversionistas en el marco institucional. En conjunto, la gobernanza se evalúa de manera promedio, dado que los avances en materia democrática y un marco institucional sólido contrastan con rezagos significativos en el Estado de Derecho y en la percepción de la corrupción.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Anexo 1. Variables Macroeconómicas

A1.1 Variables Macroeconómicas

|                                         | 2023   | 2024   | 2025   | 2026p  | 2027p  | 2028p  | 2029p  | 2030p  | 2031p  | 2032p  | 2033p  |
|-----------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| PIB Nominal                             | 31,871 | 33,583 | 35,302 | 37,127 | 39,331 | 41,643 | 44,072 | 46,615 | 49,316 | 52,188 | 55,184 |
| PIB Real*                               | 25,042 | 25,345 | 25,529 | 25,860 | 26,247 | 26,641 | 27,041 | 27,446 | 27,858 | 28,275 | 28,700 |
| Crecimiento Real (UDM)                  | 3.11%  | 1.21%  | 0.73%  | 1.30%  | 1.50%  | 1.50%  | 1.50%  | 1.50%  | 1.50%  | 1.50%  | 1.50%  |
| Crecimiento Nominal (UDM)               | 7.94%  | 5.37%  | 5.12%  | 5.17%  | 5.94%  | 5.88%  | 5.83%  | 5.77%  | 5.79%  | 5.82%  | 5.74%  |
| Inflación Deflactor (UDM)               | 4.69%  | 4.11%  | 4.36%  | 3.82%  | 4.38%  | 4.31%  | 4.27%  | 4.21%  | 4.23%  | 4.26%  | 4.18%  |
| Inflación al Consumidor al cierre       | 4.66%  | 4.21%  | 3.69%  | 4.00%  | 3.70%  | 3.70%  | 3.70%  | 3.70%  | 3.70%  | 3.70%  | 3.70%  |
| Tasa de la política monetaria al cierre | 11.25% | 10.00% | 7.00%  | 6.50%  | 6.50%  | 6.25%  | 6.25%  | 6.25%  | 6.25%  | 6.25%  | 6.25%  |
| TPM real al cierre                      | 6.30%  | 5.56%  | 3.19%  | 2.40%  | 2.70%  | 2.46%  | 2.46%  | 2.46%  | 2.46%  | 2.46%  | 2.46%  |
| Tipo del cambio al cierre               | 16.92  | 20.27  | 17.97  | 17.60  | 18.00  | 18.34  | 18.72  | 19.11  | 19.51  | 19.92  | 20.34  |

Fuente: HR Ratings con información de la SHCP. Los datos a partir del año 2026 son una estimación de HR Ratings.

\*En mil millones de pesos reales de 2018.

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:                   | 2023          | 2024          | 2025          | 2026p         | 2027p         | 2028p         | 2029p         | 2030p         | 2031p         | 2032p         | 2033p         |
|---------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>INTERNOS</b>                 | <b>11,306</b> | <b>13,046</b> | <b>14,376</b> | <b>16,170</b> | <b>17,838</b> | <b>19,549</b> | <b>21,352</b> | <b>23,252</b> | <b>25,279</b> | <b>27,442</b> | <b>29,690</b> |
| Presupuestario                  | 10,343        | 12,153        | 13,513        | 15,270        | 16,955        | 18,686        | 20,505        | 22,419        | 24,453        | 26,617        | 28,893        |
| Gobierno Federal                | 10,700        | 12,704        | 14,350        | 16,046        | 17,899        | 19,746        | 21,675        | 23,715        | 25,885        | 28,197        | 30,615        |
| Organismos y Empresas Públicas* | -357          | -551          | -838          | -776          | -944          | -1,060        | -1,170        | -1,295        | -1,432        | -1,580        | -1,723        |
| No Presupuestario**             | 963           | 894           | 863           | 900           | 882           | 864           | 847           | 832           | 826           | 825           | 797           |
| <b>EXTERNOS</b>                 | <b>3,560</b>  | <b>4,377</b>  | <b>4,202</b>  | <b>4,066</b>  | <b>4,359</b>  | <b>4,655</b>  | <b>4,919</b>  | <b>5,263</b>  | <b>5,632</b>  | <b>6,051</b>  | <b>6,491</b>  |
| Presupuestario                  | 3,484         | 4,288         | 4,082         | 3,995         | 4,278         | 4,563         | 4,872         | 5,215         | 5,583         | 6,001         | 6,440         |
| Gobierno Federal                | 2,011         | 2,511         | 2,680         | 2,809         | 3,109         | 3,430         | 3,765         | 4,119         | 4,496         | 4,898         | 5,318         |
| Organismos y Empresas Públicas* | 1,473         | 1,777         | 1,402         | 1,186         | 1,169         | 1,133         | 1,107         | 1,095         | 1,087         | 1,103         | 1,122         |
| No Presupuestario (Pidiregas)   | 76            | 89            | 77            | 70            | 81            | 92            | 47            | 48            | 49            | 50            | 51            |
| <b>Total Saldo Histórico</b>    | <b>14,866</b> | <b>17,423</b> | <b>18,578</b> | <b>20,236</b> | <b>22,197</b> | <b>24,204</b> | <b>26,271</b> | <b>28,514</b> | <b>30,912</b> | <b>33,493</b> | <b>36,181</b> |
| Presupuestario                  | 13,827        | 16,441        | 17,594        | 19,266        | 21,234        | 23,249        | 25,377        | 27,634        | 30,036        | 32,618        | 35,333        |
| Gobierno Federal                | 12,711        | 15,215        | 17,030        | 18,855        | 21,008        | 23,176        | 25,440        | 27,834        | 30,381        | 33,095        | 35,934        |
| Organismos y Empresas Públicas* | 1,116         | 1,226         | 564           | 410           | 225           | 73            | -63           | -200          | -345          | -477          | -601          |
| No Presupuestario (Pidiregas)   | 1,039         | 982           | 941           | 971           | 963           | 955           | 894           | 880           | 875           | 875           | 848           |
| <b>Presupuestario a PIB</b>     | <b>43.4%</b>  | <b>49.0%</b>  | <b>49.8%</b>  | <b>51.9%</b>  | <b>54.0%</b>  | <b>55.8%</b>  | <b>57.6%</b>  | <b>59.3%</b>  | <b>60.9%</b>  | <b>62.5%</b>  | <b>64.0%</b>  |
| Gobierno Federal a PIB          | 39.9%         | 45.3%         | 48.2%         | 50.8%         | 53.4%         | 55.7%         | 57.7%         | 59.7%         | 61.6%         | 63.4%         | 65.1%         |
| Organismos y Empresas Públicas  | 3.5%          | 3.7%          | 1.6%          | 1.1%          | 0.6%          | 0.2%          | -0.1%         | -0.4%         | -0.7%         | -0.9%         | -1.1%         |
| <b>No Presupuestario a PIB</b>  | <b>3.3%</b>   | <b>2.9%</b>   | <b>2.7%</b>   | <b>2.6%</b>   | <b>2.4%</b>   | <b>2.3%</b>   | <b>2.0%</b>   | <b>1.9%</b>   | <b>1.8%</b>   | <b>1.7%</b>   | <b>1.5%</b>   |
| <b>SH a PIB</b>                 | <b>46.64%</b> | <b>51.88%</b> | <b>52.63%</b> | <b>54.51%</b> | <b>56.44%</b> | <b>58.12%</b> | <b>59.61%</b> | <b>61.17%</b> | <b>62.68%</b> | <b>64.18%</b> | <b>65.56%</b> |

Fuente: HR Ratings con información de la SHCP.

\*Organismos: IMSS e 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

|                                         | 2023            | 2024            | 2025            | 2026p           | 2027p           | 2028p           | 2029p           | 2030p           | 2031p           | 2032p           | 2033p           |
|-----------------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>Balance presupuestario</b>           | <b>-1,082.6</b> | <b>-1,671.3</b> | <b>-1,367.9</b> | <b>-1,494.3</b> | <b>-1,659.3</b> | <b>-1,722.8</b> | <b>-1,808.8</b> | <b>-1,906.7</b> | <b>-2,029.1</b> | <b>-2,175.1</b> | <b>-2,291.9</b> |
| Gobierno Federal                        | -1,221.3        | -1,883.6        | -1,794.2        | -1,699.2        | -1,877.6        | -1,907.8        | -1,977.4        | -2,093.6        | -2,204.8        | -2,341.2        | -2,442.4        |
| Pemex                                   | 56.2            | 81.1            | 361.4           | 124.2           | 47.6            | 64.3            | 57.5            | 56.7            | 34.3            | 12.9            | 11.1            |
| CFE                                     | 13.8            | 40.0            | -5.8            | 18.1            | 5.6             | 7.6             | 9.0             | 10.5            | 9.8             | 8.8             | 0.0             |
| Organismos de Control Directo           | 68.8            | 91.2            | 70.6            | 62.5            | 165.1           | 113.2           | 102.2           | 119.7           | 131.6           | 144.5           | 139.3           |
| Organismos bajo control indirecto       | 29.2            | 3.8             | 17.8            | 16.0            | 20.8            | 21.8            | 19.6            | 17.7            | 8.8             | 4.4             | 30.9            |
| <b>Balance Público</b>                  | <b>-1,053</b>   | <b>-1,667</b>   | <b>-1,350</b>   | <b>-1,478</b>   | <b>-1,638</b>   | <b>-1,701</b>   | <b>-1,789</b>   | <b>-1,889</b>   | <b>-2,020</b>   | <b>-2,171</b>   | <b>-2,261</b>   |
| Otras entidades dentro de los RFSP      | -40.2           | -6.6            | 31.3            | -10.0           | -3.0            | -3.0            | -3.0            | -3.0            | -3.0            | -3.0            | -3.0            |
| Adecuaciones a los RFSP                 | -276.0          | -261.7          | -203.7          | -222.8          | -195.7          | -208.8          | -221.5          | -246.3          | -261.2          | -287.3          | -302.4          |
| Indentificables de la deuda             | -140.3          | -77.5           | -235.0          | -199.8          | -157.7          | -198.8          | -233.5          | -296.3          | -301.2          | -387.3          | -552.4          |
| Otras                                   | -135.7          | -184.2          | 31.3            | -23.0           | -38.0           | -10.0           | 12.0            | 50.0            | 40.0            | 100.0           | 250.0           |
| <b>RFSP</b>                             | <b>-1,370</b>   | <b>-1,936</b>   | <b>-1,523</b>   | <b>-1,711</b>   | <b>-1,837</b>   | <b>-1,913</b>   | <b>-2,014</b>   | <b>-2,138</b>   | <b>-2,285</b>   | <b>-2,461</b>   | <b>-2,566</b>   |
| <b>Ajustes cambiarios y otros al SH</b> | <b>-569.1</b>   | <b>621.5</b>    | <b>-368.1</b>   | <b>-87.5</b>    | <b>94.8</b>     | <b>84.7</b>     | <b>100.2</b>    | <b>105.2</b>    | <b>112.7</b>    | <b>120.2</b>    | <b>129.2</b>    |
| Mov. en el tipo de cambio               | -532            | 720             | -535            | -87             | 95              | 85              | 100             | 105             | 113             | 120             | 129             |
| No cambiarios                           | -37             | -99             | 167             | 0               | 0               | 0               | 0               | 0               | 0               | 0               | 0               |
| <b>Costo Financiero Presupuestario</b>  | <b>-1,045</b>   | <b>-1,150</b>   | <b>-1,310</b>   | <b>-1,374</b>   | <b>-1,557</b>   | <b>-1,619</b>   | <b>-1,698</b>   | <b>-1,797</b>   | <b>-1,904</b>   | <b>-2,036</b>   | <b>-2,148</b>   |
| <b>Balance Primario Presupuestario</b>  | <b>-38</b>      | <b>-521</b>     | <b>-58</b>      | <b>-120</b>     | <b>-102</b>     | <b>-104</b>     | <b>-111</b>     | <b>-110</b>     | <b>-126</b>     | <b>-139</b>     | <b>-144</b>     |
| Balance Presupuestario a PIB            | -3.40%          | -4.98%          | -3.87%          | -4.02%          | -4.22%          | -4.14%          | -4.10%          | -4.09%          | -4.11%          | -4.17%          | -4.15%          |
| <b>RFSP a PIB</b>                       | <b>-4.30%</b>   | <b>-5.76%</b>   | <b>-4.31%</b>   | <b>-4.61%</b>   | <b>-4.67%</b>   | <b>-4.59%</b>   | <b>-4.57%</b>   | <b>-4.59%</b>   | <b>-4.63%</b>   | <b>-4.72%</b>   | <b>-4.65%</b>   |
| Balance Primario Presupuestario a PIB   | -0.12%          | -1.55%          | -0.16%          | -0.32%          | -0.26%          | -0.25%          | -0.25%          | -0.24%          | -0.25%          | -0.27%          | -0.26%          |
| Adecuaciones a PIB                      | -0.87%          | -0.78%          | -0.58%          | -0.60%          | -0.50%          | -0.50%          | -0.50%          | -0.53%          | -0.53%          | -0.55%          | -0.55%          |
| Costo Financiero Presupuestario a PIB   | -3.28%          | -3.43%          | -3.71%          | -3.70%          | -3.96%          | -3.89%          | -3.85%          | -3.85%          | -3.86%          | -3.90%          | -3.89%          |
| Indirectos y otros                      | -0.03%          | -0.01%          | 0.14%           | 0.02%           | 0.05%           | 0.05%           | 0.04%           | 0.03%           | 0.01%           | 0.00%           | 0.05%           |

Fuente: HR Ratings con información de la SHCP. Los datos a partir del año 2026 son una estimación de HR Ratings.

## Anexo 2.3 Ingresos Presupuestarios en miles de millones de pesos

|                                       | 2023         | 2024         | 2025         | 2026p        | 2027p        | 2028p        | 2029p        | 2030p         | 2031p         | 2032p         | 2033p         |
|---------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Ingresos Presupuestarios</b>       | <b>7,039</b> | <b>7,493</b> | <b>8,229</b> | <b>8,346</b> | <b>8,767</b> | <b>9,246</b> | <b>9,727</b> | <b>10,294</b> | <b>10,842</b> | <b>11,437</b> | <b>12,127</b> |
| <b>Petroleros</b>                     | <b>1,079</b> | <b>959</b>   | <b>1,222</b> | <b>960</b>   | <b>821</b>   | <b>870</b>   | <b>932</b>   | <b>970</b>    | <b>976</b>    | <b>986</b>    | <b>1,037</b>  |
| Pemex                                 | 737          | 755          | 982          | 768          | 641          | 667          | 703          | 732           | 736           | 744           | 782           |
| Gobierno Federal                      | 342          | 204          | 240          | 192          | 180          | 202          | 229          | 239           | 240           | 243           | 255           |
| <b>No petroleros</b>                  | <b>5,960</b> | <b>6,534</b> | <b>7,007</b> | <b>7,386</b> | <b>7,946</b> | <b>8,377</b> | <b>8,795</b> | <b>9,323</b>  | <b>9,866</b>  | <b>10,451</b> | <b>11,089</b> |
| Gobierno Federal                      | 4,872        | 5,325        | 5,779        | 6,040        | 6,497        | 6,842        | 7,170        | 7,600         | 8,043         | 8,522         | 9,050         |
| Tributarios                           | 4,517        | 4,953        | 5,352        | 5,669        | 6,104        | 6,400        | 6,703        | 7,106         | 7,520         | 7,969         | 8,465         |
| No tributarios                        | 355          | 372          | 428          | 371          | 393          | 441          | 467          | 494           | 523           | 553           | 585           |
| CFE                                   | 481          | 521          | 514          | 575          | 590          | 625          | 661          | 699           | 740           | 783           | 828           |
| IMSS & ISSSTE                         | 607          | 687          | 713          | 770          | 859          | 910          | 964          | 1,024         | 1,083         | 1,146         | 1,212         |
| <b>Ingresos Presupuestarios a PIB</b> | <b>22.1%</b> | <b>22.3%</b> | <b>23.3%</b> | <b>22.5%</b> | <b>22.3%</b> | <b>22.2%</b> | <b>22.1%</b> | <b>22.1%</b>  | <b>22.0%</b>  | <b>21.9%</b>  | <b>22.0%</b>  |
| <b>Petroleros</b>                     | <b>3.4%</b>  | <b>2.9%</b>  | <b>3.5%</b>  | <b>2.6%</b>  | <b>2.1%</b>  | <b>2.1%</b>  | <b>2.1%</b>  | <b>2.1%</b>   | <b>2.0%</b>   | <b>1.9%</b>   | <b>1.9%</b>   |
| Gobierno Federal                      | 2.3%         | 2.2%         | 2.8%         | 2.1%         | 1.6%         | 1.6%         | 1.6%         | 1.6%          | 1.5%          | 1.4%          | 1.4%          |
| Pemex                                 | 1.1%         | 0.6%         | 0.7%         | 0.5%         | 0.5%         | 0.5%         | 0.5%         | 0.5%          | 0.5%          | 0.5%          | 0.5%          |
| <b>No petroleros</b>                  | <b>18.7%</b> | <b>19.5%</b> | <b>19.8%</b> | <b>19.9%</b> | <b>20.2%</b> | <b>20.1%</b> | <b>20.0%</b> | <b>20.0%</b>  | <b>20.0%</b>  | <b>20.0%</b>  | <b>20.1%</b>  |
| Gobierno Federal                      | 15.3%        | 15.9%        | 16.4%        | 16.3%        | 16.5%        | 16.4%        | 16.3%        | 16.3%         | 16.3%         | 16.3%         | 16.4%         |
| Tributarios                           | 14.2%        | 14.7%        | 15.2%        | 15.3%        | 15.5%        | 15.4%        | 15.2%        | 15.2%         | 15.2%         | 15.3%         | 15.3%         |
| No tributarios                        | 1.1%         | 1.1%         | 1.2%         | 1.0%         | 1.0%         | 1.1%         | 1.1%         | 1.1%          | 1.1%          | 1.1%          | 1.1%          |
| CFE                                   | 1.5%         | 1.6%         | 1.5%         | 1.6%         | 1.5%         | 1.5%         | 1.5%         | 1.5%          | 1.5%          | 1.5%          | 1.5%          |
| IMSS & ISSSTE                         | 1.9%         | 2.0%         | 2.0%         | 2.1%         | 2.2%         | 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 2026 son una estimación de HR Ratings.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

## Anexo 2.4 Gasto neto presupuestario en miles de millones de pesos y como porcentaje del PIB

|                                       | 2023         | 2024         | 2025         | 2026p        | 2027p         | 2028p         | 2029p         | 2030p         | 2031p         | 2032p         | 2033p         |
|---------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Gasto Presupuestario Total</b>     | <b>8,122</b> | <b>9,164</b> | <b>9,597</b> | <b>9,840</b> | <b>10,427</b> | <b>10,969</b> | <b>11,536</b> | <b>12,200</b> | <b>12,871</b> | <b>13,612</b> | <b>14,392</b> |
| <b>Gasto Primario</b>                 | <b>7,077</b> | <b>8,014</b> | <b>8,287</b> | <b>8,466</b> | <b>8,870</b>  | <b>9,350</b>  | <b>9,837</b>  | <b>10,403</b> | <b>10,967</b> | <b>11,576</b> | <b>12,244</b> |
| <b>Programable</b>                    | <b>5,903</b> | <b>6,731</b> | <b>6,911</b> | <b>7,009</b> | <b>7,318</b>  | <b>7,720</b>  | <b>8,125</b>  | <b>8,589</b>  | <b>9,051</b>  | <b>9,564</b>  | <b>10,107</b> |
| Gobierno Federal                      | 4,385        | 5,087        | 5,305        | 5,241        | 5,553         | 5,798         | 6,060         | 6,413         | 6,759         | 7,148         | 7,554         |
| Organismos*                           | 538          | 596          | 643          | 708          | 694           | 797           | 861           | 904           | 952           | 1,002         | 1,054         |
| EPEs                                  | 981          | 1,047        | 963          | 1,061        | 1,071         | 1,124         | 1,204         | 1,272         | 1,340         | 1,414         | 1,500         |
| <b>No Programable</b>                 | <b>1,173</b> | <b>1,283</b> | <b>1,376</b> | <b>1,457</b> | <b>1,551</b>  | <b>1,630</b>  | <b>1,712</b>  | <b>1,814</b>  | <b>1,917</b>  | <b>2,012</b>  | <b>2,137</b>  |
| Participaciones                       | 1,149        | 1,254        | 1,351        | 1,416        | 1,508         | 1,585         | 1,664         | 1,763         | 1,862         | 1,971         | 2,093         |
| Adefas                                | 25           | 29           | 25           | 41           | 43            | 46            | 48            | 51            | 54            | 42            | 44            |
| <b>Costo Financiero o no Primario</b> | <b>1,045</b> | <b>1,150</b> | <b>1,310</b> | <b>1,374</b> | <b>1,557</b>  | <b>1,619</b>  | <b>1,698</b>  | <b>1,797</b>  | <b>1,904</b>  | <b>2,036</b>  | <b>2,148</b>  |
| <b>Gasto Presupuestario Total</b>     | <b>25.5%</b> | <b>27.3%</b> | <b>27.2%</b> | <b>26.5%</b> | <b>26.5%</b>  | <b>26.3%</b>  | <b>26.2%</b>  | <b>26.2%</b>  | <b>26.1%</b>  | <b>26.1%</b>  | <b>26.1%</b>  |
| <b>Gasto Primario</b>                 | <b>22.2%</b> | <b>23.9%</b> | <b>23.5%</b> | <b>22.8%</b> | <b>22.6%</b>  | <b>22.5%</b>  | <b>22.3%</b>  | <b>22.3%</b>  | <b>22.2%</b>  | <b>22.2%</b>  | <b>22.2%</b>  |
| <b>Programable</b>                    | <b>18.5%</b> | <b>20.0%</b> | <b>19.6%</b> | <b>18.9%</b> | <b>18.6%</b>  | <b>18.5%</b>  | <b>18.4%</b>  | <b>18.4%</b>  | <b>18.4%</b>  | <b>18.3%</b>  | <b>18.3%</b>  |
| Gobierno Federal                      | 13.8%        | 15.1%        | 15.0%        | 14.1%        | 14.1%         | 13.9%         | 13.8%         | 13.8%         | 13.7%         | 13.7%         | 13.7%         |
| Organismos*                           | 1.7%         | 1.8%         | 1.8%         | 1.9%         | 1.8%          | 1.9%          | 2.0%          | 1.9%          | 1.9%          | 1.9%          | 1.9%          |
| EPEs                                  | 3.1%         | 3.1%         | 2.7%         | 2.9%         | 2.7%          | 2.7%          | 2.7%          | 2.7%          | 2.7%          | 2.7%          | 2.7%          |
| <b>No Programable</b>                 | <b>3.7%</b>  | <b>3.8%</b>  | <b>3.9%</b>  | <b>3.9%</b>  | <b>3.9%</b>   | <b>3.9%</b>   | <b>3.9%</b>   | <b>3.9%</b>   | <b>3.9%</b>   | <b>3.9%</b>   | <b>3.9%</b>   |
| Participaciones                       | 3.6%         | 3.7%         | 3.8%         | 3.8%         | 3.8%          | 3.8%          | 3.8%          | 3.8%          | 3.8%          | 3.8%          | 3.8%          |
| Adefas                                | 0.1%         | 0.1%         | 0.1%         | 0.1%         | 0.1%          | 0.1%          | 0.1%          | 0.1%          | 0.1%          | 0.1%          | 0.1%          |
| <b>Costo Financiero o no Primario</b> | <b>3.3%</b>  | <b>3.4%</b>  | <b>3.7%</b>  | <b>3.7%</b>  | <b>4.0%</b>   | <b>3.9%</b>   | <b>3.9%</b>   | <b>3.9%</b>   | <b>3.9%</b>   | <b>3.9%</b>   | <b>3.9%</b>   |

Fuente: HR Ratings con información de la SHCP. Los datos a partir del año 2026 son una estimación de HR Ratings.

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

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

### A 3.1 Cuenta Corriente (millones de USD)

|                                      | 2023           | 2024           | 2025           | 2026p          | 2027p          | 2028p          | 2029p          | 2030p          | 2031p          | 2032p          | 2033p          |
|--------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Balanza de Bienes y Servicios</b> | <b>-29,665</b> | <b>-27,996</b> | <b>-12,734</b> | <b>-13,290</b> | <b>-18,905</b> | <b>-18,408</b> | <b>-17,604</b> | <b>-18,665</b> | <b>-20,792</b> | <b>-21,865</b> | <b>-23,627</b> |
| Bienes                               | -12,357        | -18,481        | 233            | 6,370          | 49             | 557            | 1,355          | 781            | -172           | -1,643         | -3,837         |
| Servicios                            | -17,308        | -9,515         | -12,967        | -19,660        | -18,955        | -18,965        | -18,959        | -19,446        | -20,620        | -20,222        | -19,791        |
| <b>Balanza de ingreso primario</b>   | <b>-43,694</b> | <b>-53,401</b> | <b>-58,793</b> | <b>-61,653</b> | <b>-66,513</b> | <b>-70,926</b> | <b>-75,373</b> | <b>-79,017</b> | <b>-80,522</b> | <b>-83,380</b> | <b>-85,954</b> |
| Utilidades y Dividendos              | -26,395        | -34,459        | -39,426        | -43,369        | -45,537        | -48,725        | -51,648        | -53,456        | -55,327        | -57,208        | -59,153        |
| Intereses                            | -20,208        | -21,833        | -21,981        | -21,160        | -24,053        | -25,493        | -27,247        | -29,330        | -29,228        | -30,487        | -31,418        |
| Otros                                | 2,909          | 2,890          | 2,614          | 2,875          | 3,077          | 3,292          | 3,523          | 3,769          | 4,033          | 4,315          | 4,617          |
| <b>Balanza de ingreso secundario</b> | <b>63,126</b>  | <b>64,607</b>  | <b>62,164</b>  | <b>64,651</b>  | <b>69,176</b>  | <b>74,018</b>  | <b>78,460</b>  | <b>83,952</b>  | <b>86,890</b>  | <b>90,452</b>  | <b>94,161</b>  |
| <b>Cuenta Corriente</b>              | <b>-10,232</b> | <b>-16,791</b> | <b>-9,363</b>  | <b>-10,293</b> | <b>-16,242</b> | <b>-15,315</b> | <b>-14,517</b> | <b>-13,730</b> | <b>-14,423</b> | <b>-14,792</b> | <b>-15,420</b> |
| C.C. sin transferencias              | -73,359        | -81,398        | -71,527        | -74,944        | -85,419        | -89,333        | -92,976        | -97,682        | -101,313       | -105,245       | -109,581       |

Fuente: HR Ratings con información del Banco de México. De 2026 en adelante son proyecciones de HR Ratings.

### A 3.2 Cuenta Corriente como porcentaje del PIB

|                                      | 2023          | 2024          | 2025          | 2026p         | 2027p         | 2028p         | 2029p         | 2030p         | 2031p         | 2032p         | 2033p         |
|--------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Balanza de Bienes y Servicios</b> | <b>-1.65%</b> | <b>-1.52%</b> | <b>-0.69%</b> | <b>-0.62%</b> | <b>-0.85%</b> | <b>-0.80%</b> | <b>-0.74%</b> | <b>-0.75%</b> | <b>-0.81%</b> | <b>-0.82%</b> | <b>-0.85%</b> |
| Bienes                               | -0.69%        | -1.00%        | 0.01%         | 0.30%         | 0.00%         | 0.02%         | 0.06%         | 0.03%         | -0.01%        | -0.06%        | -0.14%        |
| Servicios                            | -0.96%        | -0.52%        | -0.70%        | -0.92%        | -0.86%        | -0.83%        | -0.79%        | -0.78%        | -0.80%        | -0.76%        | -0.71%        |
| <b>Balanza de ingreso primario</b>   | <b>-2.43%</b> | <b>-2.90%</b> | <b>-3.20%</b> | <b>-2.88%</b> | <b>-3.01%</b> | <b>-3.09%</b> | <b>-3.16%</b> | <b>-3.19%</b> | <b>-3.13%</b> | <b>-3.12%</b> | <b>-3.10%</b> |
| Utilidades y Dividendos              | -1.47%        | -1.87%        | -2.14%        | -2.03%        | -2.06%        | -2.12%        | -2.16%        | -2.16%        | -2.15%        | -2.14%        | -2.13%        |
| Intereses                            | -1.12%        | -1.19%        | -1.19%        | -0.99%        | -1.09%        | -1.11%        | -1.14%        | -1.18%        | -1.14%        | -1.14%        | -1.13%        |
| Otros                                | 0.16%         | 0.16%         | 0.14%         | 0.13%         | 0.14%         | 0.14%         | 0.15%         | 0.15%         | 0.16%         | 0.16%         | 0.17%         |
| <b>Balanza de ingreso secundario</b> | <b>3.51%</b>  | <b>3.51%</b>  | <b>3.38%</b>  | <b>3.02%</b>  | <b>3.13%</b>  | <b>3.22%</b>  | <b>3.29%</b>  | <b>3.39%</b>  | <b>3.38%</b>  | <b>3.39%</b>  | <b>3.40%</b>  |
| <b>Cuenta Corriente a PIB</b>        | <b>-0.57%</b> | <b>-0.91%</b> | <b>-0.51%</b> | <b>-0.48%</b> | <b>-0.73%</b> | <b>-0.67%</b> | <b>-0.61%</b> | <b>-0.55%</b> | <b>-0.56%</b> | <b>-0.55%</b> | <b>-0.56%</b> |
| C.C. sin transferencias              | -4.08%        | -4.42%        | -3.89%        | -3.51%        | -3.86%        | -3.89%        | -3.90%        | -3.94%        | -3.94%        | -3.94%        | -3.95%        |

Fuente: HR Ratings con información del Banco de México. De 2026 en adelante son proyecciones de HR Ratings.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

### A 3.3 Indicadores petroleros

|                                                       | 2023   | 2024   | 2025   | 2026p  | 2027p  | 2028p  | 2029p  | 2030p  | 2031p  | 2032p  | 2033p |
|-------------------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|
| Producción de crudo (mbd)*                            | 1,588  | 1,485  | 1,378  | 1,437  | 1,476  | 1,529  | 1,568  | 1,575  | 1,583  | 1,591  | 1,599 |
| Volumen de exportación de crudo (mbd)                 | 1,032  | 807    | 581    | 459    | 435    | 372    | 350    | 322    | 300    | 300    | 300   |
| Procesamiento interno de crudo (mbd)                  | 792    | 905    | 1,017  | 1,127  | 1,168  | 1,248  | 1,308  | 1,374  | 1,436  | 1,478  | 1,523 |
| Elaboración de productos petrolíferos (mbd)           | 897    | 997    | 1,088  | 1,127  | 1,162  | 1,237  | 1,293  | 1,356  | 1,416  | 1,457  | 1,499 |
| Demanda interna de petrolíferos (mbd)                 | 1,312  | 1,315  | 1,304  | 1,326  | 1,335  | 1,345  | 1,353  | 1,372  | 1,386  | 1,401  | 1,416 |
| Exportación de productos petrolíferos (mbd)           | 192    | 225    | 206    | 157    | 152    | 148    | 145    | 142    | 140    | 139    | 137   |
| Importación de productos petrolíferos (mbd)           | 737    | 686    | 578    | 534    | 503    | 434    | 382    | 335    | 287    | 258    | 232   |
| Precio de exportación de crudo (dpb)                  | 71     | 70     | 61     | 82     | 80     | 76     | 72     | 70     | 68     | 65     | 63    |
| Exportaciones (millones de USD)                       | 30,927 | 25,738 | 16,920 | 18,281 | 16,907 | 14,892 | 13,338 | 11,650 | 10,759 | 10,066 | 9,417 |
| Crudo                                                 | 26,754 | 20,726 | 12,951 | 13,802 | 12,701 | 10,362 | 9,163  | 8,204  | 7,449  | 7,181  | 6,923 |
| Otras                                                 | 4,173  | 5,012  | 3,969  | 4,479  | 4,206  | 4,530  | 4,175  | 3,445  | 3,311  | 2,885  | 2,514 |
| Importaciones (millones de USD)                       | 31,518 | 25,304 | 18,910 | 22,877 | 18,893 | 13,814 | 12,013 | 9,888  | 8,696  | 7,914  | 7,202 |
| Petrolíferos                                          | 28,835 | 23,981 | 17,665 | 22,035 | 18,329 | 13,278 | 11,503 | 9,378  | 8,186  | 7,404  | 6,697 |
| Gas Natural                                           | 546    | 720    | 1,153  | 830    | 552    | 524    | 498    | 498    | 498    | 498    | 498   |
| Otras                                                 | 2,137  | 603    | 93     | 12     | 12     | 12     | 12     | 12     | 12     | 12     | 12    |
| Balance Comercial de Pemex (millones de USD)          | -591   | 434    | -1,990 | -4,596 | -1,986 | 1,078  | 1,325  | 1,762  | 2,064  | 2,152  | 2,244 |
| Precio implícito de importación de petrolíferos       | 107.3  | 95.6   | 83.7   | 113.0  | 99.9   | 83.6   | 82.5   | 76.7   | 78.2   | 78.5   | 78.7  |
| Diferencial de los petrolíferos y precio de la mezcla | 36.3   | 25.3   | 22.7   | 30.7   | 20.0   | 7.6    | 10.8   | 7.0    | 10.2   | 13.1   | 16.8  |
| Precio implícito de venta del gas natural (US\$/MMpc) | 3.73   | 2.86   | 4.67   | 4.48   | 4.30   | 4.13   | 3.97   | 3.81   | 3.66   | 3.51   | 3.37  |

Fuente: HR Ratings con información de Pemex y la SHCP. Los datos a partir del año 2026 son una estimación de HR Ratings.

\*Excluye condensado y líquidos de gas.



@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 de Calificación de Riesgo Soberano, marzo 2025<br>Criterios Generales Metodológicos, octubre 2024            |
| Calificación Anterior                                                                                                                                                                                                                 | HR BBB+ (G) con Perspectiva Estable<br>HR3 (G)                                                                           |
| Fecha de última acción de calificación                                                                                                                                                                                                | 28 de octubre, 2025                                                                                                      |
| Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación                                                                                                                | Enero 1999 a septiembre 2026                                                                                             |
| 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.                                                                                                                     |

\*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 certificada como una Credit Rating Agency (CRA) por la European Securities and Markets Authority (ESMA) y por el Financial Conduct Authority (FCA). HR Ratings LLC se encuentra registrada ante la Securities and Exchange Commission de los Estados Unidos de Norteamérica (SEC) como una NRSRO para los activos de finanzas públicas, corporativos e instituciones financieras, según lo descrito en la cláusula (v) de la sección 3(a)(62)(A) de la U.S. Securities Exchange Act de 1934 ("HR Ratings").

\*\*Para más información con respecto a esta(s) metodología(ías), favor de consultar [www.hrratings.com/methodology/](http://www.hrratings.com/methodology/)

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, 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](http://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](mailto:comunicaciones@hrratings.com)



@HRRATINGS



HR RATINGS



[WWW.HRRATINGS.COM](http://WWW.HRRATINGS.COM)



HR RATINGS