

Comportamiento de las calificaciones soberanas en los últimos doce meses

Análisis Sectorial



Credit
Rating
Agency

Finanzas Públicas y Deuda Soberana
3 de marzo de 2026



Paulina Villanueva

paulina.villanueva@hrratings.com

Asociada Sr. de Análisis Económico
y Deuda Soberana



Edgar González

edgar.gonzalez@hrratings.com

Asociado Sr. de Análisis Económico
y Deuda Soberana



Víctor Toriz

victor.toriz@hrratings.com

Subdirector de Finanzas Públicas y
Deuda Soberana



Álvaro Rodríguez

alvaro.rodriguez@hrratings.com

Director de Finanzas Públicas y
Deuda Soberana



Ricardo Gallegos

ricardo.gallegos@hrratings.com

Director General Adjunto de
Análisis Económico

HR Ratings comenta sobre el comportamiento de las calificaciones soberanas en 2025; se mantiene la estabilidad en el entorno global, lo cual se proyecta continúe en 2026. No obstante, persisten desafíos derivados de la política comercial

Para el cierre de 2025, de acuerdo con la última actualización del World Economic Outlook (WEO) del Fondo Monetario Internacional (FMI) en enero de 2026, el crecimiento económico mundial se mantendría estable con relación al crecimiento global de los dos últimos años. Asimismo, se proyecta que se mantenga en un promedio similar en 2026 y 2027. En 2025, la economía mundial estuvo apoyada en factores como la acumulación de inventarios antes de la implementación de una nueva política comercial con el incremento arancelario previsto a principios de año, la mejora en las condiciones financieras internacionales, la aplicación de políticas fiscales expansivas, el avance de la flexibilización de la política monetaria y la inversión vinculada a la inteligencia artificial y centros de datos en algunos países. Estos elementos impulsaron la demanda agregada y amortiguaron los obstáculos derivados de la elevada incertidumbre política y el aumento de las barreras comerciales. Los efectos de la aplicación de aranceles son cada vez más visibles en las decisiones de gasto, los costes empresariales y los precios al consumidor, especialmente en Estados Unidos. Asimismo, la inflación mundial se mantuvo estable, lo que se tradujo en la ya mencionada flexibilización general de la política monetaria.

Durante 2025, HR Ratings analizó principalmente el crecimiento económico, los resultados fiscales y la subsecuente evolución de los niveles de endeudamiento relativo, así como la evolución de la inflación en las siete economías calificadas. Con base en lo anterior, durante los últimos doce meses se realizaron los siguientes movimientos relacionados con las calificaciones de largo plazo de deuda soberana:

- Para la deuda soberana de los Estados Unidos, se ratificó la calificación de HR AAA (G) con Perspectiva Estable el 2 de abril de 2025.
- Para Costa Rica, se revisó al alza la calificación de HR BB (G) a HR BB+ (G), modificando la Observación Positiva a Perspectiva Estable el 4 de junio de 2025.



@HRRATINGS



HR RATINGS



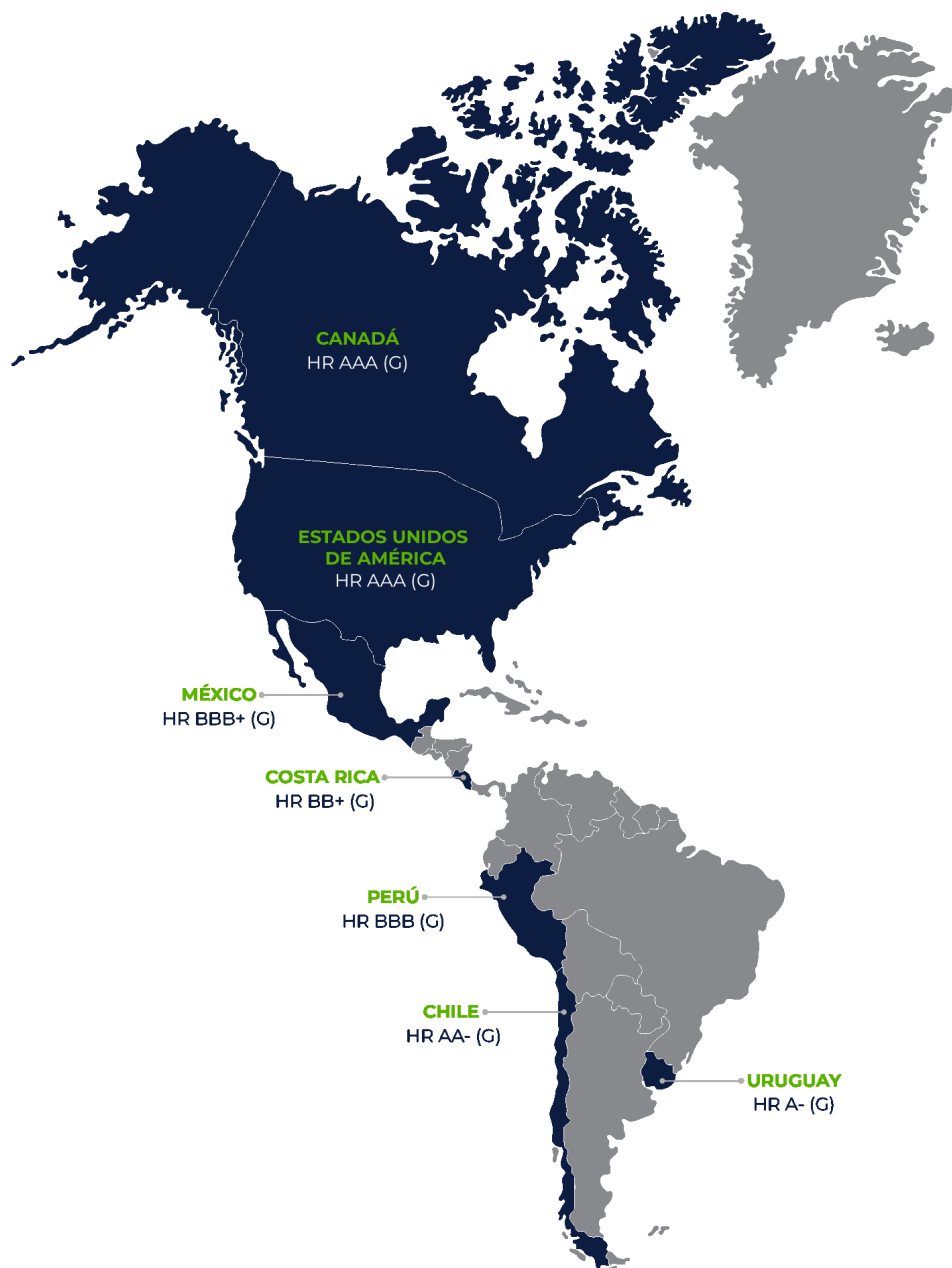
WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

- Para Canadá, se ratificó la calificación para la deuda soberana de HR AAA (G), manteniendo la Perspectiva Estable el 17 de julio de 2025.
- Para Chile, se ratificó la calificación de largo plazo de HR AA- (G) con Perspectiva Estable el 28 de agosto de 2025.
- Para México, se ratificó la calificación de HR BBB+ (G) modificando la Perspectiva de Negativa a Estable el 28 de octubre de 2025.
- Para Uruguay, se ratificó la calificación de Uruguay en HR A- (G) con Perspectiva Estable el 15 de diciembre de 2025.
- Finalmente, para Perú, se ratificó la calificación de largo plazo HR BBB (G) con Perspectiva Estable el 29 de diciembre de 2025.

Figura 1. Países calificados por HR Ratings en 2025



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

En línea con la Metodología para Calificar Soberanos de HR Ratings, cada movimiento se encuentra sustentado en las características de cada país evaluado, considerando principalmente su comportamiento fiscal y de endeudamiento, los niveles de crecimiento económico para el mediano y largo plazo, así como los niveles de inflación y sus acciones de política monetaria. En la Figura 2 se observan las principales variables macroeconómicas que se estimaron para los países calificados por HR Ratings durante 2025. En el presente reporte se profundizará en cada una de las métricas fiscales y de los supuestos económicos que respaldan las calificaciones, así como los retos que se enfrentarán en 2026.

Figura 2. Calificaciones soberanas de HR Ratings

	Canadá	Chile	Costa Rica	Estados Unidos	México	Perú	Uruguay
Calificación	HR AAA (G)	HR AA- (G)	HR BB+ (G)	HR AAA (G)	HR BBB+ (G)	HR BBB (G)	HR A- (G)
Crecimiento real observado en 2025	2.3%	1.6%	4.6%	2.2%	0.8%	3.6%	2.5%
Crecimiento real esperado para 2025	1.4%	2.3%	3.6%	2.0%	0.6%	3.1%	2.5%
Objetivo de inflación ¹	2.00% (+/- 1%)	3.0%	3.00% (+/- 1%)	2.00%	3.00% (+/- 1%)	Rango 1.0% a 3.0%	4.5% (+/- 1.5%)
Tasa de política monetaria ²	2.25%	4.5%	3.25%	3.50% - 3.75%	7.00%	4.25%	6.50%
Inflación anual al cierre de 2025	2.40%	3.5%	-1.23%	2.70%	3.69%	1.51%	3.65%
Deuda neta como % del PIB ³	23.9%	34.0%	59.7%	100.0%	52.22%	24.17%	57.87%
Balance primario como % del PIB ³	-1.10%	-0.53%	1.18%	-3.01%	-3.67%	-1.84%	-1.17%

1/ Objetivo de inflación por parte de cada Banco Central

2/ Observado al momento de la publicación de este reporte

3/ Proyectado por HR Ratings en el último reporte de calificación correspondiente a cada país. En el caso de México y E.E.U.U. se consideran las proyecciones de los Escenarios Económicos al 4T25.

Crecimiento estable en 2026 y 2027, así como divergencia entre países

Para 2026, se proyecta que la economía global mantenga un crecimiento estable, aunque con variaciones entre países, mientras persisten debilidades estructurales y factores adversos que pueden representar un importante reto en los próximos años. El Fondo Monetario Internacional (FMI) estima un crecimiento de 3.3% para 2026 y de 3.2% en 2027, similar al reportado en 2025. En esta proyección la incertidumbre política y comercial se vería contrarrestada por el aumento de la inversión relacionada con la tecnología, en particular la Inteligencia Artificial (IA), principalmente en América del Norte y Asia.

En el WEO de enero de 2026, se anticipa que la economía estadounidense crezca 2.4% en 2026, con el respaldo de la política fiscal y una tasa de interés de política monetaria más baja, al tiempo que el impacto de las mayores barreras comerciales también se disipa gradualmente. Se proyecta que en 2027 el crecimiento permanezca firme en un 2.0%, gracias a un impulso fiscal a corto plazo derivado de los incentivos para la inversión empresarial en el marco de la denominada “One Big Beautiful Bill” de 2025. Se prevé que el ímpetu proporcionado por el sector de la tecnología se modere, pero que aun así compense en cierto grado la disminución de la inmigración y la moderación del consumo.

Para la zona euro, también se espera que el crecimiento económico permanezca estable, con 1.3% en 2026 y 1.4% en 2027. La ligera mejora en el crecimiento de 2027 obedece al aumento proyectado del gasto público, sobre todo en Alemania, y a un continuo desempeño sólido en España e Irlanda. Se prevé que el impacto del aumento planificado del gasto en defensa no se materialice sino hasta años subsiguientes, en vista de los compromisos de alcanzar los niveles fijados como meta para 2035. En comparación con otras regiones, la zona del euro se ve menos beneficiada por el reciente auge de la inversión impulsada por la IA. Las secuelas duraderas del persistente aumento de los precios de la energía a raíz de la guerra entre Rusia y Ucrania seguirán lastrando la manufactura y el precio de ciertos commodities, con otras presiones provenientes de la apreciación real del euro con respecto a las monedas de los países que exportan productos similares.

Para China, el crecimiento se estima en 4.5%, en línea con tasas arancelarias efectivas más bajas de Estados Unidos sobre los productos de este país, resultado de la tregua comercial de un año acordada en noviembre, y las medidas de estímulo que se supone se implementarán en el curso de dos años. Se prevé que la tasa de crecimiento de la economía se desacelere a 4.0% en 2027 a medida que se intensifiquen los obstáculos estructurales. Para América Latina y el Caribe, se proyecta que el crecimiento se modere a 2.2% en 2026 y que repunte hasta el 2.7% en 2027, conforme los países de la región se aproximan al nivel potencial desde diferentes posiciones cíclicas.

Aún se mantienen importantes retos relacionados con las tensiones comerciales, lo cual podría prolongar la incertidumbre y deteriorar la actividad económica. Sumado a lo anterior, nuevas o la agudización de tensiones políticas internas o geopolíticas, podrían introducir nuevas aristas de incertidumbre y alterarían la economía mundial con un impacto inmediato en los mercados financieros, las cadenas de suministro y los precios de las materias primas. Cambios en las expectativas de la IA podría dar lugar a un declive en la inversión y desencadenar una corrección brusca en el mercado financiero, que se extendería de las empresas del sector de la IA a otros segmentos y mermaría la riqueza de los hogares.

En la Figura 3 se puede observar el pronóstico de HR Ratings para las principales métricas consideradas en las calificaciones crediticias soberanas en 2026, con base en el último reporte de calificación. Estas proyecciones serán actualizadas conforme se revisen las calificaciones durante el año y se actualicen los supuestos en relación con los escenarios económicos y el comportamiento fiscal, lo cual se reflejará directamente sobre los pronósticos de endeudamiento relativo.

Figura 3. Variables proyectadas en 2026 para las calificaciones soberanas

	Canadá	Chile	Costa Rica	Estados Unidos	México	Perú	Uruguay
Crecimiento real esperado en 2026	1.50%	2.20%	3.70%	2.10%	1.50%	2.88%	2.30%
Inflación anual 2026	2.00%	3.87%	3.00%	2.70%	3.70%	2.00%	4.69%
Deuda neta como % del PIB*	25.10%	33.17%	59.70%	102.40%	53.74%	25.20%	59.88%
Balance primario como % del PIB*	-0.50%	-0.20%	1.23%	-2.71%	0.35%	-1.55%	-1.39%

* Proyectado por HR Ratings en el último reporte de calificación correspondiente a cada país. En el caso de México y E.E.U.U. se consideran las proyecciones de los Escenarios Económicos al 4T25.

En 2026, cada economía calificada también enfrentará retos individuales que pudieran afectar sus condiciones económicas y/o sociales. Destaca para la región norteamericana la renegociación del Tratado México-Estados Unidos-Canadá (T-MEC). El tratado, que entró en vigor el 1 de julio de 2020, establece en su Artículo 34.7 criterios de duración y revisión automática, para asegurar que se cumpla con las necesidades de los tres países y exista una cooperación continua entre los gobiernos de México, Estados Unidos y Canadá. Cabe recordar que, desde su entrada en vigor, se estableció una vigencia por un periodo de 16 años, con periodos de revisión automáticos cada seis años. Por lo tanto, el 1 de julio de 2026 será la primera reunión formal del Consejo del T-MEC para revisión. Durante esta revisión, las tres partes pueden decidir extender el Tratado por 16 años adicionales (hasta 2042). Si no es renovado en 2026, habrá revisiones anuales por 10 años.

En cualquier momento de ese ciclo, las tres partes pueden acordar renovar el tratado por 16 años adicionales. De no lograrse consenso tras las revisiones anuales, el Tratado finalizaría el 1 de julio de 2036. Por otro lado, de lograrse el consenso en

2026, la siguiente revisión será en 2032, para extender el Tratado hasta 2048. En el caso de que uno de los socios opte por abandonar el tratado, podría tener consecuencias sobre las tres economías norteamericanas.

Adicionalmente, para la economía estadounidense el foco estará puesto en las decisiones de tasas de interés de la Reserva Federal (Fed) ante el debilitamiento del mercado laboral y el impacto de la IA en él, las valuaciones de mercado y la inversión de las empresas relacionadas con la IA, los desafíos del costo de vida (como los precios de la atención médica y la electricidad) y el limitado espacio fiscal del país. Esto a medida que el servicio de la deuda incrementa su participación como porcentaje del PIB, desplazando cada vez más el gasto público.

Para Chile, José Antonio Kast fue electo presidente el 14 de diciembre, tras imponerse con el 58.2% de los votos en la segunda vuelta. El candidato del Partido Republicano superó a Jeannette Jara, de la coalición Unidad por Chile, que obtuvo el 41.8%. El mandatario electo asumirá el 11 de marzo de 2026, en simultáneo con la nueva conformación del Congreso surgida de las elecciones legislativas del 16 de noviembre. Kast propone una agenda centrada en el control de la migración irregular, la reactivación y el crecimiento económico y el fortalecimiento de la seguridad pública, con énfasis en el combate al crimen organizado. Su programa también incluye una reducción de la burocracia estatal con el objetivo de avanzar hacia un Estado más eficiente y atractivo para la inversión. Respecto al Congreso, el próximo gobierno no contará con mayoría absoluta. Si bien los partidos de derecha, a la que pertenece Kast parten con ventaja al quedar a una banca de la mayoría en el Senado y a dos en la Cámara de Diputados, el futuro mandatario necesitará articular acuerdos para avanzar con su agenda.

Asimismo, en Costa Rica, Laura Fernández, candidata del Partido Pueblo Soberano, fue elegida presidenta al superar el umbral legal que permite asumir el cargo sin necesidad de una segunda vuelta, con lo que se impuso al candidato del Partido Liberación Nacional, Álvaro Ramos. Al igual que en Chile, en la Asamblea Legislativa el oficialismo no contará con la mayoría de dos tercios necesaria para impulsar reformas estructurales, por lo que se anticipa un escenario de negociación parlamentaria.

Para Perú, continúa la inestabilidad política que ha experimentado el país en la última década. Cabe recordar que esta fragilidad comenzó en 2016 y se ha traducido en siete presidentes que no lograron completar sus mandatos previstos, siendo el último José Jerí. Es importante mencionar que la incertidumbre política se encuentra descontado dentro de las principales variables macroeconómicas y el mercado, por lo que no existieron movimientos relevantes. El Congreso de Perú aprobó el 17 de febrero de 2026 una moción de censura contra el expresidente por 75 votos a favor, 24 en contra y tres abstenciones, por comportamiento indebido y falta de idoneidad para ejercer el cargo tras un juicio político. Con ello, el 18 de febrero de 2026, José María Balcázar fue designado como presidente interino de Perú. El mandato presidencial de Balcázar finaliza el 28 de julio, cuando deberá tomar posesión el presidente que salga de las elecciones a celebrar el 12 de abril de 2026. No obstante, la fuerte fragmentación política del país podría extender esta inestabilidad incluso después de las elecciones de 2026. En Uruguay, después del cambio de gobierno de 2025, el principal reto proviene de factores internos, principalmente el relacionado con el bajo crecimiento promedio reportado en los últimos años.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM

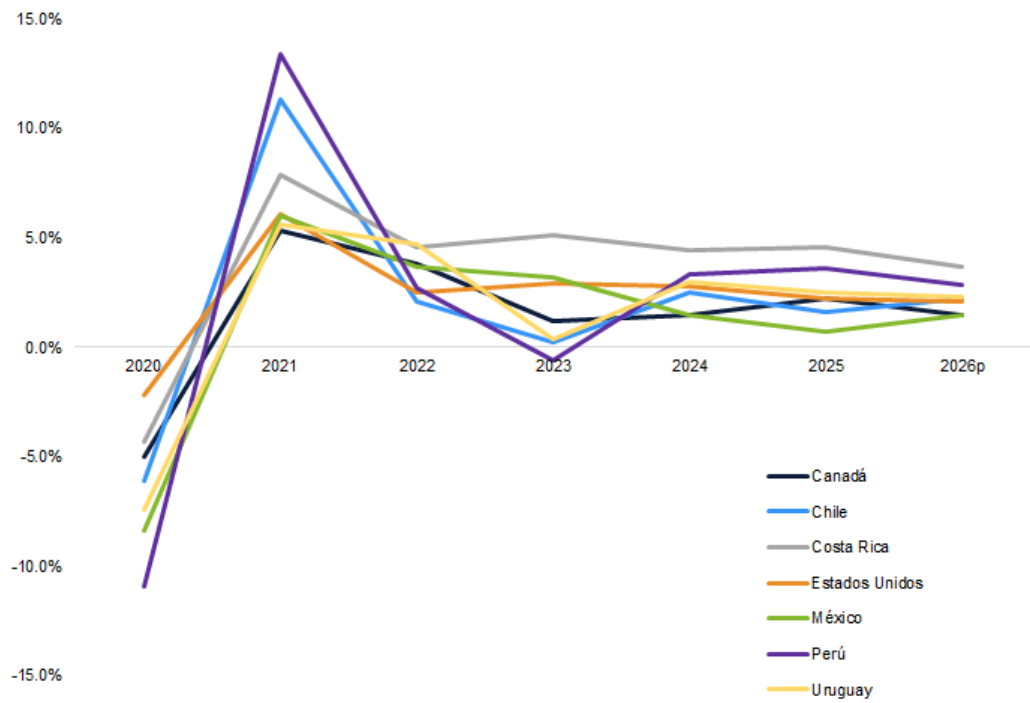


HR RATINGS

Crecimiento económico

La economía global continuó mostrando resiliencia, manteniendo un crecimiento estable, similar al reportado en 2024. Esto apoyado en la concentración anticipada de producción y comercio antes de la entrada en vigor de los aranceles más elevados en el segundo trimestre de 2025, la mejora en las condiciones financieras internacionales, la aplicación de políticas fiscales expansivas, el avance de la flexibilización de la política monetaria y la inversión vinculada a la inteligencia artificial en algunas regiones. Estos elementos impulsaron la demanda agregada y contrarrestaron parcialmente los efectos de las nuevas barreras comerciales y la mayor incertidumbre geopolítica. Para las economías calificadas por HR Ratings, se observa un crecimiento ligeramente superior a las estimaciones realizadas para 2025.

Figura 4. Crecimiento del PIB Real entre 2020 y 2026P por soberano



Fuente: HR Ratings con base en información pública de cada país
P. Pronósticos elaborados por HR Ratings en el último reporte de calificación correspondiente a cada país. Para México y Estados Unidos se contempla el crecimiento real anual de la publicación de Escenarios Macroeconómicos al 4T25.

Canadá

De acuerdo con el Reporte de Política Monetaria de enero de 2026, el Banco Central de Canadá estima que, al cierre de 2025 se habría registrado un crecimiento económico real de 1.7%, ligeramente por encima del 1.4% estimado por HR Ratings. Durante 2025, se mostró volatilidad en el crecimiento trimestral anualizado, ya que, en el primer trimestre, se registró una expansión de la actividad económica de 2.2%, mientras que al 2T se reportó una contracción de 1.8% y al 3T nuevamente el desempeño económico fue positivo en 2.6%, derivado de un fuerte rebote en las exportaciones netas. Para el 4T, el Banco de Canadá estima que el crecimiento económico fue cercano a cero. Esta desaceleración sería resultado de la reducción de los inventarios, lo que refleja una moderación en el ritmo de acumulación de existencias. Por otro lado, se prevé que las



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

exportaciones aumentaron, impulsadas por el aumento de los envíos de oro. Sin embargo, las exportaciones de bienes, excluyendo el oro, se mantuvieron débiles, en línea con el impacto de los aranceles y las interrupciones del suministro en el sector automotriz. Asimismo, se estima que la demanda interna se fortaleció, derivado de una reducción de los costos de financiamiento, una mejora en el mercado laboral y la preferencia en el consumo interno sobre productos de origen canadiense. En contraste, es probable que la inversión privada se haya mantenido débil, principalmente debido a la incertidumbre sobre la política comercial estadounidense.

El resultado fue cercano al proyectado por HR Ratings, ya que se contemplaba que la economía se desacelerara a medida que esta se vio afectada por la incertidumbre en el comercio exterior derivado de los aranceles impuestos por Estados Unidos y la desaceleración del consumo, mientras que las reducciones proyectadas en las tasas de interés compensaron parcialmente estos efectos. Para 2026, de acuerdo con el reporte de calificación publicado el 17 de julio de 2025, se estima un crecimiento de 1.5% a medida que las tasas de interés se normalizan, la inflación descende y los programas de gasto gubernamental dan un impulso adicional a la economía canadiense. En el largo plazo, se anticipa que el crecimiento del PIB real se acelere hasta alcanzar su promedio de largo plazo de alrededor del 2.0% anual.

Chile

De forma preliminar con datos del Indicador Mensual de Actividad Económica (IMACEC), en 2025, la economía chilena habría crecido 2.3%, en línea con el estimado por HR Ratings. El resultado del IMACEC se debió principalmente al crecimiento de los servicios y del comercio, lo que compensó la desaceleración de la producción minera. Los servicios aumentaron 2.2% en términos anuales, en línea con el desempeño de los servicios personales, en particular de salud y en menor medida, de los servicios empresariales, mientras que el resto de los bienes y la industria, aumentaron 2.3% y 2.0%, respectivamente. Adicionalmente, la actividad comercial incrementó 6.6% de forma interanual ya que todos sus componentes presentaron resultados positivos, donde destaca el crecimiento del comercio mayorista, impulsado por las ventas de alimentos y maquinaria y equipos. Asimismo, destacó el desempeño de la actividad agropecuario-silvícola, mientras que en la industria lo hizo la elaboración de alimentos. Por otro lado, la producción de bienes disminuyó 0.9% en términos anuales debido a la reconfiguración de la producción minera, en particular de cobre.

En su última revisión, para 2026 HR Ratings estimó que el PIB crecerá 2.2% real, considerando que la industria minera y la exportación de cobre se mantendrá como el mayor motor de crecimiento de la actividad económica chilena con posibilidad de expandirse por la mayor demanda de Estados Unidos al expandir su industria interna.

Costa Rica

En 2025, la economía costarricense registró un crecimiento de 4.6%, con lo que superó la estimación planteada por HR Ratings de 3.6%. Lo anterior se debió a una mayor demanda externa de productos manufacturados, tanto del régimen definitivo como del régimen especial, por lo que las exportaciones reportaron un crecimiento interanual de 8.6%. Asimismo, se observó un dinamismo superior en el gasto de consumo de los hogares el cual se concentró en servicios esenciales como vivienda, salud, transporte y servicios alimentarios, así como en un mayor gasto en gasolina y bienes alimentarios, en línea con la evolución del ingreso disponible real, dado el desempeño de la actividad económica. Aunado a lo anterior, la formación bruta de capital



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

fijo se expandió 3.9% impulsada principalmente por la inversión en maquinaria y equipo y, en menor grado, por la construcción, tanto pública como privada.

Para 2026, de acuerdo con las estimaciones planteadas en la última revisión, HR Ratings, espera que el crecimiento será de 3.70% en línea con una recuperación en el dinamismo del sector servicios. No obstante, se anticipa que el sector manufacturero y de exportación exhibirá un comportamiento menos dinámico que en años anteriores debido a la imposición de aranceles a las importaciones anunciada por Estados Unidos, el cual es el principal socio comercial de Costa Rica. De 2027 en adelante, HR Ratings anticipa un crecimiento en la actividad económica de 3.5% cada año.

México

El PIB de México creció de 0.8% al cierre de 2025, ligeramente superior al 0.6% de la estimación planteada anteriormente. No obstante, este desempeño representa el crecimiento más bajo de los últimos cinco años, consistente con la tendencia de desaceleración que se ha consolidado conforme se han agotado los impulsos extraordinarios asociados a la recuperación postpandemia, así como el ciclo económico del primer año de gobierno de cada administración.

Este resultado fue consecuencia de la debilidad del sector secundario durante el año el cual mostró una tendencia contractiva entre el 1T25 y el 3T25, mientras al 4T25 mostró una ligera recuperación. El sector terciario mantuvo en los primeros tres trimestres del año un crecimiento promedio de 1.2% y se aceleró en el 4T25 a 2.0%. Por último, el sector primario reportó un fuerte repunte en el 4T25, impulsado por la producción de frutas y legumbres al eliminarse el efecto de la crisis hídrica observada en años anteriores, sumado al buen desempeño del sector ganadero, el cual había sido impactado por la contingencia asociada al gusano barrenador. Del lado positivo, el sector de servicios se consolida como el principal eje de crecimiento de la actividad económica, apoyada por la buena dinámica en el consumo al por menor y de servicios tanto profesionales como financieros.

Para 2026, se anticipa que la actividad económica alcance un crecimiento de 1.70% beneficiado por una menor incertidumbre en el entorno internacional, lo que a su vez beneficiaría a la inversión privada. Asimismo, se proyecta el inicio de los principales proyectos de obras prioritarias de inversión del Gobierno como lo son: la inversión en trenes de pasajeros y carga como el tren Ciudad de México-Querétaro, Ciudad de México-Pachuca, entre otros; también se espera la ampliación de la red carretera, el corredor interoceánico, obras hidráulicas, entre otras inversiones relacionadas al sector energético (Pemex y CFE), lo que daría un impulso adicional a la demanda interna. Recientemente se anunció el plan de infraestructura el cual considera invertir hasta P\$5.6 billones de 2026 a 2030.

De concretarse, esto podría dar un impulso adicional a la actividad económica, promoviendo la inversión privada en sectores como el energético y carretero. Del lado del sector externo, anticipamos que la economía de Estados Unidos mostrará una recuperación moderada en 2026, lo que apoyaría al sector exportador, especialmente en el rubro de las manufacturas. De 2027 en adelante, se anticipa un crecimiento real anual promedio de 1.85%, lo que mantiene la perspectiva de crecimiento proyectada en las actualizaciones previas.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Perú

El Producto Interno Bruto de Perú incrementó 3.4% de forma interanual en 2025, nivel ligeramente superior a la proyección de 3.1% planteada por HR Ratings. Este resultado se debió al dinamismo de la demanda interna, principalmente del consumo privado, el cual mantuvo un acelerado crecimiento comparado con los años previos impulsado por la solidez del mercado laboral, lo que, junto con una tasa de inflación controlada, favoreció el crecimiento de la masa salarial, contribuyendo a la gradual recuperación del poder adquisitivo de los hogares. Asimismo, se observó una recuperación del crédito de consumo y el aumento de las importaciones de bienes de consumo duradero, especialmente de vehículos, lo que se reflejó en un aumento del volumen de ventas. La inversión privada fue afectada positivamente por un entorno de confianza empresarial favorable, y la flexibilización de las condiciones financieras. Asimismo, la inversión pública reforzó el crecimiento de la actividad económica, derivado del avance en la ejecución de proyectos de los Gobiernos Subnacionales.

En relación con la demanda externa, las exportaciones de bienes moderaron su tasa de crecimiento de acuerdo con un menor volumen en las exportaciones de cobre, afectadas por problemas logísticos, como movilizaciones sociales y oleajes anómalos, y menores despachos por algunas mineras. Por su parte, las exportaciones de servicios aumentaron debido a un mayor número de viajeros no residentes. Las importaciones mostraron un importante crecimiento, como resultado principalmente del comportamiento de los bienes de consumo duraderos, así como de bienes de capital.

Para 2026 se considera que la actividad económica se expanda 2.9%, ligeramente por debajo de lo reportado en 2025, en línea con el impacto esperado de las tensiones electorales que podrían afectar el dinamismo de la inversión privada. Sin embargo, se sostendría una tendencia creciente, lo que se basa en el fortalecimiento de la demanda interna, por una expectativa positiva en la inversión en proyectos mineros, así como en proyectos no mineros, como lo es la Línea 2 del Metro de Lima, puertos y aeropuertos regionales. Asimismo, se esperan mayores inversiones en el sector de hidrocarburos, inmobiliario, logístico y de telecomunicaciones.

Estados Unidos

Con datos del primer estimado del U.S. Bureau of Economic Analysis (BEA), al cierre de 2025 la economía estadounidense reportó un crecimiento de 2.2%, nivel ligeramente por encima del estimado por HR Ratings en los Escenarios Macroeconómicos al 4T25 de 2.0%, aunque por debajo del observado en 2024 de 2.8%. El aumento del PIB real en 2025 reflejó principalmente aumentos en el gasto de consumo y la inversión en propiedad intelectual relacionado con la IA y los centros de datos. Sin embargo, en el 4T25 se observó una afectación al crecimiento económico derivado del cierre del Gobierno Federal. La BEA estimó que la reducción en los servicios prestados por el gobierno federal restó aproximadamente 1.0 punto porcentual al crecimiento del PIB real en el cuarto trimestre. Para 2026 se proyecta un crecimiento de 2.1% de acuerdo con la posible mejora en el terreno comercial debido a la finalización en la negociación de los principales tratados comerciales.

Uruguay

Se estima que, al cierre de 2025, Uruguay reportará un crecimiento económico real de 2.5%, por debajo del observado en 2024. Este crecimiento sería resultado del desempeño proyectado en la demanda interna, cuyo motor continuaría siendo el



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

consumo privado, el cual se espera sea impulsado por la reducción de la inflación y la menor tasa de interés subsecuente que se traduciría en una expansión del crédito. Sin embargo, cabe mencionar que el crecimiento del consumo privado se vería contenido por la expectativa de movimientos marginales en el salario real y en el mercado de trabajo. Adicionalmente, se espera que la demanda externa incremente ligeramente, de acuerdo con la normalización del sector agroexportador posterior a la sequía de 2023 y los elevados rendimientos observados en las cosechas de 2025, así como la operación de la planta de celulosa UPM a plena capacidad. Al 3T25 se registró un aumento de la demanda interna respecto a igual período del año anterior, asociada al incremento del Gasto de Consumo Final. En cuanto a las transacciones de bienes y servicios con el exterior, se observó un crecimiento del volumen de las exportaciones mayor al aumento del volumen de las importaciones, resultando en una mayor demanda externa neta en términos de volumen físico en la comparación interanual. Para 2026, de acuerdo con el último reporte de calificación, se anticipa que se mantenga un crecimiento de 2.5%, cercano al crecimiento potencial de la economía uruguaya.

Comportamiento fiscal

Canadá

Para Canadá, el año fiscal finaliza en el primer trimestre, por lo que se comparan los últimos datos disponibles a septiembre de 2025 con septiembre de 2024. En este periodo el Gobierno General registró un superávit de 0.5% del PIB nominal, mientras que al tercer trimestre de 2024 se reportó un déficit de 0.8%. En el 3T25, el crecimiento de los ingresos, impulsado por la recaudación de impuestos, superó el aumento de los gastos generales, los cuales incrementaron derivado principalmente por las subvenciones otorgadas a otras unidades de gobierno. Destaca que el costo del interés sobre la deuda y los beneficios sociales mostraron una reducción. Para el año fiscal 2026 (FY26) que finaliza en marzo de 2026, se estima un déficit en el balance financiero de 2.4%, ligeramente por encima del 2.2% observado al cierre del FY25, de acuerdo con la expectativa de que los ingresos totales asciendan a 16.1% del PIB, impulsados por un alza en el rubro tributario, mientras que para el gasto, se proyecta que el gasto primario totales (excluye el costo del interés de la deuda pública) alcanzarán el 16.6% del PIB, derivado de un gasto superior en defensa y transferencias a los territorios y provincias.

Chile

Al cierre de 2025, el balance primario reportó un déficit de 1.8% del PIB estimado, lo que superó al observado en 2024 de 1.6% y al estimado por HR Ratings de 0.5%. Los ingresos del gobierno central mostraron un alza real de 3.5%, alcanzando 21.4% del PIB, impulsados por la tributación de la minería privada debido a la implementación del Royalty minero y el alza del precio del cobre. Respecto a los gastos del gobierno central total, aumentaron en la misma proporción (3.5%) respecto del año anterior, con lo que representaron 24.3% del PIB. Esto como consecuencia del crecimiento del gasto corriente de 3.1% y de 6.0% en el gasto de capital. En el caso del gasto corriente, su aumento fue resultado principalmente de un mayor gasto en personal derivado de la mayor ejecución observada en el Ministerio de Educación. En el caso del gasto de capital, la inversión incrementó debido a la mayor ejecución en proyectos del Ministerio de Obras Públicas. En la última revisión se consideraba que la trayectoria del déficit dentro del balance primario disminuya para 2026 a 0.2% del PIB y un balance positivo a partir de 2027, cuando alcanzaría un superávit de 0.1% del PIB.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Costa Rica

A octubre de 2025, el Gobierno Central (GC) registró un superávit primario equivalente al 1.1% del PIB y un déficit financiero de 2.6% del PIB. En el mismo periodo de 2024, estos resultados fueron de 1.3% y -2.9%, respectivamente. Para el cierre de 2025, HR Ratings anticipa que el superávit primario ascienda a 1.2%. El mejor desempeño financiero respondió a la disminución del gasto total, especialmente por menores erogaciones por concepto de intereses de la deuda pública. El gasto total registró una contracción de 0.6% y representó el 14.5% del PIB lo que respondió principalmente al menor pago de intereses de deuda interna y externa. Este efecto se compensó parcialmente con mayores gastos de capital, así como por aumentos en el pago de remuneraciones, en la adquisición de bienes y servicios y mayores transferencias corrientes. Los ingresos tributarios acumulados a octubre crecieron 0.5%, por debajo del 2.4% en octubre de 2024, y representaron un 10.5% del PIB. De acuerdo con el Ministerio de Hacienda (MH), esta desaceleración se explica, de forma parcial, por la transición del sistema ATV a TRIBU-CR, que ha implicado un periodo de ajuste en la clasificación por impuesto o tipo de contribuyente. A pesar de lo anterior, el resultado se mantuvo positivo y obedeció, principalmente, al incremento en la recaudación del impuesto sobre la renta y de los ingresos por aduanas. Para 2026 se mantendría una tendencia similar, por lo que se proyecta un superávit primario de 1.2%.

México

Para México, al cierre de 2025 el sector público realizó un importante ejercicio de consolidación fiscal para reducir los altos niveles de déficits registrados en el año fiscal 2024. HR Ratings estima que los Requerimientos Financieros del Sector Público (RFSP) alcanzaron un nivel de 4.8% del PIB, por debajo del nivel de 5.8% registrado en 2024. Por el lado del gasto se observó una importante reducción en la inversión pública, la cual pasó de representar 3.1% del PIB en 2024 a representar tan solo 2.1% en 2025. En lo que refiere a los ingresos, la Secretaría de Hacienda continuo con una tendencia al alza en los ingresos tributarios como porcentaje del PIB. Sin embargo, a pesar de este esfuerzo, los datos al cierre superaron las metas originalmente planteadas en el paquete fiscal 2025 (3.9%). En parte, esto se debió a las reducciones en los ingresos petroleros, los cuales no alcanzaron lo programado.

Por otro lado, las métricas relacionadas al PIB se vieron afectadas por el menor crecimiento económico mencionado en la sección anterior. Con lo anterior, el balance primario también mostró un importante descenso en 2025, situándose con un déficit de 0.2% del PIB (vs. -1.6% del PIB en 2024). Para 2026, se presupuestó aumentar la inversión física de 2.1% del PIB a 2.6% del PIB. Adicionalmente, el Plan de Inversión en Infraestructura para el Desarrollo con Bienestar 2026-2030 plantea destinar 2.0% del PIB adicionales en 2026 para proyectos de energía; trenes; carreteras; puertos; salud; agua; educación y aeropuertos. Para el desembolso de estos recursos adicionales, se estaría buscando que una parte sea provista por el gobierno y otra parte por el sector privado, aunque aún no se han dado más detalles sobre los esquemas bajo los que operaría esta inversión mixta. De concretarse el plan, la formación de bruta de capital podría alcanzar niveles cercanos al 26.0% del PIB, un nivel históricamente alto.

Perú

Al cierre de 2025, el déficit fiscal ascendió a 2.2% del PIB. Este resultado fue inferior al resultado de 2024, explicado principalmente por el crecimiento de los ingresos tributarios y la implementación de medidas de contención del gasto público,



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

en un contexto de mayor dinamismo de la inversión pública. En 2025, los ingresos del gobierno general crecieron 9.5% real, impulsados por el mayor dinamismo económico, los precios favorables de las materias primas (cobre y plata) y el mejor desempeño del comercio exterior, junto con el efecto de las medidas tributarias vigentes. Lo anterior fue parcialmente contrarrestado por las mayores devoluciones de impuestos. Como resultado, los ingresos fiscales alcanzaron el 19.1% del PIB (vs. 18.7% en 2024). Por su parte, el gasto no financiero del gobierno general registró un crecimiento de 3.5% real en 2025, explicado por mayores gastos corrientes (5.2% real), efecto que fue parcialmente atenuado por la implementación de medidas de contención del gasto. El incremento del gasto corriente se asocia principalmente a la materialización de normas aprobadas en años previos que generaron obligaciones permanentes, particularmente en los componentes de personal y compromisos previsionales. En ese contexto, se adoptaron medidas orientadas a moderar la expansión del gasto, priorizando la contención de partidas no esenciales. Cabe destacar que en 2025 la inversión pública mantuvo un importante dinamismo y creció 6.2% real, alcanzando 4.9% del PIB, uno de los niveles más altos de la última década. Cabe mencionar que HR Ratings considera para la calificación los ingresos y gastos del gobierno central, no del gobierno general. Con ello, para 2026 se proyecta que el balance económico reporte un déficit de 3.2%.

Estados Unidos

En el año fiscal 2025 (FY25), que terminó el 30 de septiembre de 2025, el déficit federal ascendió a US\$1.8t, cifra similar al déficit registrado en el año anterior. Como proporción del PIB, el déficit presupuestal fue de 6.0%, nivel ligeramente inferior al 6.3% reportado en el FY24. Los ingresos representaron el 17.3 % del PIB, por encima del 17.0% observado en el ejercicio fiscal 2024, en línea con el aumento de los ingresos por impuesto sobre la renta, los cuales incrementaron 10.0% en términos nominales, impulsados por los impuestos sobre las ganancias de capital derivados del auge del mercado bursátil. En cambio, los ingresos por impuestos sobre la nómina aumentaron solo 1.0%, lo que refleja la debilidad del mercado laboral. Por lo tanto, los ingresos por impuesto sobre la renta de las personas físicas crecieron como porcentaje del PIB y alcanzaron el 8.8% del PIB, frente al 8.4% del FY24. Los ingresos por impuestos corporativos disminuyeron como consecuencia de la ley de conciliación de 2025, que permitió a las corporaciones obtener mayores deducciones para ciertas inversiones.

Por su parte, los gastos alcanzaron el 23.3% del PIB, prácticamente sin cambios respecto al año fiscal 2024. Sin embargo, la composición del gasto fue diferente entre el FY24 y el FY25. Gasto obligatorio (mandatory) como el Seguro Social, Medicare y Medicaid experimentaron un aumento debido al incremento de los pagos promedio de beneficiarios, el alza de la afiliación y las tasas más altas de pago por servicio. El gasto nacional en defensa se mantuvo en el 2.9% del PIB, mientras que los intereses netos constituyeron el 3.1% del PIB, superando el billón de dólares por primera vez. De acuerdo con la última acción de calificación de HR Ratings, para el FY26 se estima un déficit financiero del 6.0% del PIB.

Uruguay

En 2025, se registró un déficit en el balance primario equivalente a 1.4% del PIB, nivel similar al estimado por HR Ratings de 3.6%. Los ingresos del Gobierno Central-Banco de Previsión Social (GC-BPS) ascendieron a 27.5% del PIB, aumentando 0.3% del PIB respecto a 2024. Sin considerar el ingreso del Fideicomiso II de la Seguridad Social, los ingresos del GC-BPS disminuyeron 0.1% del PIB, por menores ingresos del GC y del BPS. Dentro del GC, la disminución obedece a la caída de Otros Ingresos, debido principalmente a menores ingresos por subastas de espectro radioeléctrico y aportes de Empresas Públicas, mientras la recaudación de la DGI y del Comercio Exterior se mantuvo estable en términos del PIB. Dentro del BPS,



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

la menor recaudación obedece principalmente al retraso de los acuerdos salariales celebrados en el marco de la 11va ronda de Consejos de Salarios del sector privado.

Los egresos primarios del GC-BPS se ubicaron en 28.9% del PIB en 2025, aumentando 0.8% en términos del PIB. Cabe destacar, que en diciembre el BPS realizó una transferencia adelantada a las redes de cobranza para el pago de pasividades correspondientes a enero 2026 equivalente a 0.1% del PIB. Sin considerar este impacto, los egresos primarios del GC-BPS se incrementaron 0.7% del PIB. El rubro Gastos No Personales presentó un incremento 0.4% del PIB, mientras que las Pasividades, las Transferencias del GC-BPS (sin considerar el adelanto) y las Inversiones, aumentaron 0.1% del PIB respectivamente. Por último, el pago de intereses del GC-BPS se ubicó en 2.4% del PIB, disminuyendo 0.1% del PIB respecto a 2024. Para 2026 se estima que el déficit mantenga un nivel similar, no obstante, a partir de 2027 se considera que el nivel de déficit registrará una trayectoria descendente, inclusive mostrando un superávit en el balance primario a partir de 2029 (0.3% del PIB).

Endeudamiento relativo

A continuación, se enlistan los niveles de endeudamiento reportados, en algunos casos de forma preliminar, o al 3T25 por para los países calificados por HR Ratings. Es importante mencionar que para el presente documento se consideran en algunos países los niveles de endeudamiento bruto reportados por cada economía y pueden diferir en el momento de la revisión anual de los soberanos, ya que en estos se consideran los activos disponibles (líquidos) y otros ajustes para llegar a una métrica de endeudamiento neto.

De acuerdo con los datos publicados por Statistics Canada, la deuda neta del gobierno general canadiense como porcentaje del PIB nominal se redujo a 15.6 % al final del 3T25, en comparación con el 18.2 % del 3T24. Esta reducción fue resultado principalmente del crecimiento en el valor de los activos financieros de los fondos de seguridad social. Para Chile, la Deuda Bruta del Gobierno Central ascendió a 41.7%, mismo dato que el reportado en 2024, lo que representa un freno por primera vez en casi dos décadas derivado de del mayor crecimiento del PIB nominal, el resultado fiscal y el efecto favorable del tipo de cambio. En el caso de Costa Rica, conforme a datos del Ministerio de Hacienda, a octubre de 2025 la métrica de deuda a PIB incrementó de 58.8% a 59.1% en línea con un incremento neto de la deuda interna, asociado a las colocaciones netas, las operaciones de gestión de pasivos y el diferencial cambiario.

Por otro lado, la deuda externa registró una reducción de, explicada por los desembolsos netos, destacando el pago del eurobono CR43 y el diferencial cambiario. La deuda pública de Perú se ubicó en 30.7% del PIB en 2025, lo que implica una contracción respecto al 32.0% observado al cierre de 2024, lo que responde al efecto transitorio del menor tipo de cambio y el crecimiento nominal del PIB, lo que fue parcialmente compensado por el déficit fiscal.

En México, el nivel de endeudamiento medido a través del SHRFSP incrementó a 53.1% del PIB, por encima del observado en 2024 de 52.0% de 2024 y el 52.2% proyectado por HR Ratings. Esto fue resultado del aumento en el déficit de los RFSP que incluye el pago a proveedores de Pemex (P\$192 mil millones), por lo que este rubro se ubicó en 4.8% del PIB. Otro punto



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

para destacar es los ajustes por movimientos cambiarios derivado de la apreciación del tipo de cambio de 13.7% real, que implicaron una disminución de la deuda externa en 1.5% del PIB.

En Estados Unidos, al cierre del FY25 la deuda pública alcanzó el 99.8% del PIB, en línea con el 100.0% del PIB proyectado en nuestro Reporte de Calificación Soberana publicado en abril, pero superando el 97.4% registrado en el FY24, marcando tres años consecutivos de aumentos. Por último, en Uruguay la Deuda Pública Neta se ubicó en 43.7% del PIB, desde el 41.6% reportado a septiembre de 2024. Esto se debe al financiamiento del déficit y a los otros flujos económicos por variación de las cotizaciones de las monedas en las que se componen los pasivos netos. Dentro de los otros flujos económicos, destaca el efecto de la revalorización de la unidad indexada, parcialmente compensado por la caída del tipo de cambio. Por otro lado, el crecimiento del PIB nominal generó un efecto decreciente en la métrica de Deuda Neta a PIB.

Inflación y Política Monetaria

En el 2024, la inflación global mantuvo la tendencia a la baja iniciada en 2023; sin embargo, en el cuarto trimestre se observaron ligeras presiones en algunos países, debido al incremento en los precios de los servicios y a eventos climáticos adversos. Adicionalmente, hay señales de que los salarios nominales y el mercado laboral se encuentran normalizándose. La inflación de precios de los bienes subyacentes ha descendido hasta alcanzar el nivel tendencial o incluso por debajo de este, pero la inflación de los servicios continua por encima del promedio observado previo a la pandemia en muchos países, sobre todo en Estados Unidos y la zona del euro. Con ello, los bancos centrales de las economías en las que la inflación está resultando ser más persistente están avanzando con más cautela en el ciclo de relajación, vigilando con atención los indicadores de la actividad y el mercado laboral, así como las fluctuaciones cambiarias. Unos pocos bancos centrales, como el Banco Central de Brasil y el de Uruguay, endurecieron sus tasas de interés marcando un punto de divergencia con las políticas monetarias de la región.

En los países calificados por HR Ratings, todos mostraron una reducción con excepción de Canadá, cuyo valor fue el mismo que el observado al cierre de 2024 y sobresale la deflación observada en Costa Rica. Respecto a sus rangos meta establecidos por sus bancos centrales: Canadá, Perú, México, Estados Unidos y Uruguay reportaron una tasa de inflación dentro de estos, mientras que la de Costa Rica se encontró por debajo del límite inferior. La inflación en Chile se encontró por encima de su respectiva meta, aunque esta fue cercana, ya que no en el país no se considera un rango como el resto de los países calificados.

Al cierre de 2025 la inflación general anual en Canadá fue de 2.4%, similar al 2.2% estimado en las proyecciones; Chile mostró una inflación de 3.5% (vs. 4.1% esperado); para Costa Rica la inflación se mantuvo en un nivel negativo de -1.2% (vs. 2.5% anticipado), Estados Unidos reportó una inflación de 2.7% (vs. 2.2% esperado); México con una inflación general anual de 3.7% (vs. 3.9% proyectado); Perú con una inflación general anual de 1.5% (vs. 1.4% proyectado) y Uruguay registró una inflación anual de 3.7% (vs 4.4% estimado).



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Figura 5. Inflación y Política Monetaria al cierre de 2025

	Canadá	Chile	Costa Rica	Estados Unidos*	México*	Perú	Uruguay
Inflación anual estimada	2.50%	4.10%	1.20%	2.70%	4.20%	2.20%	5.00%
Inflación anual al cierre de 2024	2.40%	4.50%	0.80%	2.90%	4.40%	2.00%	5.50%
Inflación anual al cierre de 2025	2.40%	3.50%	-1.23%	2.70%	3.69%	1.51%	3.65%
Tasa de política monetaria**	3.0%	5.0%	4.0%	4.25% - 4.50%	9.5%	4.75%	9.0%
Tasa de política monetaria***	2.25%	4.5%	3.25%	3.50% - 3.75%	7.0%	4.25%	6.5%
Objetivo de inflación ¹	2.00% (+/- 1%)	3.0%	3.00% (+/- 1%)	2.00% (+/- 1%)	3.00% (+/- 1%)	Rango 1.0% a 3.0%	4.5% (+/- 1.5%)

1. Objetivo de inflación por parte de cada Banco Central.

* Para estos casos se toman las proyecciones planteadas en los Escenarios Macroeconómicos al 4T25.

** Observado en el reporte previo.

*** Observado al momento de la publicación del presente reporte.

En línea con lo anterior, la Tasa de Política Monetaria (TPM) se redujo en todos los países con respecto al reporte sectorial publicado en 2025. Canadá disminuyó su tasa de política monetaria (TPM) de 3.0% a 2.25%, Chile la redujo de 5.0% a 4.5%, en Costa Rica la contracción fue de 4.0% a 3.25%, Estados Unidos de 4.25% - 4.5% a 3.5% - 3.75%, en México pasó de 9.5% a 7.0%, la de Perú se contrajo de 4.75% a 4.25%, y, por último, la de Uruguay disminuyó de 9.0% a 6.5%.

Aranceles y balanza comercial

Los cambios recientes en la política comercial de Estados Unidos, en particular, el anuncio del 2 de abril de 2025 (*Liberation Day*) implicaron un esquema de aranceles recíprocos con un componente base de 10% y tasas más elevadas para un porcentaje de socios, desencadenaron incertidumbre y un incremento en los costos de comercio global, afectando a la mayor parte de los soberanos a través de tres diferentes canales: (i) Choques directos a exportaciones para economías con alta exposición al mercado estadounidense y cadenas regionales integradas, con mayor sensibilidad en México, Canadá y ,en menor medida, Costa Rica; (ii) efectos indirectos vía desaceleración del comercio mundial, desvíos de flujos y presiones sobre precios de insumos, relevantes para exportadores de *commodities* y economías más diversificadas como Chile, Perú y Uruguay; y (iii) un canal doméstico de presiones inflación/costos asociados a mayores gravámenes en EUA.

El impacto no fue homogéneo entre los soberanos analizados. La magnitud de la afectación dependió de la exposición comercial al mercado estadounidense, la composición sectorial de las exportaciones y el grado de integración en cadenas regionales de valor. Además, tras el anuncio inicial, se observaron procesos de negociación, exenciones y ajustes regulatorios que atenuaron la carga arancelaria efectiva para socios y productos estratégicos, reduciendo el impacto respecto al escenario inicialmente planteado. En consecuencia, si bien el episodio incrementó la volatilidad y la incertidumbre comercial en múltiples casos las tarifas efectivas aplicadas resultaron con un impacto inferior a las anunciadas originalmente, moderando las afectaciones sobre el crecimiento y la balanza comercial. A continuación, se detalla el impacto observado en la balanza comercial de cada soberano calificado por HR Ratings en 2025.



@HRRATINGS



HR RATINGS

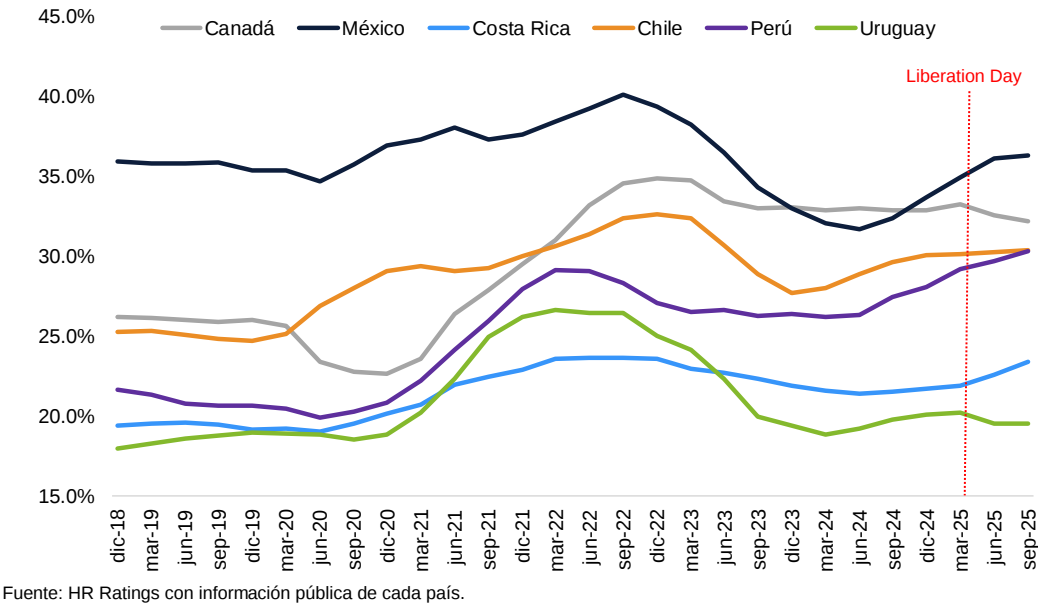


WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Figura 6. Exportaciones como porcentaje del PIB



Estados Unidos

El shock arancelario se observó principalmente en la balanza comercial que registró un déficit histórico durante el primer trimestre de 2025 (1T25) de US\$425 mil millones y de US\$1,388 miles de millones en términos de los últimos doce meses (UDM), equivalente a 4.7% del PIB. Lo anterior, debido al adelanto de importaciones por parte de las empresas que buscaron evitar nuevos aranceles. Sin embargo, en el segundo y tercer trimestre de 2025, conforme la incertidumbre se aminoró, el comercio tomó una tendencia más estable y el déficit en la balanza comercial también se redujo. De acuerdo con datos de la balanza comercial de EUA, la cuenta corriente cerró el 3T25 con un déficit de 4.0% y la balanza de bienes y servicios con un déficit de 4.35%, en un nivel superior al 3.5% y 3.1% que anticipamos en la última revisión de la calificación crediticia para 2025.

Hacia delante, esperamos que el déficit de balanza comercial continúe moderándose gradualmente, en un entorno en donde la debilidad del dólar podría limitar la capacidad importadora y mejorar la competitividad de las exportaciones estadounidenses. Adicionalmente, el ciclo de inversión asociado a la expansión de infraestructura vinculado a la inteligencia artificial, semiconductores y centros de datos podría elevar la capacidad productiva doméstica y reducir parcialmente la dependencia estructural de ciertos bienes intermedios importados, contribuyendo a un ajuste en la balanza comercial en el mediano plazo.

Canadá

Canadá es uno de los tres principales socios comerciales de Estados Unidos, y una alta proporción de sus exportaciones (alrededor del 75%) se destina a EUA. La imposición de los aranceles y el aumento de la incertidumbre tuvieron un impacto significativo sobre la actividad económica, no obstante, estos efectos adversos fueron parcialmente mitigados por la solidez de la demanda interna y la acumulación de inventarios. Durante el 1T25, la balanza comercial registró un fuerte aumento tanto de las exportaciones como de las importaciones en un contexto de incertidumbre en torno al anuncio y la aplicación de aranceles sobre determinados bienes comercializados entre Canadá y Estados Unidos. En el 1T25 se registró un superávit comercial de US\$4,315mm sin embargo, en el 2T25 y 3T25, el déficit comercial se expandió hasta alcanzar niveles no vistos desde la pandemia, a medida que las exportaciones

registraron un descenso mucho mayor al de las importaciones. Este descenso de las exportaciones de bienes fue generalizado y coincidió con la aplicación de aranceles estadounidenses a los productos canadienses, como puede observarse en la Figura 6, así como con una fuerte apreciación del dólar canadiense frente al dólar estadounidense. De acuerdo con datos de la balanza comercial de Canadá, la cuenta corriente cerró el 3T25 con un déficit de 1.1% del PIB y la balanza de bienes con un déficit de 0.9% del PIB, en un nivel superior al -0.8% y -0.1%, respectivamente, al que anticipamos en la última revisión crediticia de 2025.

Hacia adelante, anticipamos que la balanza comercial canadiense continúe mostrando volatilidad en un entorno de mayor fricción comercial con Estados Unidos y menor dinamismo manufacturero global. Si bien la estrecha integración bajo el USMCA limita un escenario de disrupción severa, la sensibilidad de algunos sectores como el automotriz, los metales y el energético implica que cualquier endurecimiento adicional en la relación comercial podría traducirse en un menor dinamismo exportador.

México

En el caso de México, la elevada concentración de exportaciones hacia EUA, principalmente manufacturas como automóviles, autopartes y equipo electrónico, amplificó la sensibilidad del sector externo ante el anuncio arancelario, aun cuando el país no fue incluido en el esquema base de aranceles recíprocos. Como puede observarse en la Figura 6, entre el 4T24 y el primer semestre de 2025 se observó un aumento en los flujos comerciales, especialmente en las exportaciones, asociado al adelanto de importaciones en EUA y a los ajustes en inventarios dentro de cadenas regionales de valor. En términos de los UDM, las exportaciones alcanzaron al cierre del 3T25 su mayor nivel con US\$644 mil millones y llegaron a representar el 36.3% del PIB, el mayor nivel de los últimos dos años. De acuerdo con datos de la balanza comercial de México, la cuenta corriente cerró el 3T25 con un déficit de 0.1% del PIB, igual que la balanza de bienes, en un nivel por debajo del -0.4% y -0.7% que anticipamos, respectivamente, en la última revisión crediticia de 2025.

Hacia adelante, esperamos que el desempeño de las exportaciones mexicanas dependa fundamentalmente de la evolución de la demanda estadounidense y del grado de certidumbre en la revisión del T-MEC. La relocalización productiva (*nearshoring*) continúa siendo un factor estructural positivo; sin embargo, un entorno prolongado de mayor proteccionismo podría moderar nuevas decisiones de inversión en el país y afectar el dinamismo manufacturero. En nuestro escenario base, anticipamos una desaceleración gradual, pero sin una disrupción estructural del sector externo.

Costa Rica

Costa Rica mostró mayor sensibilidad relativa debido a su alta apertura comercial y a su fuerte vínculo exportador con EUA, particularmente en dispositivos médicos y manufacturas especializadas. La incertidumbre comercial generó episodios de volatilidad, aunque el carácter estratégico de sus exportaciones médicas limitó una contracción más profunda. De acuerdo con datos de la balanza comercial de Costa Rica, la cuenta corriente cerró el 3T25 con un déficit de 1.1% del PIB, mientras que la balanza de bienes alcanzó un déficit de 1.4% del PIB, en un nivel por debajo del -1.5% y -3.4%, respectivamente, que anticipamos en la última revisión crediticia de 2025. Hacia adelante, esperamos que el sector externo costarricense mantenga un desempeño relativamente resiliente, apoyado en la demanda estructural de bienes médicos y en su integración a cadenas globales de alto valor agregado. Sin embargo, una desaceleración más marcada en EUA podría traducirse en menor dinamismo exportador y presiones sobre el crecimiento en el corto plazo.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Perú

Para Perú, el impacto fue predominantemente indirecto, dado que su estructura exportadora está altamente concentrada en minerales, principalmente cobre y oro, y su exposición directa al mercado estadounidense es menor que la de economías norteamericanas. La transmisión se dio principalmente vía expectativas de menor crecimiento global y volatilidad en los precios de *commodities*. Hacia adelante, el desempeño externo peruano dependerá, en mayor medida, del ciclo de precios del cobre y de la demanda de Asia, particularmente China. Un entorno de menor crecimiento global podría moderar los ingresos por exportaciones; no obstante, la naturaleza estructural de la demanda de minerales asociados a la transición energética y tecnológica actúa como amortiguador parcial en el mediano plazo.

Chile

En Chile, el efecto fue mayormente indirecto y transmitido a través de los precios internacionales del cobre y del litio. Dado que su principal socio comercial es China, el impacto bilateral con Estados Unidos fue acotado; no obstante, sobresalió la alta demanda de chips que resultó en un incremento en las exportaciones de cobre. Hacia adelante, el balance externo chileno continuará altamente correlacionado con la evolución de los precios del cobre y la demanda asiática. Un entorno de fragmentación comercial podría generar episodios de volatilidad en términos de intercambio; sin embargo, la demanda estructural vinculada a electromovilidad y transición energética provee un soporte relevante en el horizonte de mediano plazo.

Uruguay

En Uruguay, la afectación directa fue limitada, dada su menor exposición comercial a EUA y su mayor diversificación geográfica. El canal de transmisión operó principalmente a través de precios internacionales de productos agropecuarios y forestales (celulosa), así como por posibles desvíos de comercio regional. Hacia adelante, el desempeño del sector externo uruguayo dependerá de la demanda de sus principales socios (China y Brasil), así como de la evolución de precios internacionales de carne, lácteos y celulosa. Un entorno global más proteccionista podría añadir mayor volatilidad; no obstante, la diversificación de destinos y la estabilidad macroeconómica actúan como amortiguadores frente a choques externos.

En términos generales, todos los países calificados por HR Ratings independientemente de sus particularidades de orden político, comparten el seguimiento de las variables importantes en su calificación, la tendencia de crecimiento económico, el uso efectivo de sus políticas monetarias para el control de la inflación y su nivel de endeudamiento. Durante 2026, se mantendrá el seguimiento de estas variables y su impacto en sus respectivas calificaciones soberanas.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Las calificaciones y/u opiniones de HR Ratings son opiniones con respecto a la calidad crediticia y/o a la capacidad de administración de activos, o relativas al desempeño de las labores encaminadas al cumplimiento del objeto social, por parte de sociedades emisoras y demás entidades o sectores, y se basan exclusivamente en las características de la entidad, emisión y/u operación, con independencia de cualquier actividad de negocio entre HR Ratings y la entidad o emisora.

Las calificaciones y/u opiniones otorgadas se emiten en nombre de HR Ratings y no de su personal directivo o técnico y no constituyen recomendaciones para comprar, vender o mantener algún instrumento, ni para llevar a cabo algún tipo de negocio, inversión u operación, y pueden estar sujetas a actualizaciones en cualquier momento, de conformidad con las metodologías de calificación de HR Ratings.

HR Ratings basa sus calificaciones y/u opiniones en información obtenida de fuentes que son consideradas como precisas y confiables, sin embargo, no valida, garantiza, ni certifica la precisión, exactitud o totalidad de cualquier información. Derivado de lo anterior, HR Ratings no es responsable de cualquier error u omisión en dicha información o, en caso de que esta sea incorrecta o inexacta, por los resultados obtenidos por el uso de la misma. La mayoría de las emisoras de instrumentos de deuda calificadas por HR Ratings de México, o un tercero, han pagado una cuota de calificación crediticia basada en el monto y tipo de emisión. La bondad del instrumento o solvencia de la emisora y, en su caso, la opinión sobre la capacidad de una entidad con respecto a la administración de activos y desempeño de su objeto social podrán verse modificadas, lo cual afectará, en su caso, al alza o a la baja la calificación, sin que ello implique responsabilidad alguna a cargo de HR Ratings. HR Ratings emite sus calificaciones y/u opiniones de manera ética y con apego a las sanas prácticas de mercado y a la normativa aplicable que se encuentra contenida en la página de la propia calificadoradora www.hrratings.com, donde se pueden consultar documentos como el Código de Conducta, las metodologías o criterios de calificación y las calificaciones vigentes.

Las calificaciones y/u opiniones que emite HR Ratings consideran un análisis de la calidad crediticia relativa de una entidad, emisora y/o emisión, por lo que no necesariamente reflejan una probabilidad estadística de incumplimiento de pago, entendiéndose como tal, la imposibilidad o falta de voluntad de una entidad o emisora para cumplir con sus obligaciones contractuales de pago, con lo cual los acreedores y/o tenedores se ven forzados a tomar medidas para recuperar su inversión, incluso, a reestructurar la deuda debido a una situación de estrés enfrentada por el deudor. No obstante, para darle mayor validez a nuestras opiniones de calidad crediticia, nuestra metodología considera escenarios de estrés como complemento del análisis elaborado sobre un escenario base. Los honorarios que HR Ratings recibe por parte de los emisores generalmente varían desde US\$1,000 a US\$1,000,000 (mil a un millón dólares, moneda de curso legal en los Estados Unidos de América) (o el equivalente en otra moneda) por emisión. En algunos casos, HR Ratings calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular por una cuota anual. Se estima que las cuotas anuales varíen entre US\$5,000 y US\$2,000,000 (cinco mil a dos millones de dólares, moneda de curso legal en los Estados Unidos de América) (o el equivalente en otra moneda).

Contacto con Medios

comunicaciones@hrratings.com



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS