

México LP
HR BBB+ (G)
Perspectiva
Estable

México CP
HR3 (G)

2022

HR BBB+ (G)
Perspectiva Estable

2023

HR BBB+ (G)
Perspectiva Estable

2024

HR BBB+ (G)
Perspectiva Estable



Felix Boni

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



Paulina Villanueva

paulina.villanueva@hrratings.com
Asociada Sr. de Análisis Económico
y Deuda Soberana



Edgar González

edgar.gonzalez@hrratings.com
Asociado Sr. de Análisis Económico
y Deuda Soberana



Álvaro Rodríguez

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



Ricardo Gallegos

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

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

La ratificación de la calificación y de la perspectiva, en buena parte, es resultado del desempeño de la métrica de deuda neta como porcentaje del Producto Interno Bruto (PIB). En 2023, el Saldo Histórico de los Requerimientos Financieros del Sector Público (SH) se ubicó en 46.8%, porcentaje por debajo de la estimación de 50.3% que anticipamos en la revisión anterior. El resultado de 2023 estuvo apoyado por la apreciación del tipo de cambio peso-dólar (MXN-USD), que ayudó a mitigar la tendencia más deficitaria de los principales balances financieros, así como por la dinámica positiva de la actividad económica, que permitió que la posición relativa del SH se situara en su menor nivel en los últimos tres años. Si bien para 2024 anticipamos que el SH registrará un alza como consecuencia de los mayores déficits fiscales aprobados en la LIF (Ley de Ingresos de la Federación) y el PEF (Presupuesto de Egresos de la Federación), sumado a una probable depreciación del peso al cierre del año, HR Ratings contempla que a partir de 2025 se observará una consolidación fiscal en torno a los niveles de ingresos y gastos, lo que permitiría mantener una trayectoria relativamente estable en el avance del SH; con esto, los niveles de déficits reflejarían una trayectoria descendente en el mediano y largo plazo. Suponemos que una parte importante del aumento en el gasto en 2024 se deriva de la terminación de importantes proyectos de inversión, que en los próximos años impulsarán a la economía.

La resiliencia de la actividad económica sorprendió en 2023 tras registrar un crecimiento de 3.20%, un resultado que representa más del doble de lo que habíamos anticipado en nuestro reporte de calificación previo. Este crecimiento estuvo impulsado por el dinamismo de la demanda interna, especialmente a través de la inversión pública y privada, y además por el consumo. El crecimiento económico también estuvo acompañado de un sólido mercado laboral que mantuvo la tasa de desempleo en niveles mínimos y con ganancias reales en los salarios a lo largo de 2023. La desaceleración de la inflación desde los máximos alcanzados en agosto de 2022 también contribuyó al optimismo de los consumidores. En 2023, la inflación general cerró el año



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM

en 4.66%, y aunque todavía se ubicó por encima del rango objetivo del Banco de México de 3.0% (+/- 1.0%), estuvo por debajo del 5.20% que estimamos en el reporte anterior, lo que a su vez representa un descenso significativo desde el máximo nivel alcanzado en 2022 (8.70%). La fortaleza institucional que ha mostrado el Banco Central y su compromiso por combatir la inflación es uno de los factores que consideramos mantienen ancladas las expectativas de inflación en el largo plazo. Consideramos que esta fortaleza ayudó a la evolución del tipo de cambio, el cual cerró el año en P\$16.92/USD. vs. su cierre en 2022 (P\$19.41/USD) y estuvo por debajo de nuestra expectativa de que cerraría en P\$19.10/USD. Este movimiento permitió la consolidación de la deuda denominada en moneda extranjera¹, que representa el 23.9% del SH al cierre de 2023, mientras que la deuda interna alcanzó 76.1%.

Finalmente, entre los principales retos que estaremos monitoreando en el corto plazo están aquellos relacionados con la contención del déficit dentro del límite propuesto en los Pre-Criterios Generales de Política Económica (PreCGPE) de 2025; también estaremos atentos a la publicación del Plan Nacional de Desarrollo para los próximos seis años, el cual brindará una mejor perspectiva sobre la trayectoria del presupuesto en el mediano y largo plazo, así como las decisiones de política pública respecto a la deuda de Pemex. Adicionalmente, consideramos que tanto la convergencia de la inflación hacia la meta de 3.0% como el comportamiento del tipo de cambio continuarán siendo algunos de los principales retos del entorno macroeconómico.

En la siguiente tabla se presentan las proyecciones de las métricas cuantitativas más importantes de la calificación soberana:

Principales variables, balances y métricas a seguir en la calificación

Año	Cuentas fiscales como % del PIB					Producto Interno Bruto				Revaluación real del peso (%)	Cuenta Corriente % PIB	
	Balance Financiero*	Balance Primario*	Costo Financiero	RFSP	SH**	Crec. Real	Nom. (MXN, mm)	USD (mm)	Inflación Prom.			USD/MXN al cierre
2023	-3.40%	-0.11%	3.29%	-4.29%	46.79%	3.23%	31,768	1,792	5.53%	16.92	16.2%	-0.32%
2024	-5.11%	-1.49%	3.62%	-5.96%	50.76%	2.50%	33,889	1,726	4.36%	18.38	-6.7%	-0.61%
2025	-3.30%	-0.04%	3.26%	-4.15%	52.33%	2.00%	36,068	1,707	3.78%	19.07	-2.3%	-0.64%
2026	-3.25%	-0.01%	3.24%	-4.09%	53.64%	2.25%	38,382	1,760	3.67%	19.67	-1.8%	-0.69%
2027	-3.21%	0.00%	3.21%	-4.06%	54.75%	2.25%	40,853	1,815	3.73%	20.17	-1.2%	-0.85%
2028	-2.98%	0.19%	3.16%	-3.81%	55.56%	2.25%	43,460	1,879	3.73%	20.67	-1.1%	-0.90%
2029	-2.92%	0.29%	3.20%	-3.76%	56.24%	2.25%	46,203	1,955	3.66%	21.07	-0.6%	-0.90%
2030	-2.95%	0.29%	3.24%	-3.77%	56.89%	2.25%	49,122	2,034	3.67%	21.51	-0.8%	-0.90%
2031	-2.97%	0.31%	3.28%	-3.78%	57.53%	2.25%	52,196	2,115	3.60%	21.96	-0.8%	-0.90%

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

*El balance financiero es el neto del balance primario más el costo financiero, también conocido como balance presupuestario.

**El Saldo Histórico se refiere a la Deuda Neta estimada por HR Ratings.

Desempeño Histórico / Comparativo vs. Proyecciones

- **Balances de cuentas fiscales, en línea con lo anticipado.** Durante 2023, el balance financiero y primario presupuestario como porcentaje del PIB se encontraron en línea con lo proyectado en el reporte anterior. El déficit financiero se ubicó en -3.40% (vs. -3.53% previsto), mientras que el déficit primario fue de -0.11% (vs. -0.09% proyectado).
- **Deuda neta por debajo de lo estimado.** La deuda neta medida con base del SH se ubicó al cierre de 2023 en 46.79% (vs. 50.29% anticipado), lo que marcó su tercer año consecutivo a la baja. Esta métrica se benefició del dinamismo de la actividad económica y la apreciación del tipo de cambio peso MXN vs. USD.

¹La deuda externa se encuentra distribuida en 75.8% en dólares americanos, 19.1% en euros, 2.9% en yen japonés, 1.1% en libra esterlina y 1.0% en otras monedas.



- **Crecimiento económico por arriba de las expectativas.** La actividad económica en México fue más resiliente a lo que anticipamos en el reporte anterior. El PIB registró un crecimiento anual de 3.23% (vs. 1.46% anticipado). El mayor dinamismo estuvo impulsado por la inversión y la demanda interna.
- **Inflación por debajo de las expectativas.** Al cierre de 2023, la inflación general se ubicó en 4.66%, por debajo del 5.20% que estimamos en el reporte anterior. De igual manera, la inflación general promedió 5.53% en 2023, lo cual resultó inferior a nuestra expectativa de 5.94%.

Expectativas para Periodos Futuros

- **Trayectoria descendente en el déficit presupuestario.** HR Ratings considera que el alto déficit financiero presupuestario que estimamos para 2024 de 5.11% del PIB no será recurrente, por lo que este mostrará una reducción a partir de 2025. En el periodo de proyección, estimamos que el balance presupuestario se volverá superavitario a partir de 2027. En nuestro reporte previo proyectamos para 2024 un déficit financiero de 2.94% y un balance primario presupuestario superavitario.
- **Comportamiento esperado en el Saldo Histórico.** HR Ratings estima que al cierre de 2024 la deuda neta medida a través del SH se ubicará en 50.76% del PIB. Esta estimación considera una revisión al alza desde el 50.29% previamente estimado. En el resto del horizonte de proyección, la deuda neta se revisó al alza. En 2031, estimamos que, en ausencia de ajustes al alza en la recaudación tributaria, la deuda neta se ubicará en 57.5%.
- **La inflación convergería dentro del rango objetivo de Banco de México en 2025.** Para 2024, estimamos que la inflación promediará 4.36% y que al cierre del año se ubicará en 4.05%. Esperamos que el promedio de la inflación de 2025 a 2031 sea de 3.69% y que la inflación regresará dentro del rango meta de Banco de México de 3.0% (+/- 1.0%) en 2025.
- **Tasas de interés significativamente más altas para el periodo de proyección.** Para el cierre de 2024, contemplamos que la tasa de interés de referencia se ubicará en 10.25%, por arriba del 8.50% que previmos en nuestro reporte de 2023. De 2025 a 2031, estimamos que la tasa de política monetaria promediará 7.50% en comparación con el 6.90% previo.
- **Revisamos nuestra estimación de crecimiento económico al alza.** La resiliencia que mostró la actividad económica durante 2023 nos llevó a modificar nuestro escenario económico para 2024, para el cual anticipamos un crecimiento real anual de 2.50% desde el 2.11% proyectado en el reporte anterior. Para 2025 consideramos un crecimiento de 2.0%, mientras que en el largo plazo consideramos un crecimiento de 2.25% vs. 2.0% estimado previamente.

Factores que podrían bajar la calificación

- **Consolidación fiscal.** La incapacidad de parte del Gobierno Federal para reducir el gasto o incrementar los ingresos de 2025 en adelante supondría un riesgo para la consolidación fiscal, lo cual resultaría en niveles del SH por arriba de los esperados. Asimismo, recortes excesivos en la inversión pública podría perjudicar el crecimiento de largo plazo. Niveles insuficientes de inversión pública podrían representar un reto para el aprovechamiento de beneficios del *nearshoring*.
- **Mayores niveles de inflación.** La resistencia que ha mostrado el componente subyacente, especialmente en los servicios, podría retrasar la convergencia de la inflación al rango objetivo. En caso de materializarse este riesgo, consideramos que Banxico mantendría una postura monetaria restrictiva por un mayor tiempo, lo que podría frenar el crecimiento de la economía. Adicionalmente, la deuda se vería impactada, principalmente por incrementos en la deuda denominada en UDIS.
- **Crecimiento económico.** Un crecimiento económico por debajo del estimado perjudicaría la recaudación fiscal y las métricas de deuda como porcentaje del PIB.



Factores que podrían subir la calificación

- **Una mayor consolidación fiscal a la anticipada.** Un recorte superior al gasto corriente o una mayor recaudación de ingresos podría conducir a una mejora de los balances fiscales y de la métrica de deuda neta.
- **Crecimiento económico superior a las expectativas.** Consideramos que existen riesgos al alza en nuestra estimación de crecimiento debido al impacto que podría tener la relocalización de empresas en territorio nacional. Lo anterior, en conjunto con una dinámica positiva del consumo, reflejarían un mayor dinamismo en la actividad económica.
- **Niveles óptimos de producción, refinación y ventas internas de petrolíferos.** Un desempeño favorable en los niveles de producción respecto a las estimaciones de HR Ratings podría conducir a una mejora en la actividad petrolera y los balances financieros de la entidad. Asimismo, altos volúmenes de refinación podrían provocar menores gastos de importación de petrolíferos (gasolinas) para abastecer la demanda doméstica y, por ende, beneficiar el balance de Pemex, y de esta manera evitar o disminuir el número de aportaciones que realiza el Gobierno Federal hacia Pemex.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM

Resultado: Observado vs. Proyectado

En esta sección presentamos los resultados observados para los periodos de 2021 a 2023, así como las estimaciones que se consideraron para 2023(P) en la revisión de la deuda soberana en 2023. La última columna que hace referencia a 2024(P) considera las estimaciones realizadas en este reporte para el año actual.

Figura 1. Supuestos y resultados de México

Concepto	Resultados Observados			Escenario Calificación*	
	2021	2022	2023	2023P	2024P
Indicadores Económicos					
PIB Nominal UDM (miles de millones de pesos corrientes)	26,619	29,453	31,768	30,339	33,889
PIB UDM en USD	1,313	1,464	1,792	1,588	1,726
PIB Real UDM (miles de millones de pesos, base 2018)	23,314	24,234	25,017	18,623	25,594
Crecimiento real anual (%)	5.96%	3.94%	3.23%	1.46%	2.50%
Crecimiento nominal anual (%)	10.54%	10.65%	7.86%	6.59%	6.67%
Producción de crudo (mbd)**	1,687	1,686	1,588	1,696	1,562
Plataforma de exportación de crudo (mbd)	1,018	953	1,032	942	826
Precio promedio de la mezcla de exportación (mbd)	65.3	89.2	71.0	64.0	75.4
Indicadores Monetarios					
Inflación al cierre del año (%)	7.36%	7.82%	4.66%	5.20%	4.05%
Inflación promedio (%)	5.68%	7.89%	5.55%	5.94%	4.45%
Tasa de política monetaria al cierre (%)	5.50%	10.50%	11.25%	11.50%	10.25%
Tasa de política monetaria real (%)	-1.85%	2.68%	6.59%	3.40%	6.19%
Tipo de cambio nominal al cierre (P\$/US\$)	20.58	19.41	16.92	19.10	18.40
Indicadores Fiscales (%)					
Balance presupuestario (miles de millones de pesos)	-775	-951	-1,080	-1,070	-1,733
RFSP como % del PIB	-3.76%	-4.33%	-4.29%	-3.53%	-5.96%
Balance primario presupuestario como % del PIB	-0.33%	-0.46%	-0.11%	-0.09%	-1.49%
Ingresos presupuestarios como % del PIB	22.39%	22.42%	22.16%	22.80%	21.89%
Ingresos petroleros como % del PIB	4.34%	5.03%	3.40%	3.70%	3.04%
Gasto presupuestario como % del PIB	25.30%	25.65%	25.56%	26.30%	27.00%
Gasto programable como % del PIB	19.26%	19.26%	18.57%	18.90%	19.53%
Inversión física como % del PIB	2.60%	3.18%	2.79%	2.50%	2.47%
Costo financiero como % del PIB	2.58%	2.77%	3.29%	3.40%	3.62%
Deuda neta soberana como % del PIB	49.23%	47.76%	46.79%	47.23%	50.76%
Indicadores Externos (%)					
Cuenta corriente como % del PIB	-0.34%	-1.21%	-0.32%	-0.84%	-0.61%
Balanza de bienes como % del PIB	-1.76%	-2.90%	-1.37%	-2.56%	-1.31%
Balanza de ingreso primario como % del PIB	-2.59%	-2.31%	-2.47%	-2.10%	-2.79%
Balanza de ingreso secundario como % del PIB	4.00%	4.01%	3.52%	3.82%	3.50%

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 abril de 2023; Para 2024 se consideran los pronósticos del reporte actual.

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

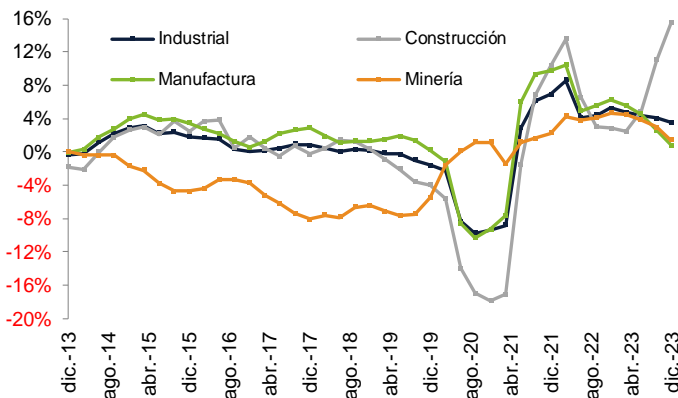
HR Ratings considera la deuda soberana como el Saldo Histórico de los Requerimientos Financieros del Sector Público (SHRFSP), que considera la deuda del Gobierno Federal más la deuda neta de las EPEs.



Actividad Económica de México durante 2023

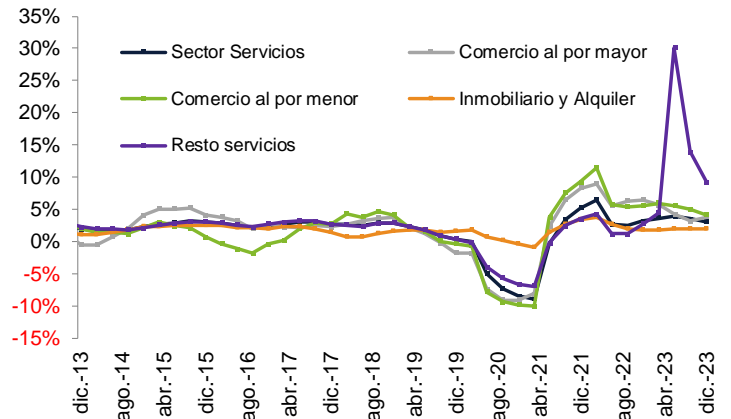
Durante 2023, la actividad económica en México fue más resiliente a lo que anticipamos. En términos reales, el PIB creció 3.23% (vs. 1.46% anticipado). El mayor dinamismo estuvo impulsado por los altos niveles de inversión pública y privada, así como por el consumo y el sólido mercado laboral. La inversión reportó un crecimiento de 19.7%, beneficiada por el aumento de 18.7% de la inversión en maquinaria y equipo, y por el avance de 20.7% en la construcción (Figura 2). Lo anterior refleja que el sector de la construcción fue fuertemente apoyado por la inversión pública, lo que está relacionado con las principales obras del Gobierno, mientras que el sector privado mostró su mayor dinamismo de los últimos años debido a la inversión realizada en las naves industriales para la ampliación de la capacidad instalada como resultado de inversiones relacionadas al *nearshoring*. Por su parte, el consumo registró un crecimiento de 4.36%, y al interior de los principales subcomponentes destaca el dinamismo de los bienes importados (+20.24%), lo que en parte relacionamos con la fortaleza observada en el tipo de cambio, mientras que los servicios domésticos avanzaron (+3.80%). Adicionalmente, el consumo de servicios continuó mostrando fortaleza durante la mayor parte de 2023, como puede verse en la Figura 3. Al interior, la mayoría de los sectores que lo conforman mostraron crecimientos, sobresaliendo el comercio al por mayor (+3.8%) y al por menor (+4.2%), transporte (+3.8%), alojamiento (+2.7%), entre otros.

Figura 2. Crecimiento real del sector industrial y subcomponentes



Fuente: HR Ratings con información del PIB al 4T23 (datos ajustados por estacionalidad).

Figura 3. Crecimiento real del sector servicios y subcomponentes



Fuente: HR Ratings con información del PIB al 4T23 (datos ajustados por estacionalidad).

En términos trimestrales, el avance fue heterogéneo. Durante el primer y cuarto trimestre del año, el crecimiento fue más moderado, en comparación con el segundo y el tercer trimestre. Específicamente en el cuarto trimestre, la desaceleración estuvo arrastrada por la caída de 0.1% del sector secundario, como puede observarse en la Figura 4. Lo anterior lo relacionamos con la pausa que hubo durante el último trimestre en las obras de infraestructura tanto del sector público como privado y la desaceleración en el consumo. Para 2024 consideramos que la actividad continuará avanzando, aunque a un menor nivel respecto a los últimos años. Para el primer semestre de 2024 prevemos que el consumo en servicios se reactivará, impulsado por el adelanto de las transferencias en programas sociales, el dinamismo del mercado laboral que se encuentra acompañado de incrementos reales en el salario y el crédito otorgado a través de la banca comercial. No obstante, el segundo semestre del año podría marcar un descenso en los niveles de actividad económica.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM

Figura 4. Crecimiento de los principales componentes del PIB

Cifras desestacionalizadas	sep-22	dic-22	mar-23	jun-23	sep-23	dic-23
Crecimiento trimestral	1.1%	1.0%	0.5%	0.8%	1.1%	0.1%
Sector Primario	-0.0%	4.2%	-3.6%	2.2%	2.6%	-1.0%
Sector Secundario	0.7%	1.2%	0.4%	1.6%	1.0%	-0.1%
Sector Terciario	1.1%	0.7%	0.7%	0.6%	0.9%	0.3%
Crecimiento trimestral anual	4.7%	4.6%	3.5%	3.5%	3.5%	2.5%
Sector Primario	0.6%	4.5%	0.6%	2.6%	5.3%	0.0%
Sector Secundario	5.6%	5.0%	2.9%	4.0%	4.3%	2.9%
Sector Terciario	4.3%	4.3%	3.7%	3.1%	2.9%	2.5%
Crecimiento UDM*	3.3%	3.9%	4.0%	4.1%	3.7%	3.2%

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

*UDM: Últimos Doce Meses.

Los sectores Primario (agricultura), Secundario (Industrial) y Terciario (Servicios) representan aproximadamente 3.6%, 34.1% y 62.3% del PIB.

Inflación, Tasas de Interés y Tipo de Cambio en 2023

La inflación general en 2023 continuó con el proceso desinflacionario y cerró 2023 en un nivel de 4.66% vs. 7.82% al cierre de 2022, y se compara positivamente con el 5.20% que estimamos en el reporte anterior. De igual manera, la inflación general promedió 5.53% en 2023, lo cual resultó inferior a nuestra expectativa de 5.94%. Entre los subcomponentes, se observó un comportamiento heterogéneo como se puede observar en la Figura 5.

En la Figura 6 se puede observar el comportamiento de la inflación subyacente, la cual mantuvo una trayectoria descendente por once meses consecutivos y terminó el año con una variación anual de 5.09%, su menor registro desde septiembre 2021; sin embargo, al interior de este componente se puede notar un comportamiento diferenciado. Las mercancías alimenticias y no alimenticias, que fueron las más afectadas durante el periodo de la pandemia, tuvieron un proceso desinflacionario más acelerado una vez que los choques provenientes del exterior que las afectaron se disiparon. Adicionalmente, consideramos que las presiones deflacionarias en China y la notable apreciación del tipo de cambio peso-dólar han contribuido a la desaceleración de los precios en estos productos. Por el contrario, la inflación relacionada al sector servicios se mantuvo estancada por arriba del 5.0% durante 2023. En nuestra perspectiva, lo anterior fue reflejo de la resiliencia que mostró la actividad económica, del incremento en los salarios tanto en términos nominales como reales, del mercado laboral que mantuvo la tasa de desempleo en niveles mínimos en 2023, así como por los apoyos gubernamentales que permitieron a los consumidores seguir demandando servicios.

Por su parte, la inflación no subyacente desaceleró fuertemente en la primera mitad del año, beneficiada tanto por el efecto calendario como por la caída en los precios de los energéticos y algunos productos agrícolas. No obstante, para la segunda mitad, y especialmente en el último trimestre, la inflación no subyacente repuntó fuertemente hasta cerrar 2023 en un nivel de 3.39%, como puede apreciarse en la Figura 5.



@HRRATINGS

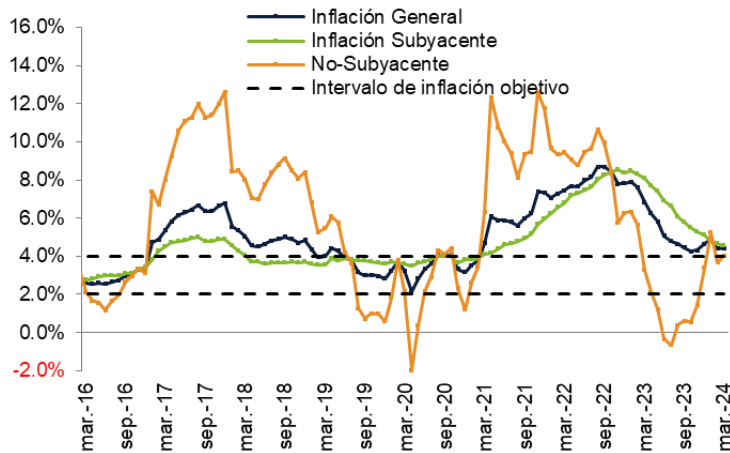


HR RATINGS



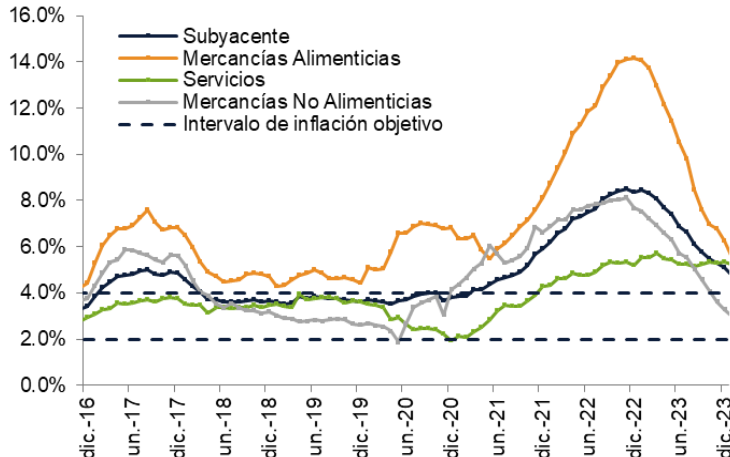
WWW.HRRATINGS.COM

Figura 5. Inflación anual general, subyacente y no subyacente



Fuente: Fuente: Proyecciones de HR Ratings con información del INEGI.

Figura 6. Inflación anual subyacente y sus principales subcomponentes



Fuente: Fuente: Proyecciones de HR Ratings con información del INEGI.

En este contexto, y con el objetivo de regresar la inflación al rango objetivo establecido por Banco de México, la junta de Gobierno llevó la tasa de política monetaria a 11.25% en marzo de 2023 y la mantuvo en ese nivel durante el resto del año. Sin embargo, a pesar de que la tasa de interés de referencia alcanzó el mayor nivel desde que se tiene la meta de inflación en 2001, y que también fue la más alta desde la adopción de la tasa de referencia como principal herramienta de política monetaria en 2008, lo anterior tuvo una poca incidencia sobre el financiamiento orientado al consumo, que aumentó 12.8% real anual en diciembre, y sobre las decisiones de los agentes económicos debido a la baja penetración financiera y al alto sector de informalidad que existe en México.

Finalmente, el tipo de cambio registró una apreciación real anual vs. el USD de 16.9% para situarse en P\$16.92/USD al cierre de 2023, lo que implicó una importante mejora relativa respecto a lo proyectado en la revisión 2023 (P\$19.10/USD). Con lo anterior se tuvo dos años de continuo fortalecimiento de la divisa mexicana frente al dólar. Consideramos que lo anterior se encontró respaldado por la solidez relativa de la economía mexicana respecto a sus pares, por la entrada de divisas por medio de las remesas que en 2023 alcanzaron un nivel de US\$63.3 mil millones, así como por las entradas de recursos que se han recibido por medio de la balanza financiera derivado del atractivo nivel de tasas de interés, además de la fortaleza del sector externo y las expectativas de un crecimiento continuo impulsado por el *nearshoring*.

Proyecciones Económicas

Actividad Económica

HR Ratings estima un escenario base de crecimiento de 2.5% real anual para 2024, lo que implica una revisión al alza desde la estimación de 2.1% del reporte previo. A pesar de que el crecimiento en 2023 fue positivo y alcanzó un nivel de 3.2%, con importantes avances en la mayor parte de los sectores, hacia el cierre del año se observó una desaceleración tanto en el sector secundario como terciario, lo que ocasionó ajustes en las perspectivas de crecimiento en el corto plazo. No obstante,



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM

la presente revisión considera los factores positivos para el crecimiento relacionados con inversiones en el sector de la construcción, el continuo dinamismo positivo del sector externo; así como avances en los niveles de demanda interna y consumo.

Nuestras proyecciones consideran que durante el primer semestre de 2024 se observará una dinámica positiva como resultado de avances en los niveles de consumo², en el comercio al por mayor y al por menor, y en los servicios, respalda por la fortaleza del empleo y el adelanto en el pago de las transferencias sociales. Por parte de la inversión, consideramos que la relacionada con la inversión física presupuestaria del Gobierno, específicamente la obra pública, continuará brindando impulso al sector de la construcción no residencial, mientras que la inversión privada podría comenzar a desacelerarse respecto a los niveles observados en los dos años previos, no obstante, continuaría siendo uno de los ejes principales dentro del crecimiento. Para 2025 consideramos que la actividad económica mostrará un crecimiento de 2.0%, lo que supone una desaceleración desde el 2.5% estimado para 2024. En nuestra perspectiva, el próximo año el consumo se podría moderar por una consolidación en las transferencias y una menor inversión debido a que la gran mayoría de las obras insignia de la presente administración se tiene contemplado concluir las en 2024. Finalmente, también esperamos un menor crecimiento en la actividad económica de Estados Unidos en 2025 respecto a lo observado en 2024 lo que podría frenar las exportaciones de la balanza comercial y el sector manufacturero en México.

Es importante mencionar que el escenario base planteado por HR Ratings se encuentra sujeto a ciertos riesgos tanto al alza como a la baja. Al alza: i) mayor dinamismo del sector manufacturero, como altos niveles de producción en el rubro de transporte como resultado del incremento en la demanda de bienes duraderos por parte de su principal socio comercial (EUA); ii) trayectoria positiva en los niveles de inversión privada con un mayor aprovechamiento con la llegada de inversiones relacionadas al *nearshoring*; iii) fortaleza en los niveles de consumo. A la baja: i) persistentes niveles de inflación por parte del componente subyacente, que afectarían la trayectoria inflacionaria, llevando a que; ii) la tasa de interés se mantenga en niveles superiores al escenario base por un tiempo más prolongado; iii) crecientes riesgos en la coyuntura internacional, lo que afectaría los niveles de demanda externa, y, iv) una reducción en el déficit primario del Gobierno Federal.

Inflación, Tasas de Interés y Tipo de Cambio

Para 2024, estimamos que la inflación promediará 4.36% y que al cierre del año se ubicará en 4.05%. Estas estimaciones se encuentran ligeramente por debajo de lo que estimamos en la revisión anterior para 2024, en donde proyectamos que la inflación promedio se ubicaría en 4.58% y en el fin del periodo en 4.10%. En el resto del horizonte, el promedio se mantuvo prácticamente sin cambios. En la estimación actual, esperamos que el promedio de la inflación de 2025 a 2031 sea de 3.69%, mientras que en el reporte anterior se preveía en 3.76%. En nuestro modelo consideramos que la inflación regresará dentro del rango meta del Banco de México de 3.0% (+/- 1.0%) hasta 2025. La convergencia de la inflación hacia la meta de 3.0% continúa siendo uno de los principales retos del entorno macroeconómico, ya que está variable afecta el endeudamiento del Gobierno Federal a través de los instrumentos indexados a ella, como las UDIS; y por el canal las tasas de política monetaria, ya que una tasa de interés de referencia más restrictiva afecta parte del costo de financiamiento de la deuda.

² El dato del IGAE al mes de febrero indicó una importante recuperación del sector de servicios, con un crecimiento de 1.2% m/m, siendo el mayor avance desde marzo 2021 (2.0% m/m).



Para el cierre de 2024 nuestro escenario contempla que la tasa de interés de referencia se ubique en 10.25%, por arriba del 8.50% que previmos en nuestro reporte de 2023, con ciertos riesgos al alza. Esta diferencia se explica por el cambio en la expectativa de que el Banco de México no iniciará con un ciclo consecutivo de recortes en la tasa de interés, sino que los ajustes serán más bien graduales ante la resistencia que está mostrando el subcomponente de los servicios en la inflación subyacente. De 2025 a 2031 estimamos que la tasa de política monetaria promediará 7.50% en vez de 6.90% previo.

Finalmente, en términos del tipo de cambio, HR Ratings estima en 2024 una depreciación de 6.7% real anual, especialmente hacia el cierre del año, para ubicarse en un nivel de P\$18.4/USD, lo que contrasta con el nivel de P\$19.45/USD que proyectamos en la revisión anterior. No obstante, es importante considerar que la depreciación proyectada por HR Ratings ejerce presiones sobre los niveles proyectados de deuda (externa), por lo que a medida que el cierre del año se acerque o aleje de este nivel, se observará una mejora o un deterioro para la deuda.

Figura 7. Proyecciones para la inflación, tipo de cambio y tasas de interés

	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
PIB Nominal (mil millones de pesos corrientes)	33,889	36,068	38,382	40,853	43,460	46,203	49,122	52,196
PIB Real (mil millones de pesos reales)	25,629	26,143	26,731	27,333	27,947	28,575	29,218	29,874
Tipo de cambio al cierre (USDMXN)	18.38	19.07	19.67	20.17	20.67	21.07	21.51	21.96
Tasa de política monetaria al cierre	10.25%	8.50%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%
Tasa real de referencia	6.08%	4.60%	3.21%	3.21%	3.21%	3.22%	3.23%	3.24%

Fuente: Proyecciones de HR Ratings.

Cuentas Fiscales

Resultados fiscales en 2023

Al cierre de 2023, el Saldo Histórico de los Requerimientos Financieros del Sector Público (SH³) se ubicó en P\$14,866 mil millones (mm); lo que representó un incremento de P\$800mm respecto al cierre de 2022 (P\$14,066mm). Es importante mencionar que este incremento fue menor al observado en 2022 (+P\$962mm). Adicionalmente, destacamos que el SH fue casi idéntico a la estimación de P\$14,858mm mencionada en los Criterios Generales de Política Económica de 2024 (CGPE24). El incremento en la deuda fue sustancialmente inferior al déficit financiero medido con base en los Requerimientos Financieros del Sector Público (RFSP). El SH experimentó un aumento de P\$800mm, mientras que el déficit registró un alza de P\$86.8mm. En este sentido, consideramos que el menor incremento en la deuda fue resultado de la fuerte apreciación del tipo de cambio peso MXN que cerró 2023 en P\$16.92 vs. P\$19.41 en 2022. En este caso, si el SH hubiera sufrido un incremento igual al déficit, excluyendo el efecto cambiario positivo que estimamos en más de P\$563mm, este hubiera representado 48.9% del PIB, más de dos puntos porcentuales por encima del cierre de 2023 o un punto porcentual mayor al cierre en 2022.

HR Ratings considera que en 2023 se observaron diferentes factores que ayudaron a mantener las principales métricas de finanzas públicas dentro de los parámetros establecidos en los CGPE 2024, en donde destaca la apreciación del tipo de cambio peso-dólar, lo que mitigó la tendencia más deficitaria de los principales balances financieros, particularmente el del

³ Métrica de deuda neta calculada por HR Ratings.



Gobierno Federal. Asimismo, la dinámica positiva de la actividad económica por tercer año consecutivo permitió que la deuda neta como porcentaje del PIB se situara en su menor nivel en los últimos tres años.

Deuda

Como puede observarse en la Figura 8, el incremento en términos nominales del Saldo Histórico fue consecuencia del fuerte aumento en la deuda interna que se ubicó en P\$11,306mm, es decir, un incremento de P\$1,367mm. Del lado de la deuda externa⁴, esta se ubicó en P\$3,560mm, lo que representó una disminución de P\$566mm respecto al cierre del año anterior; esta disminución se explica por la apreciación de 16.9% real anual del peso (MXN) vs. el dólar (USD) y la reducción de su saldo en USD de US\$217.3mm a US\$213.1mm.

Figura 8. Evolución de la composición del SHRFSP

Cierre de:	2019	2020	2021	2022	2023
SHRFSP	10,870	12,083	13,104	14,066	14,866
Interno	7,139	7,761	8,696	9,939	11,306
Externo	3,731	4,321	4,408	4,126	3,560
Peso al cierre	18.85	19.95	20.58	19.41	16.92
Externo en USD	198.0	216.6	214.2	212.5	210.4
Presupuestario	9,810	11,070	12,094	13,028	13,833
Gov. Federal	8,535	9,372	10,395	11,493	12,711
Interno	6,663	7,157	8,074	9,262	10,700
Externo	1,873	2,216	2,321	2,231	2,011
Org. & EPEs	1,275	1,698	1,699	1,535	1,122
No Presupuestario	1,060	1,013	1,010	1,038	1,033

Fuente: Elaborado por HR Ratings con base en información de la SHCP.

Al interior del Saldo Histórico, el componente más importante es la deuda presupuestaria cuya participación creció del 92.6% en 2022 a 93.1% en 2023⁵. Esto fue consecuencia del aumento en la deuda neta del del Gobierno Federal cuya participación dentro del SH subió de 81.7% a 85.5%. Lo anterior fue parcialmente compensado por la fuerte reducción en la deuda de los Organismos y las Empresas Productivas del Estado (EPE's), la cual disminuyó no únicamente en términos de su participación dentro del SH (de 5.2% a 3.5%), sino también en términos nominales. La composición se presenta en la Figura 9.

Figura 9. Composición del SHRFSP

Cierre de:	2019	2020	2021	2022	2023
Externo a SHRFSP	34.3%	35.8%	33.6%	29.3%	23.9%
Presupuestario a SH	90.3%	91.6%	92.3%	92.6%	93.1%
Gov. Federal a SH	78.5%	77.6%	79.3%	81.7%	85.5%
Org. & EPEs a SH	11.7%	14.0%	13.0%	10.9%	7.6%
No Presup. a SH	9.7%	8.4%	7.7%	7.4%	6.9%

Fuente: Elaborado por HR Ratings con base en información de la SHCP.

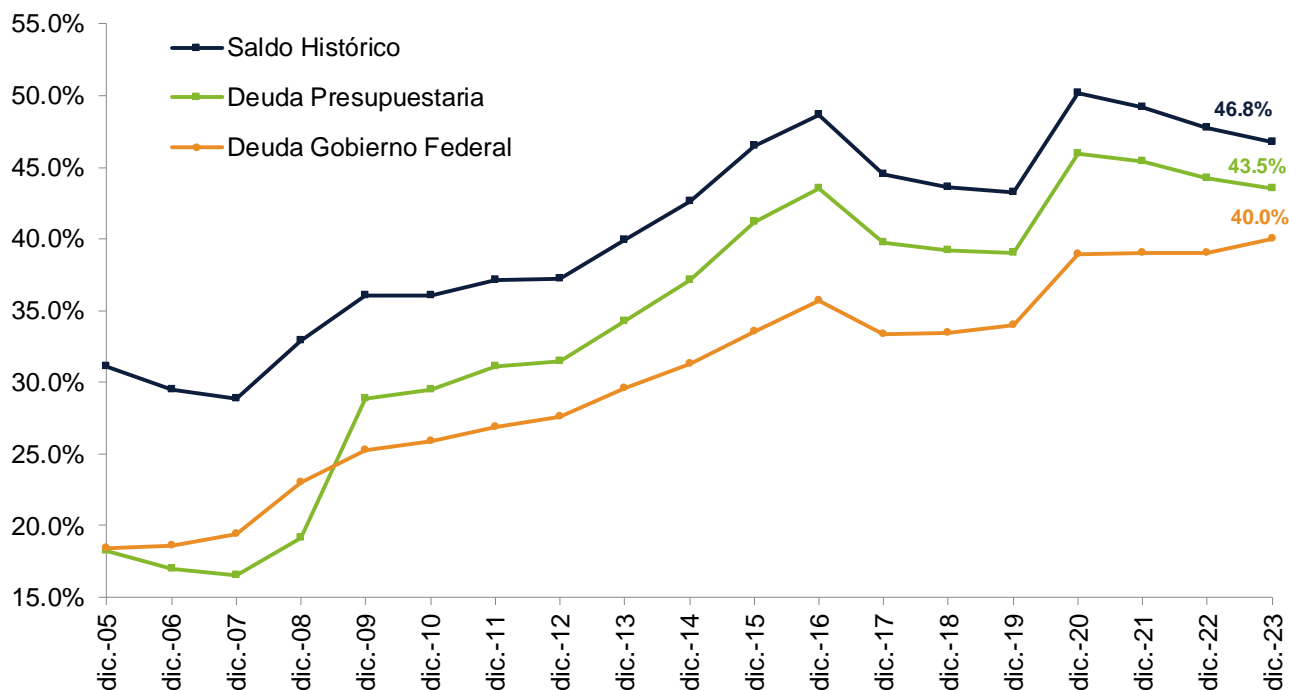
⁴ Deuda Interna denominada en pesos mexicanos y UDI's. Deuda Externa denominada en pesos respecto a las diferentes divisas que lo componen.

⁵ La deuda presupuestaria representa la deuda del Gobierno Federal, Pemex, CFE y activos en pesos que estimamos, en buena parte, son consecuencia de los superávits observados en los balances financieros del IMSS y el ISSSTE, gracias a las transferencias del Gobierno Federal.



Como porcentaje del PIB, el SH mostró una trayectoria descendente por tercer año consecutivo, como puede observarse en la Figura 10, resultado del dinamismo de la actividad económica y la apreciación del peso vs. el USD en 2022 y especialmente en 2023. De acuerdo con estimaciones de HR Ratings, el SH como porcentaje del PIB se ubicó en 46.8%, lo que implicó una disminución desde el 47.8% registrado en el año anterior y una mejora de 340 puntos base (pb) respecto al máximo nivel alcanzado en diciembre 2020 (50.2%). Al cierre de 2023, el SH se encontró por debajo del 47.2% que estimó HR Ratings en la revisión de calificación de deuda soberana de 2023⁶.

Figura 10. SH y Deuda Pública a PIB



Fuente: HR Ratings con información del INEGI (PIB) y de la SHCP.

Deuda Presupuestaria incluye la deuda neta del Gobierno Federal menos los pasivos pensionarios del Gobierno Federal con Pemex, CFE, ISSSTE y el SAR. Deuda del Gobierno Federal incluye la deuda neta interna y externa.

La deuda presupuestaria relativa al PIB también sufrió una reducción respecto a 2022, aunque menor que la disminución observada en el SH. Dentro de la deuda presupuestaria sobresalen dos cambios; el primero es el incremento en la deuda del Gobierno Federal, la cual cerró 2023, de acuerdo con nuestras estimaciones, en 40% del PIB vs. 39.0% en 2022. Segundo, la deuda de los Organismos y las EPEs disminuyó de 5.2% a 3.5%. Este es el segundo año consecutivo de reducción y se ubica por debajo del nivel prepandemia cuando cerró 2019 en 5.1%. El detalle de la composición del SH relativo al PIB se observa en la Figura 11. La reducción en la deuda de los Organismos y las EPES se debe a los superávits del IMSS y ISSSTE, así como al hecho de que la deuda de Pemex se denomina en moneda externa y, por lo tanto, es beneficiada por la apreciación del peso. Adicionalmente, Pemex logró un superávit financiero que permitió una amortización neta de su deuda.

⁶ Para consultar el reporte de revisión de calificación de deuda soberana de México, dirigirse al siguiente enlace: https://www.hrratings.com/pdf/Reporte_Deuda_Soberana_Mexico_2023.pdf



Figura 11. Composición del SHRFSP relativo al PIB

Cierre de:	2019	2020	2021	2022	2023
PIB*	25,143	24,082	26,619	29,453	31,768
SHRFSP	43.2%	50.2%	49.2%	47.8%	46.8%
Interno	28.4%	32.2%	32.7%	33.7%	35.6%
Externo	14.8%	17.9%	16.6%	14.0%	11.2%
Presupuestario	39.0%	46.0%	45.4%	44.2%	43.6%
Gov. Federal	33.9%	38.9%	39.1%	39.0%	40.0%
Interno	26.5%	29.7%	30.3%	31.4%	33.7%
Externo	7.4%	9.2%	8.7%	7.6%	6.3%
Org. & EPEs	5.1%	7.0%	6.4%	5.2%	3.6%
No Presupuestario	4.2%	4.2%	3.8%	3.5%	3.3%

Fuente: Elaborado por HR Ratings con base en información de la SHCP.

*En mil millones de pesos nominales.

La deuda neta del Gobierno Federal aumentó en P\$1,217mm, lo cual fue similar a su déficit de P\$1,221mm. Por su parte, la deuda de los Organismos y EPE's experimentó una reducción de P\$412mm, mayor que su superávit por P\$70.8mm. En el caso del Gobierno Federal, su deuda sufrió aumentos adicionales por aproximadamente P\$130mm, mayoritariamente por el impacto de la inflación sobre el valor en pesos de su deuda denominada en UDIs⁷. Adicionalmente, su deuda en moneda extranjera es relativamente pequeña, en contraste con la deuda de Pemex.

Balance Presupuestario

Al cierre de 2023, los RFSP se ubicaron en P\$1,363mm, lo que representó un crecimiento real anual de 1.2% respecto al cierre del año anterior (-P\$1,276mm). Como se puede observar en la Figura 12, en términos del PIB, los RFSP alcanzaron un déficit de 4.3%, comparable al observado en 2022, aunque este fue superior a los niveles de 2019 a 2021. Por otro lado, el déficit de los RFSP resultó mayor a lo pronosticado en los CGPE 2024⁸. Por su parte, el déficit presupuestario relativo al PIB avanzó del 3.2% a 3.3% como consecuencia del déficit del Gobierno Federal, mientras que los superávits observados en los Organismos de Control Directo (IMSS e ISSSTE) y en las EPEs ayudaron a mitigar parcialmente estos incrementos.

En este sentido, el déficit del Gobierno Federal registró un crecimiento real anual de 18.2%, al pasar de -P\$990mm en 2022 a -P\$1,221mm en 2023 y del 3.4% a 3.9% del PIB respectivamente. La mayor parte del incremento en este déficit se debió al aumento en el costo financiero del Gobierno Federal que pasó de P\$670mm a P\$878mm (ver Figura 12), representando un crecimiento real anual de 24.7%. En parte, esto se puede explicar por el incremento en la tasa de interés, debido a que la tasa de referencia del Banco de México alcanzó un nivel de 11.25%, lo que afectó el refinanciamiento de deuda. Por el contrario, los Organismos y las EPE's acumularon un superávit de P\$71mm y de P\$70.4mm respectivamente.

⁷ El impacto de la actualización de la deuda en UDIs en términos de pesos no se refleja en el déficit del Gobierno Federal sino en los RFSP en la cuenta de las Adecuaciones.

⁸ En los CGPE 2024 se contempló un déficit de P\$1,241mm equivalente a 3.9% del PIB.



Figura 12. Balances financieros anuales

Ejercicio fiscal	(En mil millones de pesos nominales)					Como % del PIB				
	2019	2020	2021	2022	2023	2019	2020	2021	2022	2023
RFSP	-569	-923	-1,000	-1,276	-1,363	-2.3%	-3.8%	-3.8%	-4.3%	-4.3%
Balance público	-394	-676	-752	-951	-1,053	-1.6%	-2.8%	-2.8%	-3.2%	-3.3%
Balance presupuestario	-408	-655	-775	-951	-1,080	-1.6%	-2.7%	-2.9%	-3.2%	-3.4%
Gobierno Federal	-499	-594	-824	-990	-1,221	-2.0%	-2.5%	-3.1%	-3.4%	-3.8%
Organismos*	58	50	39	35	71	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%
Pemex	27	-111	65	38	57	0.1%	-0.5%	0.2%	0.1%	0.2%
CFE	6	0	-55	-34	14	0.0%	0.0%	-0.2%	-0.1%	0.0%
Bal. Presupuestario primario**	259	31	-88	-136	-35	1.0%	0.1%	-0.3%	-0.5%	-0.1%
Gobierno Federal	27	-28	-300	-320	-343	0.1%	-0.1%	-1.1%	-1.1%	-1.1%
Organismos*	58	50	39	35	71	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%
EPEs	174	10	172	149	237	0.7%	0.0%	0.6%	0.5%	0.7%
Pemex	143	-14	207	171	160	0.6%	-0.1%	0.8%	0.6%	0.5%
CFE	31	24	-35	-21	77	0.1%	0.1%	-0.1%	-0.1%	0.2%
Costo Financiero Presupuestario	666	686	687	815	1,045	2.7%	2.8%	2.6%	2.8%	3.3%
Gobierno Federal	526	566	525	670	878	2.1%	2.3%	2.0%	2.3%	2.8%
Pemex	116	97	142	132	104	0.5%	0.4%	0.5%	0.4%	0.3%
CFE	25	24	20	13	63	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.2%

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

*Se refiere al IMSS y el ISSSTE.

**El balance primario excluye el costo financiero.

Ingresos presupuestarios

Como se puede observar en la Figura 13, los ingresos presupuestarios alcanzaron P\$7,039mm en 2023, lo que, a pesar de representar un crecimiento real anual de 1.0%, se encontró por debajo del programado en P\$84.3mm. Con base en estimaciones de HR Ratings, los ingresos totales se ubicaron en 22.2% del PIB. Como puede observarse en la Figura 13, los ingresos mostraron un comportamiento diferenciado entre sus dos principales rubros, ya que los ingresos petroleros reportaron una menor recaudación, mientras que los no petroleros aumentaron al alcanzar 18.8% del PIB vs. 17.4% en 2022.

Los ingresos petroleros cayeron 31.0% real respecto a lo observado en el mismo periodo de 2022, implicando afectaciones respecto a lo programado, al ubicarse P\$238.7mm por debajo de las estimaciones de Hacienda. En parte, esto fue consecuencia de la caída en el precio internacional del petróleo crudo de 22.4% a 72.9 dólares por barril (dpb) vs. 89.2dpb en 2022. Asimismo, el balance de Pemex presentó una caída importante en la venta de bienes y servicios brutos, afectado por la reducción del valor por las ventas internas de productos petrolíferos. En el mismo sentido, los ingresos petroleros del Gobierno Federal mostraron afectaciones en 2023, tanto por los menores ingresos mencionados, así como la reducción del DUC⁹ que pagó Pemex en 2023. En este sentido, los ingresos petroleros del Gobierno Federal se situaron en P\$342mm, una fuerte reducción de 49.0% real anual respecto al mismo periodo de 2022 (P\$640mm). Por su parte, los ingresos no petroleros mostraron un crecimiento de 10.1% real anual, alcanzando los P\$5,960mm, lo que se encontró por debajo del programado por Hacienda en P\$154.3mm. Esto se atribuye en mayor medida al comportamiento de los ingresos tributarios. Relativo al PIB, los ingresos no petroleros representaron el 18.8% vs. el 17.4% en el mismo periodo de 2022.

⁹ En 2023, el DUC que pagó Pemex se ubicó en aproximadamente 40% del total de las ventas de bienes y servicios.



Los ingresos tributarios se ubicaron en P\$4,517.2mm, una reducción de P\$103mm respecto a lo programado. Por otro lado, en términos del PIB se ubicaron en 14.2% vs. el 12.9% observado en el mismo periodo del año anterior. Los rubros por destacar dentro de los ingresos tributarios son el ISR e IVA debido a su importante participación. El ISR mostró un crecimiento real anual de 4.5%, igualando el nivel de recaudación programada, por lo que este rubro ha mostrado una dinámica positiva en los últimos tres años. Del lado del IVA, este había mostrado una trayectoria menos dinámica durante gran parte de 2023, sin embargo, en el 4T23 reflejó un crecimiento en los niveles de recaudación, especialmente durante noviembre y diciembre, en donde acumuló una recaudación 45.5% mayor a la observada en el último bimestre de 2022. En ese sentido, los ingresos por IVA crecieron 5.7% real anual, aunque se situaron P\$52.9mm por debajo de lo programado.

Otro de los datos positivos que observamos en 2023 fue el nivel de recaudación dentro del Impuesto Especial de Producción y Servicios (IEPS), que se ubicó en P\$445.1mm vs. P\$117.5mm en 2022. Es importante señalar que, durante 2022, este rubro sufrió afectaciones en su recaudación como consecuencia de los estímulos fiscales aplicados por Hacienda para contener el fuerte incremento en el precio internacional del petróleo crudo con el objetivo de que este no se trasladará al precio de la gasolina. Sin embargo, relativo al PIB, el IEPS se ubica por debajo de los niveles observados en 2019 y 2021. Del lado de los ingresos no tributarios, este continuó mostrando una dinámica positiva, con un crecimiento de P\$117.9mm respecto a lo programado, lo que sin duda ayudó a mitigar la menor recaudación de los otros rubros.

Por su parte, los ingresos totales de Pemex se situaron en P\$736.6mm, siendo menores a lo programado (P\$826.5mm). En el desglose es importante notar las afectaciones dentro del rubro de venta de bienes y servicios brutos, la cual alcanzó P\$818.3mm, una reducción de 25.0% real anual. Al profundizar dentro de este rubro se puede observar que el valor de las ventas internas de bienes y servicios brutos, al cierre de 2023, sufrieron un importante descenso, situándose en P\$899mm respecto a P\$1,161mm en 2022. La mayor afectación provino de la caída en los ingresos por las ventas internas de gasolinas automotrices, que se ubicaron, de acuerdo con los Indicadores Petroleros publicados por Pemex, en P\$490mm en 2023 vs. P\$605.6mm en 2022.

Los ingresos de las ventas externas mostraron un déficit de -P\$80.2mm, lo que implica que las exportaciones netas se vieron afectadas por un mayor nivel de importaciones de productos sobre las exportaciones¹⁰. No obstante, el nivel de déficit se redujo en 38.7% real anual respecto al mismo periodo de 2022. Los Derechos & Enteros han mostrado un descenso importante en los últimos años, lo que se encuentra en línea con el plan de la actual administración de ir reduciendo la carga fiscal. En este sentido, estos pasaron de representar el 65% al inicio de la administración a 40% en 2023, cerrando en 30% para 2024. Los Derechos & Enteros descendieron en 50.9% real anual en 2023, ubicándose en P\$307.7mm, mientras que los ingresos diversos alcanzaron P\$226mm. Lo anterior se muestra en la caída de los ingresos petroleros del Gobierno Federal. Finalmente, los ingresos de la CFE mostraron un alza de 7.3% real anual, situándose en P\$481.1mm como resultado del crecimiento en las ventas de bienes y servicios.

¹⁰ Los datos de Pemex de los ingresos externos reportados por Hacienda presentan el neto de sus importaciones.



Figura 13. Ingresos Presupuestarios

	(cifras en miles de millones de pesos nominales)					(Como porcentaje del PIB)				
	2019	2020	2021	2022	2023	2019	2020	2021	2022	2023
Total	5,385	5,340	5,961	6,603	7,039	21.4%	22.2%	22.4%	22.4%	22.2%
Petroleros	956	606	1,156	1,482	1,079	3.8%	2.5%	4.3%	5.0%	3.4%
Pemex	524	408	792	841	737	2.1%	1.7%	3.0%	2.9%	2.3%
Gobierno Federal	432	198	365	640	342	1.7%	0.8%	1.4%	2.2%	1.1%
No petroleros	4,429	4,734	4,804	5,121	5,960	17.6%	19.7%	18.0%	17.4%	18.8%
Gobierno Federal	3,574	3,890	3,952	4,150	4,872	14.2%	16.2%	14.8%	14.1%	15.3%
Tributarios	3,203	3,339	3,567	3,809	4,517	12.7%	13.9%	13.4%	12.9%	14.2%
Impuesto sobre la renta	1,687	1,760	1,896	2,270	2,506	6.7%	7.3%	7.1%	7.7%	7.9%
IVA	933	988	1,124	1,222	1,367	3.7%	4.1%	4.2%	4.1%	4.3%
IEPS	460	461	399	118	445	1.8%	1.9%	1.5%	0.4%	1.4%
IEPS gasolinas y diésel	297	300	223	-79	230	1.2%	1.2%	0.8%	-0.3%	0.7%
IEPS no combustibles	163	161	176	197	215	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
Otros tributarios	122	130	148	200	199	0.5%	0.5%	0.6%	0.7%	0.6%
No tributarios	372	551	385	342	355	1.5%	2.3%	1.4%	1.2%	1.1%
Organismos de control directo	427	446	467	546	607	1.7%	1.9%	1.8%	1.9%	1.9%
IMSS	382	390	421	494	552	1.5%	1.6%	1.6%	1.7%	1.7%
ISSSTE	45	56	46	52	54	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
CFE	429	397	385	425	481	1.7%	1.7%	1.4%	1.4%	1.5%

Fuente: HR Ratings con información de la SHCP.

Gastos presupuestarios

Respecto al gasto total del sector público, este alcanzó P\$8,119mm (ver Figura 14), lo que representó un crecimiento real anual de 1.9%, siendo mayor al avance de 1.0% de los ingresos totales. Por otro lado, es importante mencionar que durante el último trimestre del año se observó un ajuste a la baja, especialmente durante los últimos dos meses, por lo que el gasto total acumulado en 2023 fue P\$138.9mm menor al programado. Sin embargo, como lo mencionamos, esto no fue suficiente para contener el déficit observado en el balance presupuestario.

En términos del PIB, en 2023, el gasto presupuestario alcanzó el 25.6%, similar al observado en 2022, aunque este fue mayor al reportado durante la pandemia en 2020 y 2021. Sin embargo, el gasto primario (el cual excluye el costo financiero) sufrió una disminución para representar el 22.3% vs. 22.9% en el año anterior. La reducción relativa en el gasto primario fue necesaria para contener el déficit debido al fuerte aumento en el costo financiero, el cual se ubicó en 3.3% del PIB vs. 2.8% en 2022. Lo anterior se explica por el aumento del financiamiento del Gobierno Federal, mientras que en Pemex se observó una caída por segundo año consecutivo relativo al PIB.

Como se puede observar en la Figura 14, dentro del gasto programable destacó el rubro del Gobierno Federal, que a pesar de que ejerció un menor nivel respecto al aprobado, este fue superior en 2.8% real anual, lo que sin duda se traduce en una fuerte presión. Dentro del Gobierno Federal sobresale el crecimiento en el ejercicio del gasto de los Ramos Administrativos, que fue mayor en P\$108.3mm respecto a lo programado, lo que en el detalle nos deja ver que principalmente dos secretarías ejercieron un mayor presupuesto respecto a lo programado: la Secretaría de Hacienda, con un crecimiento de P\$80.6mm, y la Secretaría de Energía, con un alza de P\$130mm respecto al programado.



Del lado de los Organismos, estos mostraron una reducción de 0.4% real anual; lo cual fue consecuencia del incremento en el gasto del IMSS en 1.1%, lo que no alcanzó a ser mitigado por la reducción de 15.0% real anual en el ISSSTE. Por su parte, las EPE's mostraron una importante disminución de 16.8% real anual en su gasto durante 2023, por lo que este disminuyó a P\$980.3mm. La mayor reducción se encontró dentro de Pemex, en donde se observó una disminución de 18.4% real anual, siendo consecuencia de la caída en el gasto de capital, que se ubicó en P\$357.7mm vs. P\$466.6mm en 2022 (-27.1% real anual). Al interior, la inversión financiera se redujo en 70.2% real anual (P\$135.2mm en 2022 a P\$42.4mm en 2023), derivado de la conclusión de la refinería Dos Bocas. El costo financiero de Pemex mostró una reducción de 25.7% real anual, al ubicarse en P\$103.8mm al cierre de 2023¹¹.

El gasto de la CFE se redujo en 5.0% real anual, relacionado al menor ejercicio en los otros gastos de operación respecto al año pasado, resultado de las menores presiones observadas en la generación de electricidad por medio de gas, que durante 2022 mostró fuertes afectaciones por el incremento en el precio internacional de este *commodity*. Finalmente, las participaciones mostraron un crecimiento real anual de 2.3%, sin embargo, fueron menores en P\$71.6mm respecto a lo programado, lo que es consecuencia de la caída en el nivel de ingresos totales durante el año respecto al programado, mientras que del lado del costo financiero este alcanzó su máximo nivel desde que se tiene registro, ubicándose en P\$1,045mm, representando una variación real anual de 21.8%.

Figura 14. Gastos Presupuestarios

	2019	2020	2021	2022	2023	2019	2020	2021	2022	2023
Gasto Presupuestario Total	5,793	5,995	6,736	7,554	8,119	23.0%	24.9%	25.3%	25.6%	25.6%
Gasto Primario	5,126	5,309	6,049	6,739	7,074	20.4%	22.0%	22.7%	22.9%	22.3%
Programable	4,233	4,450	5,126	5,673	5,900	16.8%	18.5%	19.3%	19.3%	18.6%
Gobierno Federal	3,086	3,258	3,693	4,045	4,384	12.3%	13.5%	13.9%	13.7%	13.8%
Corriente	2,600	2,740	2,945	3,250	3,612	10.3%	11.4%	11.1%	11.0%	11.4%
Subs. & transf. (S&T)	1,517	1,624	1,763	2,007	2,277	6.0%	6.7%	6.6%	6.8%	7.2%
Serv. Personales federalizados	460	478	495	517	571	1.8%	2.0%	1.9%	1.8%	1.8%
Otro corriente	623	638	687	726	764	2.5%	2.7%	2.6%	2.5%	2.4%
Capital	485	518	748	795	772	1.9%	2.2%	2.8%	2.7%	2.4%
Inversión física	326	404	379	554	509	1.3%	1.7%	1.4%	1.9%	1.6%
Inversión financiera	159	114	369	242	264	0.6%	0.5%	1.4%	0.8%	0.8%
Organismos*	369	397	428	511	536	1.5%	1.6%	1.6%	1.7%	1.7%
EPEs	778	795	1,004	1,117	980	3.1%	3.3%	3.8%	3.8%	3.1%
Pemex	381	421	585	671	576	1.5%	1.8%	2.2%	2.3%	1.8%
CFE*	398	374	420	446	404	1.6%	1.6%	1.6%	1.5%	1.3%
No Programable	894	858	924	1,066	1,173	3.6%	3.6%	3.5%	3.6%	3.7%
Participaciones	879	844	917	1,062	1,149	3.5%	3.5%	3.4%	3.6%	3.6%
Adefas	15	15	6	3	25	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%
Costo Financiero	666	686	687	815	1,045	2.7%	2.8%	2.6%	2.8%	3.3%
Gobierno Federal	526	566	525	670	878	2.1%	2.3%	2.0%	2.3%	2.8%
Pemex	116	97	142	132	104	0.5%	0.4%	0.5%	0.4%	0.3%
CFE	25	24	20	13	63	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.2%

Fuente: HR Ratings con información de la SHCP.

*Excluye los gastos financiados por los subsidios y transferencias del Gobierno Federal.

¹¹De acuerdo con las cifras de las finanzas públicas publicadas por la SHCP el costo financiero neto de Pemex cayó de P\$132.4mm en 2022 a P\$103.8mm en 2023, esto de acuerdo con la metodología propuso por la misma secretaria a partir de 2008. Por otra parte, de acuerdo con el estado de flujo de efectivo publicado por Pemex sus intereses netos (incluyendo intereses recibidos por documentos del Gobierno Federal) ascendieron a P\$132.9mm en 2023 vs. P\$144.5mm en 2022.



Gasto en Pensiones e Inversión Física

En esta sección se analiza la evolución de dos áreas de gasto especialmente relevantes: pensiones e inversión física. Durante la última década, el gasto en pensiones ha ejercido importantes presiones dentro del componente del gasto de las finanzas públicas, con una tendencia ascendente. Consideramos que, relativo al PIB, el presupuesto orientado a las pensiones continuará aumentando en 2024. En contraste, la inversión física muestra una tendencia descendente, aunque se ubican por encima, como porcentaje del PIB, del primer año de la actual administración, así como por encima del último año del sexenio anterior. Por otro lado, es importante notar que la inversión física presupuestaria aún se ubica por debajo de lo observado antes del impacto de la caída en el precio internacional del petróleo crudo y la reducción en el volumen nacional de producción. Lo anterior mantiene implicaciones negativas, ya que la inversión pública estimula el desarrollo en el mediano y largo plazo.

Como se puede observar en la Figura 15, el gasto en pensiones¹² muestra un crecimiento de 1.2 puntos porcentuales desde 2014, pasando de 2.9% del PIB a 4.1% en 2023. Lo anterior ha sido presionado por el crecimiento dentro del IMSS, el cual registra un alza de 92pb en el periodo mencionado. En el mismo sentido, el ISSSTE registró un avance, aunque este ha mantenido una trayectoria moderada. Esta dinámica podría restar capacidad al ejercicio del gasto del sector público, debido a que este rubro se considera como un gasto obligatorio dentro del presupuesto.

Figura 15. Gasto Presupuestario en Pensiones como porcentaje del PIB

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Total Presupuestario	2.90%	3.06%	3.12%	3.13%	3.28%	3.49%	3.96%	3.94%	4.01%	4.10%
IMSS	1.39%	1.45%	1.47%	1.53%	1.63%	1.80%	2.08%	2.12%	2.22%	2.34%
ISSSTE	0.77%	0.81%	0.83%	0.84%	0.87%	0.91%	1.02%	0.98%	0.98%	0.99%
CFE	0.15%	0.17%	0.17%	0.16%	0.16%	0.16%	0.18%	0.18%	0.17%	0.17%
Pemex	0.21%	0.26%	0.27%	0.23%	0.23%	0.22%	0.26%	0.24%	0.23%	0.23%
Gobierno Federal & Otros	0.38%	0.37%	0.38%	0.37%	0.38%	0.39%	0.42%	0.41%	0.40%	0.35%

Fuente: HR Ratings con información de la SHCP.

En la Figura 16 se observa la evolución de la inversión física presupuestaria¹³ y sus principales sectores. Como lo mencionamos, esta ha mostrado un importante deterioro respecto al nivel relativo al PIB. En su conjunto, pasó de un nivel de 4.5% en 2014 a 2.8% en 2023. Al interior, existen tres sectores que han reflejado una fuerte reducción en su nivel de inversión, destacando el sector energético, el de comunicaciones y transportes, y el relacionado con el abastecimiento de agua potable y alcantarillado. A pesar de que en los últimos tres años se ha procurado un mayor gasto en inversión dentro de la obra pública, registrando su mejor desempeño desde 2016, este ha sido insuficiente para registrar un cambio de tendencia, y continúa siendo inferior en prácticamente todos los rubros respecto a las métricas de los últimos diez años.

¹² Es importante considerar que estos datos no consideran las transferencias realizadas para el pago de programas sociales como el relacionado a la pensión de los adultos mayores.

¹³ No se considera el gasto asignado para la construcción del Tren Maya, debido a que este se contabiliza dentro del presupuesto de la Secretaría de Defensa Nacional.



Figura 16. Inversión física presupuestaria por sector como porcentaje del PIB

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Inversión física presupuestaria	4.52%	4.02%	3.51%	2.53%	2.55%	2.25%	2.71%	2.60%	3.18%	2.79%
Energético	2.18%	1.77%	1.61%	0.97%	0.93%	0.93%	0.99%	1.16%	1.24%	1.13%
Hidrocarburos (Pemex)	1.97%	1.59%	1.44%	0.85%	0.77%	0.78%	0.81%	1.01%	1.13%	0.99%
Eléctrico (CFE)	0.21%	0.18%	0.17%	0.12%	0.15%	0.15%	0.18%	0.15%	0.12%	0.13%
Salud total	0.06%	0.06%	0.06%	0.06%	0.06%	0.04%	0.09%	0.06%	0.09%	0.07%
Comunicaciones y transportes	0.45%	0.43%	0.37%	0.29%	0.25%	0.20%	0.18%	0.16%	0.16%	0.17%
Educación	0.09%	0.09%	0.06%	0.03%	0.02%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%
Abas. agua potable y alcantarillado	0.24%	0.18%	0.16%	0.07%	0.08%	0.07%	0.07%	0.07%	0.12%	0.16%
Otros	1.51%	1.49%	1.26%	1.12%	1.21%	1.00%	1.38%	1.14%	1.56%	1.25%

Fuente: HR Ratings con información de la SHCP.

Proyecciones Fiscales

Deuda

En los últimos tres años, los niveles de deuda han mostrado una importante tendencia a la baja como resultado de un manejo prudente de las finanzas públicas, el efecto del crecimiento nominal del PIB, así como por el movimiento cambiario favorable. En este sentido, posterior del impacto de la pandemia, los niveles de deuda neta medido con base en el Saldo Histórico mostraron una reducción de 329 puntos base, al ubicarse en 46.9% del PIB al cierre de 2023. Es importante tener en consideración que el incremento en los niveles de recaudación, en particular la relacionada con la tributaria (ISR, IVA, IEPS), ha mitigado el impacto para el balance financiero de aumentos tanto en el gasto primario como los incrementos en el costo financiero.

HR Ratings proyecta que en 2024 la métrica del SH a PIB sufriría un incremento respecto a la trayectoria descendente de los últimos años alcanzando un nivel de 50.8% del PIB, y que estaría afectada por los altos niveles de déficits, especialmente los observados en el balance del Gobierno Federal y el costo financiero. En este sentido, lo anterior se compone de un nivel de 44.6% del PIB para la deuda del Gobierno Federal, mientras que la relacionada a las EPE's representaría 5.9% del PIB y finalmente los otros movimientos en la deuda alcanzarían el 0.8% del PIB. Por otro lado, destaca que la presente estimación se ubica por debajo del nivel proyectado en la revisión anterior de 51.1% del PIB. Sin embargo, esto se puede explicar a que en la revisión de 2023 se consideraba un menor dinamismo en el crecimiento real del PIB que se encontraba balanceado con menores niveles de déficits.

Adicionalmente, es importante considerar que la Secretaría de Hacienda proyectó que el nivel de los RFSP alcanzará su mayor registro en 2024, consecuencia del importante nivel de gasto observado dentro del Gobierno Federal. Lo anterior se encuentra en línea con las estimaciones de HR Ratings, en la que se proyecta que el déficit financiero continuará en altos niveles en el mediano y largo plazo, ubicándose por encima de lo observado antes del impacto de la pandemia, pero significativamente por debajo del nivel esperado para 2024.

Como se puede observar en la Figura 17, para 2025 consideramos que la deuda neta se ubicará en 52.3% del PIB, lo que implicaría un avance de 1.6 puntos porcentuales respecto al periodo anterior, mientras que en el mediano y largo plazo consideramos una trayectoria ascendente en el nivel de deuda neta, aunque esta se encontrará limitada de 2028 en adelante



debido a los niveles sostenibles en el crecimiento de la actividad económica. HR Ratings considera que, hacia el final del periodo de proyección, el SH alcance un nivel de 57.5% del PIB, siendo 3.3 puntos porcentuales por encima de la revisión del año anterior (52.3% del PIB). Finalmente, dos puntos a dar seguimiento en los próximos periodos serán los movimientos en el tipo de cambio peso-dólar y los inflacionarios, los cuales podrían tener impactos en los niveles de deuda.

Figura 17. Deuda soberana de México en miles de millones de pesos y como porcentaje del PIB

Al cierre de:	2021	2022	2023	2024p	2025p	2026p	2027p	2028p	2029p	2030p	2031p
INTERNOS	8,696	9,939	11,306	13,437	14,891	16,382	17,939	19,500	21,120	22,847	24,676
Presupuestario	7,779	8,986	10,344	12,450	13,878	15,341	16,869	18,400	19,988	21,682	23,475
Gobierno Federal	8,074	9,262	10,700	12,839	14,314	15,840	17,427	19,020	20,673	22,443	24,315
Organismos y Empresas Públicas*	-295	-276	-356	-388	-437	-499	-558	-620	-686	-762	-839
No Presupuestario**	917	954	962	987	1,013	1,041	1,070	1,100	1,132	1,166	1,201
EXTERNOS	4,408	4,126	3,560	3,764	3,982	4,207	4,428	4,645	4,863	5,098	5,354
Presupuestario	4,315	4,042	3,490	3,712	3,928	4,150	4,370	4,586	4,802	5,037	5,291
Gobierno Federal	2,321	2,231	2,011	2,266	2,526	2,795	3,075	3,356	3,648	3,961	4,291
Organismos y Empresas Públicas*	1,994	1,811	1,479	1,446	1,402	1,355	1,295	1,229	1,154	1,076	1,000
No Presupuestario (Pidiregas)	93	84	70	53	55	56	58	59	60	62	63
Total Saldo Histórico	13,104	14,066	14,866	17,202	18,874	20,589	22,367	24,145	25,982	27,946	30,030
Presupuestario	12,094	13,028	13,834	16,162	17,806	19,492	21,239	22,985	24,790	26,719	28,766
Gobierno Federal	10,395	11,493	12,711	15,104	16,840	18,635	20,502	22,376	24,321	26,404	28,606
Organismos y Empresas Públicas*	1,699	1,535	1,123	1,058	965	856	738	610	469	315	161
No Presupuestario (Pidiregas)	1,010	1,038	1,032	1,040	1,068	1,097	1,128	1,159	1,192	1,227	1,264
Presupuestario a PIB	45.4%	44.2%	43.5%	47.7%	49.4%	50.8%	52.0%	52.9%	53.7%	54.4%	55.1%
Gobierno Federal a PIB	39.1%	39.0%	40.0%	44.6%	46.7%	48.6%	50.2%	51.5%	52.6%	53.8%	54.8%
Organismos y Empresas Públicas	6.4%	5.2%	3.5%	3.1%	2.7%	2.2%	1.8%	1.4%	1.0%	0.6%	0.3%
No Presupuestario a PIB	3.8%	3.5%	3.2%	3.1%	3.0%	2.9%	2.8%	2.7%	2.6%	2.5%	2.4%
SH a PIB	49.23%	47.76%	46.79%	50.76%	52.33%	53.64%	54.75%	55.56%	56.24%	56.89%	57.53%

Fuente: HR Ratings con información de la SHCP.

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

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

Balance Presupuestario

En los últimos años se ha observado prudencia en las principales cuentas fiscales, lo cual es resultado de las acciones implementadas en contra de la evasión fiscal, que ha beneficiado el crecimiento de los ingresos tributarios, así como el incremento del empleo formal. Lo anterior ha permitido financiar el crecimiento en los niveles de gasto, el cual registra una tendencia ascendente, aunque se ha ubicado por debajo de lo programado.

HR Ratings estima que el déficit presupuestario en 2024 se ubique en 5.11% del PIB (P\$1,732mm), encontrándose por encima de lo estimado por Hacienda¹⁴, por lo que el déficit presupuestario implica una revisión al alza desde el 2.9% del PIB proyectado en la revisión anterior. Como lo mencionamos, en 2024 consideramos que habrá un fuerte nivel de déficit dentro del Gobierno Federal, el cual alcanzará un nivel de P\$1,958.8mm (5.8% del PIB), por lo que será el mayor nivel desde que se tiene registro. Del lado de los Organismos (IMSS e ISSSTE), estos alcanzarían un superávit de P\$36.9mm, mientras que las EPE's aumentarían de manera importante el superávit alcanzando un nivel de P\$188.9mm, beneficiados por la dinámica positiva de Pemex (Ver anexos).

Para 2025, HR Ratings estima una importante reducción en los niveles de déficit presupuestario, ubicándose en P\$1,190.4mm equivalente a 3.30% del PIB. Es importante mencionar que nuestras estimaciones incluyen significativos niveles de

¹⁴ Dentro de los PreCGPE 2025, Hacienda estima un déficit presupuestario de P\$1,700mm.



consolidación fiscal, lo cual implica principalmente una reducción en la inversión física incluyendo su componente contabilizado como gasto corriente (particularmente el Tren Maya). Este supuesto se sustenta por dos factores. El primero, la conclusión de las obras prioritarias del Gobierno durante 2024, lo cual ha permitido que en términos del PIB este rubro se ubique en niveles de 2.7% (incorporando lo clasificado como gasto de capital), que lo ubica como el mayor desde lo observado en 2015 y 2016. El segundo es resultado de la falta de un plan de nacional de desarrollo para el próximo sexenio, lo cual brinda una perspectiva de los principales ejes de inversión de los próximos años, por lo que la ausencia de este implica, por lo menos en el corto plazo, una disminución de la inversión en capital. Del lado de las EPE's, consideramos que se seguirán observando superávits, beneficiado por la evolución de Pemex, en donde la reducción en los niveles importaciones de petrolíferos en conjunto con avances en los niveles de ventas de bienes y servicios brutos y la reducción del DUC, brindará un importante espacio una mayor consolidación de sus finanzas.

Para el resto del periodo de proyección 2026 a 2031, proyectamos que el déficit promedio se ubique en 3.0% del PIB, lo que es superior al 2.5% estimado en la revisión anterior. Como lo mencionamos, parte de las presiones que estamos considerando dentro del déficit del Gobierno Federal provienen tanto de los subsidios y transferencias, así como los aún altos niveles del costo financiero.

En la Figura 18 se puede observar la evolución del balance presupuestario y las principales entidades del sector público como porcentaje del PIB. Sobresale que, de acuerdo con nuestras estimaciones, el balance del Gobierno Federal alcance su mayor déficit en 2024 para luego presentar una disminución en el mediano y largo plazo. No obstante, el nivel proyectado sería superior a los observado en los periodos previos al impacto de la pandemia.

Por parte del balance de Pemex, HR Ratings considera que se continuarán observando superávits dentro del balance financiero de 2024 al final del periodo de proyección, lo cual será resultado de la disminución del gasto de capital una vez concluida las obras de la refinería de Dos Bocas, así como una parcial reducción en el costo financiero.

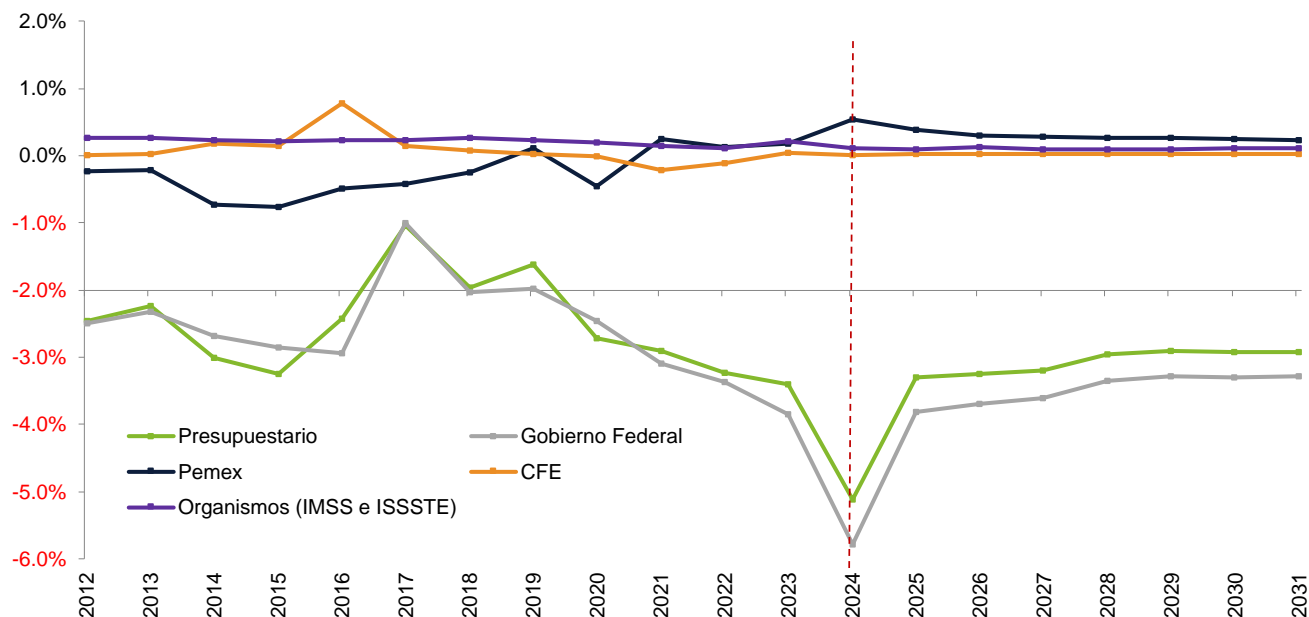
Por otro lado, también evaluamos mayores beneficios en las ventas de bienes y servicios brutos por parte de esta entidad, debido a que los niveles de importaciones de petrolíferos, especialmente las gasolinas, registrarían una disminución a medida que los niveles de refinación dentro del Sistema Nacional de Refinación registren un incremento, en el cual consideramos que en 2024 se alcanzará un nivel de procesamiento de crudo de 901mbd, con una tendencia ascendente hasta alcanzar 1,191mbd en 2031, lo cual es conservador al compararse con los niveles proyectados en el plan de negocios de la entidad. En contraparte, proyectamos que la exportación de petróleo crudo sufrirá una importante disminución en el mediano y largo plazo, debido a que buena parte de la producción de crudo se destinará al mercado doméstico. En este sentido, nuestras proyecciones dentro del balance financiero de Pemex incorporan pérdidas en las ventas externas.

En el mismo sentido, las proyecciones de HR Ratings respecto a los niveles de producción petrolera (petróleo crudo excluyendo condensados) mantienen prudencia respecto a lo estimado en los PreCGPE 2025. Con base en lo anterior, proyectamos que en 2024 se observe un ligero deterioro para alcanzar niveles de 1,562mbd para posteriormente mostrar una tendencia ascendente hacia el final del periodo de proyección en 2031 (1,838mbd).



Como se mencionó, la proyección de Pemex incorpora una disminución en los niveles de exportación de crudo, en línea con lo planteado para abastecer la demanda doméstica del SNR¹⁵. No obstante, consideramos que la entrada en operación de Dos Bocas iniciará hacia el cierre de 2024, con niveles de refinación progresivamente mayores de petrolíferos para alcanzar su mejor desempeño entre 2026 y 2027. En este sentido, proyectamos que la exportación de crudo se reduzca hasta 708mbd al final del periodo.

Figura 18. Principales balances como porcentaje del PIB



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

Por parte de la CFE, presentamos un cambio en nuestras perspectivas respecto a la revisión anterior, ya que ahora consideramos que esta entidad registrará ligeros superávits en el periodo de proyección como resultado del mejor desempeño de los ingresos derivados de las ventas de bienes y servicios, los cuales consideramos se establecerán en niveles en torno al 1.5% del PIB en el mediano y largo plazo. Consideramos que los organismos (IMSS e ISSSTE) continuarán registrando superávits dentro del periodo de proyección, como resultado de los subsidios y transferencias que reciben por parte del Gobierno Federal, lo que permite el correcto funcionamiento de estas entidades. Estos superávits representan incrementos en los activos del SH.

Ingreso Presupuestario

Dentro del desglose, uno de los rubros más importantes dentro del desempeño de las finanzas públicas son los ingresos presupuestarios, los cuales permiten mantener cuentas fiscales sanas a medida que estos registran avances. En este sentido, HR Ratings proyecta que los ingresos presupuestarios se ubiquen en 21.9% del PIB en 2024, siendo ligeramente menores al cierre del año anterior (22.2%). No obstante, esto se encuentra por debajo del nivel esperado en la revisión de 2023 (23.0% del PIB). Al interior, la mayor afectación es consecuencia de la reducción de los ingresos petroleros, que en 2024 alcanzarían

¹⁵ HR Ratings considera el SNR a las seis refinерías existentes más Dos Bocas. Lo anterior excluye la operación de Deer Park.



el 3.0% del PIB vs. 3.4% en 2023. En el desglose consideramos que la disminución de las ventas externas, así como los ingresos diversos provenientes de parte del Gobierno Federal implicarán una disminución en los ingresos petroleros de Pemex. Del lado de los ingresos petroleros del Gobierno Federal, consideramos que la disminución del Derecho de Utilidad Compartida implicará una reducción de los recursos que recibe de Pemex durante todo el periodo de proyección.

Ingresos petroleros

HR Ratings considera a los ingresos petroleros como uno de los rubros más importante de las finanzas públicas, debido a que participación como porcentaje del PIB. En este sentido, tanto Pemex como el Gobierno Federal se benefician de una posición relativamente estable en cuanto precios, volúmenes de producción, refinación y demanda.

En este sentido, al tomar en consideración nuestra estimación de la mezcla mexicana de exportación para 2024 a un precio promedio de 75.35dpb, estimamos que los ingresos petroleros se ubiquen en P\$1,030mm (3.0% del PIB), 0.5pp por debajo de la estimación incluida en la revisión 2023.

Para el periodo 2025, consideramos una disminución de los ingresos petroleros, al ubicarse en 2.9% del PIB y promediando del año 2026 a 2031 un nivel de 2.7% del PIB. Al interior es importante explicar que los ingresos petroleros de Pemex incluyen un progresivo incremento en las ventas de bienes y servicios internas, lo que en parte es mitigado por la caída de las ventas externas como consecuencia de la estrategia de reducción de las exportaciones de crudo para destinarlo a la refinación.

No obstante, al ver únicamente el balance financiero de Pemex consideramos que habrá una mejora, registrando un superávit de 0.5% del PIB en 2024 y 0.4% en 2025, siendo resultado de tres factores. El primero, el comercio exterior presentaría una mejora relativa debido a la reducción en las importaciones totales, especialmente de petrolíferos, en donde estimamos que estas pasarán de un nivel anual de US\$31.5mm en 2023 a US\$27.4mm en 2024, continuando con una tendencia descendente en el periodo de proyección para alcanzar un nivel de US\$16.7mm, lo que permitiría observar superávits dentro de la balanza comercial. En el mismo sentido, el incremento en los niveles de refinación permitiría que la demanda de petrolíferos sea abastecida por el mercado doméstico, alcanzando en el mediano y largo plazo un nivel de producción a ventas de petrolíferos de 74% respecto al 41.0% en 2023. Lo anterior considera la progresiva integración de la refinería Dos Bocas dentro del actual sistema de refinación. No obstante, HR Ratings considera que esta operará en niveles adecuados dentro del periodo de 2026 y 2027.

Del lado de los ingresos no petroleros, estos se mantendrían en un nivel de 18.8% en 2024, apoyados por la recaudación del rubro tributario que en los últimos años ha mostrado un desempeño positivo. Al interior, el componente más relevante es el ISR, que consideramos que alcanzará un nivel de 7.9% del PIB y mantendrá una trayectoria ascendente en el largo plazo para situarse en 8.1% hacia el 2031. De parte del IVA, este se situaría en un nivel de 4.3% del PIB en 2024, lo cual sería respaldado por los niveles de consumo con niveles similares hacia el largo plazo (4.3%). El IEPS es uno de los rubros que esperamos registré un mayor crecimiento, lo que en buen parte está sujeto a los altos niveles de demanda de petrolíferos, especialmente las gasolinas. No obstante, es importante considerar que el precio internacional del petróleo crudo representa una variable importante que podría tener impactos tanto positivos como negativos en los niveles de recaudación del IEPS. Finalmente, los ingresos de los organismos y de la CFE mantendrían una trayectoria constante durante el horizonte de proyección en torno al 2.0% y 1.6% del PIB respectivamente.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM

Figura 19. Ingresos presupuestarios en miles de millones y como porcentaje del PIB

Acumulado a:	2024p	2025p	2026p	2027p	2028p	2029p	2030p	2031p
Total	7,418	7,875	8,380	8,925	9,513	10,148	10,807	11,488
Petroleros	1,030	1,048	1,089	1,138	1,189	1,243	1,300	1,355
Pemex	760	770	796	828	863	900	938	974
Gobierno Federal	270	278	294	309	326	344	362	381
No petroleros	6,388	6,827	7,291	7,787	8,323	8,905	9,507	10,132
Gobierno Federal	5,208	5,568	5,946	6,351	6,792	7,271	7,765	8,277
Tributarios	4,947	5,279	5,620	5,984	6,379	6,832	7,298	7,781
Impuesto sobre la renta	2,660	2,835	3,021	3,219	3,433	3,696	3,954	4,228
IVA	1,440	1,536	1,637	1,740	1,856	1,977	2,112	2,244
IEPS	634	682	722	768	817	869	923	981
Otros tributarios	212	226	241	256	272	290	308	327
No tributarios	261	289	326	368	413	439	467	496
Organismos de control directo	665	708	754	803	854	908	966	1,026
CFE (Propios)	515	552	591	633	678	725	776	830
Ingresos presupuestarios a PIB	21.9%	21.8%	21.8%	21.8%	21.9%	22.0%	22.0%	22.0%
Petroleros	3.0%	2.9%	2.8%	2.8%	2.7%	2.7%	2.6%	2.6%
Pemex	2.2%	2.1%	2.1%	2.0%	2.0%	1.9%	1.9%	1.9%
Gobierno Federal	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%
No petroleros	18.8%	18.9%	19.0%	19.1%	19.2%	19.3%	19.4%	19.4%
Gobierno Federal	15.4%	15.4%	15.5%	15.5%	15.6%	15.7%	15.8%	15.9%
Tributarios	14.6%	14.6%	14.6%	14.6%	14.7%	14.8%	14.9%	14.9%
Impuesto sobre la renta	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	8.0%	8.1%	8.1%
IVA	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%
IEPS	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%
Otros tributarios	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
No tributarios	0.8%	0.8%	0.9%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
Organismos de control directo	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
CFE	1.5%	1.5%	1.5%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%

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

Gasto Presupuestario

HR Ratings estima que el gasto total presupuestario de 2024 se ubicará en 27.0% del PIB (P\$9,151mm), lo que representa el mayor nivel desde que se tiene registro. Lo anterior se explica por el incremento en el gasto programable que alcanza un nivel de 19.5% del PIB. Al interior, el gasto del Gobierno Federal registraría un incremento de 1.1% del PIB, situándose en 14.9%, mientras que el orientado a los organismos alcanzaría el 1.9%. En el mismo sentido, el gasto de las EPE's alcanzaría en 2.8% del PIB, registrando un descenso respecto al año anterior, reflejo de un menor ejercicio del gasto dentro de Pemex.

Del lado del gasto no programable, este alcanzaría el 3.8% del PIB, lo que consideramos será reflejo de un moderado aumento en las participaciones, rubro que pasaría de un nivel de 3.7% del PIB en 2023 a 3.8% en 2024, mientras que el costo financiero continuará mostrando presiones al ubicarse en 3.6% del PIB en 2024 desde 3.3% en 2023.



HR Ratings proyecta que para 2025 se observe una consolidación fiscal en los niveles de gasto, lo que como mencionamos en la sección de balances permitiría que el balance presupuestario y los RFSP reflejen una considerable reducción desde lo observado en 2024. En este sentido, el gasto presupuestario sería de 25.1% del PIB en 2025, beneficiado por la disminución del gasto programable que se situaría en 18.0% del PIB. Al interior, proyectamos que la consolidación del gasto se realice dentro del rubro del Gobierno Federal, el cual es el más susceptible a recortes. Con base en lo anterior, el Gobierno Federal presentaría un gasto equivalente al 13.2% del PIB, especialmente por la disminución del gasto de capital que pasaría de un nivel de 3.0% en 2024 a 2.3% en 2025. En el mismo sentido, los subsidios y transferencias que no están relacionados a la CFE y los organismos reflejarían una disminución ubicándose en 6.8% del PIB en 2025.

Figura 20. Gastos presupuestarios en miles de millones y como porcentaje del PIB

Acumulado a:	2024p	2025p	2026p	2027p	2028p	2029p	2030p	2031p
Gasto Presupuestario Total	9,151	9,066	9,628	10,236	10,806	11,496	12,255	13,037
Gasto Primario	7,922	7,891	8,385	8,924	9,431	10,016	10,663	11,327
Programable	6,620	6,506	6,915	7,363	7,768	8,237	8,764	9,303
Gobierno Federal	5,049	4,773	5,052	5,366	5,632	5,960	6,341	6,711
Organismos*	628	673	708	764	817	871	924	994
EPEs	943	1,060	1,155	1,232	1,319	1,406	1,499	1,599
Pemex	479	542	593	629	667	707	749	794
CFE*	464	518	562	603	652	699	750	804
No Programable	1,302	1,386	1,471	1,561	1,663	1,779	1,899	2,024
Participaciones	1,260	1,342	1,428	1,520	1,619	1,733	1,850	1,971
Adefas	42	43	42	41	43	46	49	52
Costo Financiero o no Primario	1,228	1,174	1,243	1,312	1,375	1,480	1,591	1,710
Gobierno Federal	1,085	1,060	1,136	1,211	1,282	1,393	1,510	1,635
Pemex	98	91	87	83	78	72	67	62
CFE	45	23	20	18	15	14	14	13
Gasto Presupuestario a PIB	27.0%	25.1%	25.1%	25.1%	24.9%	24.9%	24.9%	25.0%
Gasto Primario	23.4%	21.9%	21.8%	21.8%	21.7%	21.7%	21.7%	21.7%
Programable	19.5%	18.0%	18.0%	18.0%	17.9%	17.8%	17.8%	17.8%
Gobierno Federal	14.9%	13.2%	13.2%	13.1%	13.0%	12.9%	12.9%	12.9%
Organismos*	1.9%	1.9%	1.8%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%
EPEs	2.8%	2.9%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.1%	3.1%
Pemex	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
CFE*	1.4%	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
No Programable	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	3.9%	3.9%	3.9%
Participaciones	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%	3.8%	3.8%	3.8%
Adefas	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
Costo Financiero o no Primario	3.6%	3.3%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.3%
Gobierno Federal	3.2%	2.9%	3.0%	3.0%	2.9%	3.0%	3.1%	3.1%
Pemex	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%
CFE	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Fuente: HR Ratings con información de la SHCP. Los datos a partir de 2024 son estimaciones de HR Ratings. Cifras en miles de millones de pesos.

*Excluye los gastos financiados por los subsidios y transferencias del Gobierno Federal.

Hacia el mediano y largo plazo el modelo de HR Ratings considera continuidad con la consolidación fiscal, con niveles de gasto promedio de 25.0% del PIB para el periodo de 2026 a 2030. Al interior el gasto programable alcanzaría 17.9% del PIB, lo que consideramos un nivel sostenible en torno a los niveles de recaudación proyectados. No obstante, consideramos que



la apertura a la discusión de una reforma fiscal podría implicar una oportunidad para mejorar los principales balances fiscales en los próximos años. Del lado de las participaciones, este rubro continuaría mostrando una trayectoria ascendente en términos del PIB, promediando 3.7% de 2026 a 2031, mientras que el costo financiero reflejaría un descenso en los próximos periodos para situarse en 3.2% del PIB.

Gasto corriente, capital y costo financiero

HR Ratings considera que el gasto corriente mostrará un importante nivel en 2024, alcanzando el 11.9% del PIB, presionado por los subsidios y transferencias hacia los organismos y la CFE, que en su conjunto alcanzarían el 3.7% del PIB, mientras que los servicios personales se mantendrían en un nivel similar al observado en el mismo periodo de 2023 (3.5%). De 2025 hacia adelante, el gasto corriente mantendría una trayectoria descendente, derivado de la consolidación fiscal que proyectamos, por lo que este rubro se ubicaría en 10.9% del PIB en 2025 y promediaría este mismo nivel de 2026 a 2031. Los subsidios y transferencias se situarán en 6.8% del PIB durante todo el horizonte de proyección, mientras que el gasto en servicios personales se fijaría en 3.3% del PIB.

Del lado del gasto de capital, consideramos que para 2025 se registre una importante disminución respecto a los niveles observados en los años anteriores. En este sentido, proyectamos que en 2025 este rubro se ubique en 2.3% del PIB para disminuir hasta un nivel de 2.0% en el último periodo de proyección. No obstante, como lo mencionamos, este rubro está sujeto a los nuevos lineamientos que serán establecidos en el Plan Nacional de Desarrollo todavía por definirse por parte de la nueva administración.

Finalmente, el costo financiero mostraría una trayectoria descendente, situándose en 3.3% del PIB en 2025 y 3.2% en 2026. Las mayores presiones provendrían de parte del costo de la deuda del Gobierno Federal que se situaría en 2.9% del PIB en 2025 para posteriormente situarse en un nivel de 3.0% en promedio para el periodo de 2026 a 2031. Del lado del costo financiero de Pemex y CFE, este se reduciría en el largo plazo, colocándose en 0.1% y prácticamente 0% respectivamente, por lo que las grandes presiones se ubican dentro del Gobierno Federal.

Cuentas Externas

Balanza de Pagos en 2023

En 2023, la balanza de pagos mostró estabilidad con un déficit en la cuenta corriente que fue más que compensado por el pequeño superávit de la cuenta de capital y un amplio superávit en la cuenta financiera. En los resultados de 2023, por componentes destaca la notable disminución en el déficit de cuenta corriente, el cual fue consecuencia de la reducción en el déficit de la balanza de bienes y servicios, así como del mayor superávit en la cuenta de ingreso secundario (remesas) que no alcanzó a ser compensado por el incremento en el déficit de la balanza de ingreso primario. Por su parte, la pequeña cuenta de capital registró su primer superávit de los últimos seis años. Finalmente, la cuenta financiera (sin considerar el cambio en los activos de reserva del Banco de México) amplió su superávit por medio de una mayor captación de inversiones y reinversiones provenientes del exterior. Los detalles de todas estas cuentas los comentaremos con mayor detalle en los siguientes apartados.



Cuenta Corriente

La cuenta corriente registró una disminución en el déficit para ubicarse en US\$5,716 millones de dólares (m), equivalente a 0.3% del PIB, desde los US\$17,667m registrados en 2022, equivalente a 1.2% del PIB. Como puede observarse en la Figura 21, el menor déficit de cuenta corriente se explicó por una reducción considerable en el déficit de la balanza de bienes y servicios, así como por crecimiento en el superávit de la cuenta de ingreso secundario, en donde se contabiliza la entrada de remesas. Estos resultados fueron parcialmente mitigados por un incremento en el déficit del balance de ingreso primario (intereses y dividendos). Sin embargo, es importante notar que la salida en el ingreso primario fue complementada por entradas importantes en la IED especialmente de entidades ya establecidas en México, por medio de la reinversión de utilidades, como veremos con más detalle en la sección de cuenta financiera. Por su parte, la cuenta de capital registró un superávit por US\$28m, que se compara positivamente con el déficit de US\$76m registrado el año anterior.

Figura 21. Cuenta corriente y de capital con flujos UDM (millones de USD)

	Datos Anuales				
	2019	2020	2021	2022	2023
Cuenta Corriente	-3,871	26,905	-4,493	-17,667	-5,716
Balance de bienes y servicios	-4,266	21,712	-23,128	-42,530	-24,515
Balance de bienes	5,168	34,151	-10,730	-27,078	-5,542
Mercancías petroleras	-21,413	-13,753	-24,461	-35,142	-18,536
Mercancías no petroleras	26,775	47,938	13,707	8,263	13,073
Bienes adquiridos en puertos	-195	-34	24	-199	-79
Balance de servicios	-9,433	-12,439	-12,398	-15,452	-18,973
Balance de ingreso primario	-36,749	-36,959	-33,944	-33,820	-44,324
Balance de utilidades y dividendos	-19,038	-17,018	-15,498	-18,284	-27,028
Balance de intereses	-20,286	-22,208	-20,993	-18,120	-20,203
Balance de ingreso secundario	37,144	42,152	52,578	58,683	63,124
Cuenta Corriente como % del PIB	-0.30%	2.38%	-0.34%	-1.21%	-0.32%
Balance de bienes y servicios como % del PIB	-0.33%	1.92%	-1.76%	-2.90%	-1.37%
Balance de ingreso primario como % del PIB	-2.82%	-3.27%	-2.59%	-2.31%	-2.47%
Balance de ingreso secundario como % del PIB	2.85%	3.73%	4.00%	4.01%	3.52%

Fuente: HR Ratings con información del Banco de México.

La disminución en el déficit de la balanza de bienes y servicios se explica, en su mayoría, por el menor déficit observado en la balanza de bienes, que analizamos con mayor detalle en la Figura 22. Excluyendo los bienes adquiridos en puertos, el déficit de la balanza de bienes en 2023 fue de US\$5,465 millones, que se compara con el déficit de US\$26,879 millones reportado en 2022. Esta disminución fue resultado de la reducción en el déficit de las mercancías petroleras y al incremento en el superávit de las mercancías no petroleras.

La balanza petrolera pasó de US\$35,142 millones en 2022, a US\$18,536 millones en 2023. Esta reducción se atribuye a la caída en los precios internacionales del petróleo en 2023 vs. 2022. En 2022, el precio del petróleo crudo Brent promedió 101 dólares por barril (dpb), en comparación con los 83dpb que promedió en 2023; el mayor precio de referencia internacional de



2022 encareció las importaciones de productos petrolíferos. De acuerdo con una estimación realizada por HR Ratings, en 2022 el precio implícito de las importaciones de petrolíferos fue de US\$129dpb, mientras que en 2023 fue de US\$107dpb. Por su parte, el superávit en mercancías no petroleras fue US\$13,073 millones y fue mayor al observado en 2022 (US\$8,263 millones). Lo anterior fue resultado del mayor dinamismo de las exportaciones que estuvieron principalmente impulsadas por el sector automotriz. Entre 2022 y 2023, las manufacturas automotrices aumentaron sus exportaciones en US\$23,672 millones, lo cual fue parcialmente mitigado por menores exportaciones manufactureras en otros sectores. De lado de las importaciones, las de bienes de consumo fueron particularmente fuertes y aumentaron en US\$14,168 millones en comparación con 2022. Asimismo, las importaciones de bienes de capital aumentaron en US\$9,649 millones entre 2022 y 2023. En contraste, las importaciones de bienes intermedios disminuyeron respecto al año anterior en US\$7,597 millones, lo que ayudó a compensar el avance de las importaciones de consumo y capital.

Figura 22. Cuenta corriente y de capital con flujos UDM (millones de USD)

	Datos Anuales				
	2019	2020	2021	2022	2023
Balance total de mercancías (I - II)	5,362	34,185	-10,754	-26,879	-5,464
Balance petrolero (A-C)	-21,413	-13,753	-24,461	-35,142	-18,536
Balance no petrolero (B-D)	26,775	47,938	13,707	8,263	13,073
Balance productivo* (B-d1)	111,854	116,561	100,511	112,982	141,609
I. Exportaciones totales	460,604	417,171	494,949	577,735	593,012
A. Exportaciones petroleras	25,794	17,655	29,390	38,972	33,219
B. Exportaciones no petroleras	434,810	399,515	465,559	538,763	559,793
Manufactureras	410,789	373,823	436,082	508,422	528,838
Automotrices	147,752	122,893	139,842	165,232	188,903
Otras	263,036	250,930	296,240	343,190	339,934
Agrícolas	17,832	18,285	19,922	21,192	21,784
Mineras	6,189	7,407	9,555	9,150	9,171
II. Importaciones totales	455,242	382,986	505,703	604,615	598,475
C. Importaciones petroleras	47,207	31,408	53,851	74,114	51,755
Consumo	17,315	10,630	15,749	23,750	17,048
Intermedios	29,891	20,778	38,103	50,364	34,707
D. Importaciones no petroleras	408,035	351,578	451,852	530,500	546,720
d1. Bienes intermedios	322,956	282,955	365,048	425,781	418,184
Bienes de consumo	43,843	35,350	46,276	56,517	70,685
Bienes de capital	41,236	33,273	40,528	48,203	57,852
Intermedios a manufactureras 1_/	78.6%	75.7%	83.7%	83.7%	79.1%

Fuente: HR Ratings con información original del INEGI.

1_/ Importaciones de bienes intermedios no petroleros a exportaciones manufactureras.

*HR Ratings define el balance productivo como la diferencia entre las exportaciones no petroleras y las importaciones de bienes intermedios.

En la balanza de ingreso primario se registró un déficit históricamente alto de US\$44,324m, derivado del pago utilidades y dividendos, y de intereses. Esta importante salida fue resultado de un pago históricamente alto de utilidades, por US\$27,028 millones más un pago de US\$20,203 millones en intereses. Mientras tanto, la balanza de ingreso secundario (US\$63,124m) continuó creciendo respecto al año anterior por décimo año consecutivo y este superávit compensó el déficit de la balanza de ingreso primario. Aquí es importante destacar que las remesas siguen siendo el principal subcomponente de esta cuenta, y aunque su crecimiento ya no es a doble dígito como lo fue en los tres años previos, su avance continúa siendo significativo. En 2023, el crecimiento de la entrada de remesas al país fue 7.6% a/a con cifras de los UDM, mientras que, en 2020, 2021 y 2022, estas entradas fueron de 12.0%, 26% y 12%.



@HRRATINGS



HR RATINGS

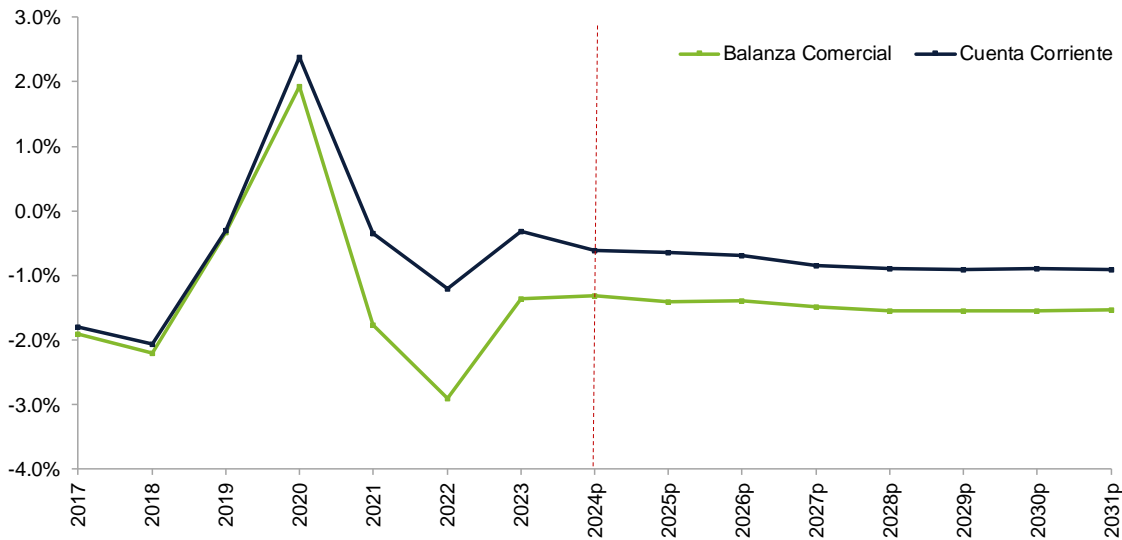


WWW.HRRATINGS.COM

Proyecciones de Cuenta Corriente

En la Figura 23 se presentan nuestras proyecciones de 2024 en adelante para la cuenta corriente incluyendo la balanza comercial. En 2024, estimamos un déficit de cuenta corriente de 0.61% del PIB, que se compara con el déficit de 0.32% del PIB registrado en 2023. De 2025 a 2031, el déficit promedio de la cuenta corriente se ubicaría en 0.82%, lo que resulta superior al déficit de 0.86% estimado en el reporte previo. La explicación detrás de las proyecciones de mayores déficits en cuenta corriente en los años siguientes se debe al aumento en el déficit proyectado en la balanza de bienes y servicios como resultado de la disminución del superávit la balanza de bienes no petrolera, además de una desaceleración en las exportaciones manufactureras, que en los últimos años se vieron impulsadas por la fuerte demanda proveniente del exterior, especialmente de Estados Unidos. No obstante, a medida que prevemos una desaceleración económica en el entorno internacional en los últimos años, es previsible que la demanda por mercancías en México también disminuya un poco, en comparación con lo observado en los últimos años.

Figura 23. Proyecciones de la cuenta corriente y la balanza de pagos como % del PIB



Fuente: HR Ratings con información del Banco de México. De 2023 en adelante son proyecciones de HR Ratings.

Cuenta Financiera

La cuenta financiera sin considerar el cambio en los activos de reserva fue superavitaria por US\$13,919 millones, lo que resultó superior al superávit registrado en 2022 por US\$13,125m. Dicho saldo se originó por una entrada de US\$29.6mm por concepto de inversión directa (endeudamiento neto), más US\$1.2mm en el renglón de otra inversión, menos préstamos netos por US\$11.2mm en la cuenta de inversión de cartera y una salida de US\$5.6mm en el rubro de derivados. Considerando los activos de reserva, los cuales tuvieron una variación de US\$7.6mm, se registró un superávit de US\$6.3mm en la cuenta financiera.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM

Figura 24. Cuenta Financiera en flujos UDM (millones de USD)

	Datos Anuales				
	2019	2020	2021	2022	2023
Inversión Extranjera Directa	23,862	26,490	33,954	21,780	29,629
Adquisición neta de activos	-6,084	-5,033	207	-17,323	-374
Pasivos netos incurridos	29,946	31,524	33,748	39,104	30,003
Inversión de Cartera Neta	7,076	-10,309	-41,579	-5,112	-11,273
Derivados Financieros	-1,672	1,800	-2,113	-2,924	-5,610
Otra Inversión Neta	-10,716	-26,780	21,746	-620	1,173
Cuenta Financiera sin Activos de Reserva	18,550	-8,798	12,008	13,125	13,919
Activos de Reserva*	-2,638	-11,990	-10,288	1,692	-7,582
Cuenta Financiera con Activos de Reserva	21,188	3,192	22,296	11,433	6,337

Fuente: HR Ratings con información del Banco de México.

En la Figura 25 presentamos un mayor desglose de los flujos de Inversión Extranjera Directa (IED) en México y en el exterior. En 2023, México recibió US\$36,058 millones en IED, de los cuales, 74% correspondió a reinversiones, un 13% a nuevas inversiones, y 13% por concepto de cuentas entre compañías. La IED en México resultó ligeramente inferior a la que se observó en 2022, sin embargo, fue la segunda entrada más alta desde el 2014, cuando se registró una entrada por US\$48,354m. Asimismo, es importante destacar que la inversión extranjera en el exterior, que se refiere a las inversión de mexicanos en el extranjero, disminuyó considerablemente entre 2022 y 2023, lo que sugiere que más recursos se quedaron dentro del país.

Figura 25. Flujos de Inversión Directa (millones de USD)

	Datos anuales				
	2019	2020	2021	2022	2023
Inversión Directa	23,862	26,490	33,954	21,780	29,629
En México	34,617	28,211	31,829	36,312	36,058
Nuevas Inversiones	13,569	6,741	13,684	18,147	4,817
Reinversiones	18,179	16,135	12,913	16,202	26,631
Cuentas entre compañías	2,869	5,334	5,232	1,962	4,610
En el exterior	-10,755	-1,720	2,125	-14,532	-6,429
Nuevas Inversiones	-3,481	-1,086	3,989	-3,999	559
Reinversiones	-5,355	-4,419	-4,165	-8,549	-6,342
Cuentas entre compañías	-1,919	3,784	2,301	-1,984	-647

Fuente: HR Ratings con información del Banco de México.



Anexo 1. Variables Macroeconómicas

	2021	2022	2023p	2024p	2025p	2026p	2027p	2028p	2029p	2030p	2031p
PIB Nominal	26,619	29,453	31,768	33,889	36,068	38,382	40,853	43,460	46,203	49,122	52,196
PIB Real*	23,301	24,221	25,003	25,629	26,143	26,731	27,333	27,947	28,575	29,218	29,874
Crecimiento Real (UDM)	5.74%	3.95%	3.23%	2.50%	2.00%	2.25%	2.25%	2.25%	2.25%	2.25%	2.25%
Crecimiento Nominal (UDM)	10.54%	10.65%	7.86%	6.67%	6.43%	6.42%	6.44%	6.38%	6.31%	6.32%	6.26%
Inflación Deflactor (UDM)	4.54%	6.44%	4.49%	4.07%	4.34%	4.08%	4.09%	4.04%	3.97%	3.98%	3.92%
Tasa de la política monetaria al cierre	5.50%	10.50%	11.25%	10.25%	8.50%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%
Tipo del cambio al cierre	20.58	19.41	16.92	18.38	19.07	19.67	20.17	20.67	21.07	21.51	21.96

Fuente: HR Ratings con información de la SHCP. Los datos a partir del año 2024 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:	2021	2022	2023	2024p	2025p	2026p	2027p	2028p	2029p	2030p	2031p
INTERNOS	8,696	9,939	11,306	13,437	14,891	16,382	17,939	19,500	21,120	22,847	24,676
Presupuestario	7,779	8,986	10,344	12,450	13,878	15,341	16,869	18,400	19,988	21,682	23,475
Gobierno Federal	8,074	9,262	10,700	12,839	14,314	15,840	17,427	19,020	20,673	22,443	24,315
Organismos y Empresas Públicas*	-295	-276	-356	-388	-437	-499	-558	-620	-686	-762	-839
No Presupuestario**	917	954	962	987	1,013	1,041	1,070	1,100	1,132	1,166	1,201
EXTERNOS	4,408	4,126	3,560	3,764	3,982	4,207	4,428	4,645	4,863	5,098	5,354
Presupuestario	4,315	4,042	3,490	3,712	3,928	4,150	4,370	4,586	4,802	5,037	5,291
Gobierno Federal	2,321	2,231	2,011	2,266	2,526	2,795	3,075	3,356	3,648	3,961	4,291
Organismos y Empresas Públicas*	1,994	1,811	1,479	1,446	1,402	1,355	1,295	1,229	1,154	1,076	1,000
No Presupuestario (Pidiregas)	93	84	70	53	55	56	58	59	60	62	63
Total Saldo Histórico	13,104	14,066	14,866	17,202	18,874	20,589	22,367	24,145	25,982	27,946	30,030
Presupuestario	12,094	13,028	13,834	16,162	17,806	19,492	21,239	22,985	24,790	26,719	28,766
Gobierno Federal	10,395	11,493	12,711	15,104	16,840	18,635	20,502	22,376	24,321	26,404	28,606
Organismos y Empresas Públicas*	1,699	1,535	1,123	1,058	965	856	738	610	469	315	161
No Presupuestario (Pidiregas)	1,010	1,038	1,032	1,040	1,068	1,097	1,128	1,159	1,192	1,227	1,264
Presupuestario a PIB	45.4%	44.2%	43.5%	47.7%	49.4%	50.8%	52.0%	52.9%	53.7%	54.4%	55.1%
Gobierno Federal a PIB	39.1%	39.0%	40.0%	44.6%	46.7%	48.6%	50.2%	51.5%	52.6%	53.8%	54.8%
Organismos y Empresas Públicas	6.4%	5.2%	3.5%	3.1%	2.7%	2.2%	1.8%	1.4%	1.0%	0.6%	0.3%
No Presupuestario a PIB	3.8%	3.5%	3.2%	3.1%	3.0%	2.9%	2.8%	2.7%	2.6%	2.5%	2.4%
SH a PIB	49.23%	47.76%	46.79%	50.76%	52.33%	53.64%	54.75%	55.56%	56.24%	56.89%	57.53%

Fuente: HR Ratings con información de la SHCP.

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

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



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM

Anexo 2.2 Balances Financieros en miles de millones de pesos

	2021	2022	2023	2024p	2025p	2026p	2027p	2028p	2029p	2030p	2031p
Balance presupuestario	-774.9	-951.3	-1,079.6	-1,732.9	-1,190.4	-1,245.6	-1,308.5	-1,287.2	-1,342.3	-1,437.2	-1,526.3
Gobierno Federal	-824.3	-989.9	-1,220.8	-1,958.8	-1,372.7	-1,419.2	-1,477.4	-1,459.1	-1,517.9	-1,623.9	-1,711.1
Pemex	65.0	38.3	56.6	183.0	136.8	115.9	116.1	118.1	120.5	121.5	117.5
CFE	-54.7	-34.3	13.8	6.0	10.6	9.1	12.5	10.9	12.1	12.6	12.4
Organismos de Control Directo	39.1	34.5	70.8	36.9	35.0	48.6	40.3	42.9	43.0	52.5	54.9
Organismos bajo control indirecto	22.4	0.4	27.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Balance Público	-752.5	-950.9	-1,052.6	-1,732.9	-1,190.4	-1,245.6	-1,308.5	-1,287.2	-1,342.3	-1,437.2	-1,526.3
Otras entidades dentro de los RFSP	9.2	-38.0	-34.6	-25.0	-26.3	-27.6	-28.9	-30.4	-31.9	-33.5	-35.2
Adecuaciones a los RFPS	-256.7	-287.3	-275.8	-262.6	-279.6	-297.0	-319.5	-340.1	-363.6	-383.4	-409.3
Indentificables de la deuda	-110	-123	-140	-131	-143	-155	-172	-186	-204	-217	-236
Otras	-147	-165	-136	-131	-137	-142	-148	-154	-160	-166	-173
RFSP	-1,000.0	-1,276.2	-1,363.0	-2,020.6	-1,496.2	-1,570.2	-1,656.9	-1,657.6	-1,737.8	-1,854.2	-1,970.8
Ajustes no RFPS al SH	21.2	-314.6	-563.1	315.7	175.5	145.1	121.3	120.2	99.8	109.2	113.6
Costo Financiero Presupuestario	-686.7	-815.2	-1,045.1	-1,228.2	-1,174.3	-1,243.3	-1,312.0	-1,374.8	-1,479.6	-1,591.2	-1,710.1
Balance Primario Presupuestario	-88	-136	-35	-505	-16	-2	4	88	137	154	184
Balance Presupuestario a PIB	-2.91%	-3.23%	-3.40%	-5.11%	-3.30%	-3.25%	-3.20%	-2.96%	-2.91%	-2.93%	-2.92%
RFSP a PIB	-3.76%	-4.33%	-4.29%	-5.96%	-4.15%	-4.09%	-4.06%	-3.81%	-3.76%	-3.77%	-3.78%
Balance Primario Presupuestario a PIB	-0.33%	-0.46%	-0.11%	-1.49%	-0.04%	-0.01%	0.01%	0.20%	0.30%	0.31%	0.35%
Adecuaciones a PIB	-0.96%	-0.98%	-0.87%	-0.78%	-0.78%	-0.77%	-0.78%	-0.78%	-0.79%	-0.78%	-0.78%
Costo Financiero Presupuestario a PIB	-2.58%	-2.77%	-3.29%	-3.62%	-3.26%	-3.24%	-3.21%	-3.16%	-3.20%	-3.24%	-3.28%

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

Anexo 2.3 Ingresos presupuestarios en miles de millones de pesos

	2021	2022	2023	2024p	2025p	2026p	2027p	2028p	2029p	2030p	2031p
Ingresos Presupuestarios	5,961	6,603	7,039	7,418	7,875	8,380	8,925	9,513	10,148	10,807	11,488
Petroleros	1,156	1,482	1,079	1,030	1,048	1,089	1,138	1,189	1,243	1,300	1,355
Gobierno Federal	365	640	342	270	278	294	309	326	344	362	381
Pemex	792	841	737	760	770	796	828	863	900	938	974
No petroleros	4,804	5,121	5,960	6,388	6,827	7,291	7,787	8,323	8,905	9,507	10,132
Gobierno Federal	3,952	4,150	4,872	5,208	5,568	5,946	6,351	6,792	7,271	7,765	8,277
Tributarios	3,567	3,809	4,517	4,947	5,279	5,620	5,984	6,379	6,832	7,298	7,781
No tributarios	385	342	355	261	289	326	368	413	439	467	496
CFE	385	425	481	515	552	591	633	678	725	776	830
IMSS & ISSSTE	467	546	607	665	708	754	803	854	908	966	1,026
Ingresos Presupuestarios a PIB	22.4%	22.4%	22.2%	21.9%	21.8%	21.8%	21.8%	21.9%	22.0%	22.0%	22.0%
Petroleros	4.3%	5.03%	3.4%	3.0%	2.9%	2.8%	2.8%	2.7%	2.7%	2.6%	2.6%
Gobierno Federal	1.4%	2.2%	1.1%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%
Pemex	3.0%	2.9%	2.3%	2.2%	2.1%	2.1%	2.0%	2.0%	1.9%	1.9%	1.9%
No petroleros	18.0%	17.4%	18.8%	18.8%	18.9%	19.0%	19.1%	19.2%	19.3%	19.4%	19.4%
Gobierno Federal	14.8%	14.1%	15.3%	15.4%	15.4%	15.5%	15.5%	15.6%	15.7%	15.8%	15.9%
Tributarios	13.4%	12.9%	14.2%	14.6%	14.6%	14.6%	14.6%	14.7%	14.8%	14.9%	14.9%
No tributarios	1.4%	1.2%	1.1%	0.8%	0.8%	0.9%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
CFE	1.4%	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
IMSS & ISSSTE	1.8%	1.9%	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%

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



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM

Anexo 2.4 Gasto neto presupuestario en miles de millones de pesos

	2021	2022	2023	2024p	2025p	2026p	2027p	2028p	2029p	2030p	2031p
Gasto Presupuestario Total	6,736	7,554	8,118.7	9,150.6	9,065.8	9,628.4	10,235.7	10,806.1	11,495.8	12,254.5	13,036.8
Gasto Primario	6,049	6,739	7,073.7	7,922.3	7,891.4	8,385.1	8,923.6	9,431.3	10,016.2	10,663.4	11,326.7
Programable	5,126	5,673	5,900.5	6,620.0	6,505.8	6,914.6	7,362.7	7,768.4	8,236.8	8,764.1	9,303.1
Gobierno Federal	3,693	4,045	4,384.2	5,049.3	4,773.1	5,052.3	5,366.5	5,631.9	5,960.0	6,341.0	6,710.6
Corriente Gob. Fed.	2,945	3,250	3,611.9	4,039.4	3,926.5	4,187.7	4,457.6	4,697.9	5,000.8	5,331.6	5,653.2
Capital Gob. Fed.	748	795	772.4	1,009.9	846.5	864.6	908.9	934.0	959.2	1,009.4	1,057.4
Organismos*	428	511	535.9	628.0	672.7	707.7	764.4	817.4	871.0	923.8	993.7
EPEs	1,004	1,117	980.4	942.7	1,060.1	1,154.5	1,231.9	1,319.1	1,405.8	1,499.3	1,598.7
Pemex	585	671	576.1	479.0	542.0	592.9	628.9	666.9	707.0	749.5	794.3
CFE*	420	446	404.2	463.7	518.0	561.6	603.0	652.2	698.9	749.8	804.5
No Programable	924	1,066	1,173.2	1,302.4	1,385.6	1,470.5	1,560.9	1,662.9	1,779.4	1,899.3	2,023.6
Participaciones	917	1,062	1,148.7	1,260.0	1,342.4	1,428.3	1,520.0	1,619.4	1,733.2	1,850.2	1,971.4
Adefas	6	3	24.5	42.4	43.3	42.2	40.9	43.5	46.2	49.1	52.2
Costo Financiero o no Primario	687	815	1,045.1	1,228.2	1,174.3	1,243.3	1,312.0	1,374.8	1,479.6	1,591.2	1,710.1
Gobierno Federal	525	670	878.2	1,084.7	1,060.2	1,136.1	1,211.0	1,282.0	1,393.1	1,510.4	1,635.0
Pemex	142	132	103.8	98.0	90.9	86.8	83.3	77.9	72.0	67.1	62.1
CFE	20	13	63.1	45.5	23.2	20.4	17.8	14.9	14.4	13.7	13.0

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

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

Anexo 2.5 Gasto neto presupuestario como porcentaje del PIB

	2021	2022	2023	2024p	2025p	2026p	2027p	2028p	2029p	2030p	2031p
Gasto Presupuestario Total	25.3%	25.6%	25.6%	27.0%	25.1%	25.1%	25.1%	24.9%	24.9%	24.9%	25.0%
Gasto Primario	22.7%	22.9%	22.3%	23.4%	21.9%	21.8%	21.8%	21.7%	21.7%	21.7%	21.7%
Programable	19.3%	19.3%	18.6%	19.5%	18.0%	18.0%	18.0%	17.9%	17.8%	17.8%	17.8%
Gobierno Federal	13.9%	13.7%	13.8%	14.9%	13.2%	13.2%	13.1%	13.0%	12.9%	12.9%	12.9%
Corriente Gob. Fed.	11.1%	11.0%	11.4%	11.9%	10.9%	10.9%	10.9%	10.8%	10.8%	10.9%	10.8%
Capital Gob. Fed.	2.8%	2.7%	2.4%	3.0%	2.3%	2.3%	2.2%	2.1%	2.1%	2.1%	2.0%
Organismos*	1.6%	1.7%	1.7%	1.9%	1.9%	1.8%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%
EPEs	3.8%	3.8%	3.1%	2.8%	2.9%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.1%	3.1%
Pemex	2.2%	2.3%	1.8%	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
CFE*	1.6%	1.5%	1.3%	1.4%	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
No Programable	3.5%	3.6%	3.7%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	3.9%	3.9%	3.9%
Participaciones	3.4%	3.6%	3.6%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%	3.8%	3.8%	3.8%
Adefas	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
Costo Financiero o no Primario	2.6%	2.8%	3.3%	3.6%	3.3%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.3%
Gobierno Federal	2.0%	2.3%	2.8%	3.2%	2.9%	3.0%	3.0%	2.9%	3.0%	3.1%	3.1%
Pemex	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%
CFE	0.1%	0.0%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

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

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



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM

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

A 3.1 Cuenta Corriente (millones de USD)

	2021	2022	2023	2024p	2025p	2026p	2027p	2028p	2029p	2030p	2031p
Balanza de Bienes y Servicios	-23,128	-42,530	-24,515	-17,844	-17,554	-17,487	-19,074	-20,644	-22,283	-23,011	-25,039
Bienes	-10,730	-27,078	-5,542	-4,546	-2,194	-648	-1,363	-2,429	-3,502	-3,991	-5,703
Servicios	-12,398	-15,452	-18,973	-13,298	-15,359	-16,839	-17,711	-18,216	-18,781	-19,020	-19,336
Balanza de Rentas	-33,944	-33,820	-44,324	-55,667	-60,805	-65,407	-68,262	-70,094	-73,628	-76,275	-77,861
Utilidades y Dividendos	-15,498	-18,284	-27,028	-35,137	-40,407	-41,215	-40,391	-42,007	-41,377	-42,411	-39,866
Intereses	-20,993	-18,120	-20,203	-24,309	-24,365	-28,238	-31,836	-32,211	-36,314	-38,069	-42,283
Otros	2,547	2,584	2,906	3,778	3,967	4,047	3,966	4,124	4,062	4,205	4,289
Balanza de Transferencias	52,578	58,683	63,124	66,912	69,588	72,372	74,905	77,526	80,240	83,048	85,955
Cuenta Corriente	-4,493	-17,667	-5,716	-6,600	-8,771	-10,522	-12,431	-13,212	-15,672	-16,238	-16,945
C.C. sin transferencias	-57,072	-76,350	-68,840	-73,511	-78,359	-82,894	-87,336	-90,738	-95,911	-99,286	-102,900

Fuente: HR Ratings con información del Banco de México. De 2023 en adelante son proyecciones de HR Ratings.

A 3.2 Cuenta Corriente como porcentaje del PIB

	2021	2022	2023	2024p	2025p	2026p	2027p	2028p	2029p	2030p	2031p
Balanza de Bienes y Servicios	-1.76%	-2.90%	-1.37%	-1.03%	-1.03%	-0.99%	-1.05%	-1.10%	-1.14%	-1.13%	-1.18%
Bienes	-0.82%	-1.85%	-0.31%	-0.26%	-0.13%	-0.04%	-0.08%	-0.13%	-0.18%	-0.20%	-0.27%
Servicios	-0.94%	-1.06%	-1.06%	-0.77%	-0.90%	-0.96%	-0.98%	-0.97%	-0.96%	-0.94%	-0.91%
Balanza de Rentas	-2.59%	-2.31%	-2.47%	-3.23%	-3.56%	-3.72%	-3.76%	-3.73%	-3.77%	-3.75%	-3.68%
Utilidades y Dividendos	-1.18%	-1.25%	-1.51%	-2.04%	-2.37%	-2.34%	-2.23%	-2.24%	-2.12%	-2.09%	-1.88%
Intereses	-1.60%	-1.24%	-1.13%	-1.41%	-1.43%	-1.60%	-1.75%	-1.71%	-1.86%	-1.87%	-2.00%
Otros	0.19%	0.18%	0.16%	0.22%	0.23%	0.23%	0.22%	0.22%	0.21%	0.21%	0.20%
Balanza de Transferencias	4.00%	4.01%	3.52%	3.88%	4.08%	4.11%	4.13%	4.12%	4.10%	4.08%	4.06%
Cuenta Corriente a PIB	-0.34%	-1.21%	-0.32%	-0.38%	-0.51%	-0.60%	-0.69%	-0.70%	-0.80%	-0.80%	-0.80%
C.C. sin transferencias	-4.35%	-5.21%	-3.84%	-4.26%	-4.59%	-4.71%	-4.81%	-4.83%	-4.91%	-4.88%	-4.87%

Fuente: HR Ratings con información del Banco de México. De 2023 en adelante son proyecciones de HR Ratings.

A 3.3 Indicadores petroleros

	2021	2022	2023	2024p	2025p	2026p	2027p	2028p	2029p	2030p	2031p
Producción de crudo (mbd)	1,687	1,686	1,588	1,562	1,605	1,645	1,686	1,728	1,767	1,802	1,838
Volumen de exportación de crudo (mbd)	1,018	953	1,032	826	723	715	708	708	708	708	708
Procesamiento interno de crudo (mbd)	712	816	792	901	1,066	1,109	1,124	1,146	1,166	1,186	1,191
Elaboración de productos petrolíferos (mbd)	806	915	897	1,015	1,186	1,232	1,247	1,271	1,291	1,312	1,318
Demanda interna de petrolíferos (mbd)	1,105	1,323	1,312	1,362	1,401	1,439	1,472	1,507	1,536	1,566	1,597
Exportación de productos petrolíferos (mbd)	168	200	192	201	194	187	183	180	176	173	169
Importación de productos petrolíferos (mbd)	555	742	736	624	479	458	466	465	461	457	469
Precio de exportación de crudo (dpb)	65	89	71	75	72	67	64	62	61	60	60
Exportaciones (millones de USD)	27,815	36,226	30,927	27,914	23,187	21,209	19,928	19,351	18,842	18,663	18,659
Crudo	24,275	31,048	26,758	23,401	19,029	17,490	16,456	16,033	15,664	15,567	15,616
Otras	3,540	5,178	4,169	4,514	4,158	3,719	3,472	3,318	3,178	3,096	3,043
Importaciones (millones de USD)	19,305	37,980	31,490	27,407	20,646	18,478	17,796	17,270	16,679	16,342	16,656
Petrolíferos	16,228	34,906	28,806	24,626	18,049	16,020	15,469	15,068	14,594	14,368	14,788
Gas Natural	2,196	1,360	546	786	720	684	650	617	586	557	529
Otras	881	1,714	2,137	1,996	1,877	1,775	1,677	1,586	1,499	1,417	1,339
Balance Comercial de Pemex (millones de USD)	8,510	-1,754	-563	507	2,541	2,731	2,131	2,081	2,163	2,321	2,003
Precio implícito de importación de petrolíferos	80.1	128.9	107.2	107.8	103.2	95.8	91.0	88.5	86.6	86.1	86.4
Diferencial de los petrolíferos y precio de la mezcla	14.8	39.7	36.2	32.4	31.0	28.8	27.4	26.6	26.1	25.9	26.0
Precio implícito de venta del gas natural (US\$/MMpc)	6.43	7.69	3.73	3.58	3.44	3.30	3.17	3.04	2.92	2.80	2.69

Fuente: HR Ratings con información de Pemex y la SHCP. Los datos a partir del año 2024 son una estimación de HR Ratings.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM

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

Metodologías usadas para el análisis*	Metodología para Calificar Soberanos, mayo de 2017 Criterios Generales Metodológicos, enero de 2023
Calificación Anterior	HR BBB+ (G) con Perspectiva Estable HR3 (G)
Fecha de última acción de calificación	28 de abril, 2023
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación	Enero 1999 a marzo 2024
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Secretaría de Hacienda y Crédito Público, Banco de México, INEGI, Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial
Calificaciones otorgadas por otras instituciones calificadoras que fueron utilizadas por HR Ratings (en su caso)	N.A.
HR Ratings considera al otorgar la calificación o darle seguimiento, la existencia de mecanismos para alinear los incentivos entre el originador, administrador y garante, y los posibles adquirientes de dichos valores (en su caso)	N.A.
Calificaciones otorgadas por otras agencias calificadoras a los presentes valores (en su caso)	N.A.

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

** HR Ratings de México, S.A. de C.V. ("HR Ratings"), es una institución calificadora de valores autorizada por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) y registrada ante la Securities and Exchange Commission de los Estados Unidos de Norteamérica (SEC) como una NRSRO para los activos de finanzas públicas, corporativos e instituciones financieras, según lo descrito en la cláusula (v) de la sección 3(a)(62)(A) de la U.S. Securities Exchange Act de 1934 y certificada como una Credit Rating Agency (CRA) por la European Securities and Markets Authority (ESMA) y por el Financial Conduct Authority (FCA).

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

Las calificaciones y/u opiniones de HR Ratings son opiniones con respecto a la calidad crediticia y/o a la capacidad de administración de activos, o relativas al desempeño de las labores encaminadas al cumplimiento del objeto social, por parte de sociedades emisoras y demás entidades o sectores, y se basan exclusivamente en las características de la entidad, emisión y/u operación, con independencia de cualquier actividad de negocio entre HR Ratings y la entidad o emisora. Las calificaciones y/u opiniones otorgadas se emiten en nombre de HR Ratings y no de su personal directivo o técnico y no constituyen recomendaciones para comprar, vender o mantener algún instrumento, ni para llevar a cabo algún tipo de negocio, inversión u operación, y pueden estar sujetas a actualizaciones en cualquier momento, de conformidad con las metodologías de calificación de HR Ratings.

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

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

Contacto con Medios
comunicaciones@hrratings.com



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM