

Contactos**Paulina Villanueva**

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

Edgar González

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

Ricardo Gallegos

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

Felix Boni

Director General de Análisis
felix.boni@hrratings.com

HR Ratings considera que aunque los Pre-Criterios pretenden mantener estable la métrica de deuda/PIB para 2023 y 2024, esta necesita un importante crecimiento del PIB, apoyado por la relocalización, por incrementos adicionales en la recaudación tributaria y una fuerte reducción en el gasto programable en 2023 y 2024

- Los Pre-Criterios Generales de Política Económica (Pre-CGPE24) definen el inicio de los trabajos por parte de la Secretaría de Hacienda (SHCP) para construir el paquete económico de 2024. Como parte de esta iniciativa, el documento contiene una revisión de los principales supuestos para 2023 respecto a lo publicado en los Criterios Generales de Política Económica de 2023 (CGPE23).
- El compromiso para el Saldo Histórico de los Requerimientos Financieros del Sector Público (SH) se ubica 49.9% al cierre de 2023, ligeramente superior al 49.4% aprobado, y para 2024 se espera que esta cifra se mantenga. En 2022, cerró en 49.5%.
- Para el balance primario, se espera un déficit de 0.1% (vs -0.2% aprobado y de -0.6% en 2022), mientras que para 2024, Hacienda está esperando que se alcance un superávit del 0.7%.
- Los Requerimientos Financieros del Sector Público (RFSP) tendrían déficits del 4.2% y de 3.2% para 2023 y 2024 vs. 4.1% esperado en los CGPE23 y el 4.4% observado en 2022.
- La recaudación tributaria alcanzaría el 14.8% del PIB (P\$4,553mm), siendo 0.1% del PIB mayor a lo aprobado, efecto que se daría por la dinámica positiva en el ISR y un avance en la recaudación en el IEPS a los combustibles.
- El gasto programable considera una reducción para 2023, ubicándose en 18.9% del PIB (P\$5,799mm), consecuencia de una disminución en los ingresos presupuestarios y el fuerte crecimiento en el costo financiero.
- Para lograr estas metas, Hacienda mantiene su crecimiento puntual para 2023 de 3.0% real. El rango se revisó al alza a 2.2%-3.0% vs. 1.2% a 3.0% anteriormente. Vale la pena notar que la cifra puntual se mantiene al tope del rango.
- Para 2024, también se estima un crecimiento de 3.0% real, con un rango que va de 1.6% a 3.0%. Adicionalmente, es importante destacar que Hacienda anticipa que la relocalización de empresas dentro del territorio nacional aporte hasta 1.2 puntos porcentuales (pp) del PIB, debido a los mayores volúmenes de inversión, exportaciones y a la creación de empleos.
- La inflación para el cierre de 2023 se estima en 5.0%, un ajuste al alza respecto al 3.2% de los CGPE23. Para 2024, Hacienda prevé que la inflación cerrará en 4.0% anual, mayor al 3.0% estimado anteriormente.
- Para la tasa de política monetaria, Hacienda espera que la tasa al cierre de 2023 se ubique en un nivel de 11.25%, 275 puntos base (pb) por arriba de la estimación de CGPE23. Para 2024, espera que la tasa de interés de referencia se ubique en 8.5%, superior en 100pb al estimado en los CGPE23.
- El tipo de cambio promedio para 2023 se estima en P\$18.9 y para el cierre de este año en P\$19.1. Para 2024, se estima que el tipo de cambio se ubique en promedio

Pre-Criterios de política económica 2024

Trayectoria de deuda estable apoyada por macroeconómicos positivos

Economía

11 de abril de 2023

en P\$19.2 y para el fin de periodo en P\$19.3. Esto es inferior a lo esperado en los CGPE23 del P\$20.6 y P\$20.7 para el promedio y cierre de 2023.

- Con relación a las cuentas externas, se espera un déficit de cuenta corriente de US\$13,013 millones (m), lo cual es equivalente a 0.8% del PIB. Para 2024 se prevé que el déficit disminuya a US\$12,774m, lo cual sería equivalente a 0.7% del PIB. Lo anterior se compara con el déficit de US\$18,282m (-1.2% del PIB) que esperaban para 2023 y con el déficit de US\$12,547m (-0.8% del PIB) para 2024.
- El precio de la mezcla mexicana de petróleo se anticipa en 66.6 dólares por barril (dpb), inferior al 68.7dpb aprobado e inferior al 89.9dpb observado en 2022. Para 2024, se espera que el precio disminuya hasta 56.3dpb.
- Con relación a la plataforma de producción de crudo, el cual incluye la producción de hidrocarburos líquidos (con socios) y los condensados, se anticipa en 1,877 miles de barriles diarios (mbd) en 2023 y en 1,914mbd para 2024. En 2022, Pemex reportó una producción de 1,785mbd.

En la opinión de HR Ratings, los Pre-Criterios 2024 mantienen niveles prudentes en las principales métricas fiscales como balances y deuda, a pesar del deterioro esperado en los ingresos petroleros y el alto nivel del costo financiero, mientras que las variables macroeconómicas como el crecimiento del PIB y tipo de cambio ayudarían a contener el crecimiento de la deuda, lo que permitiría déficits relativamente altos, especialmente en 2023. Quizás lo más relevante de los supuestos es el fuerte crecimiento económico de 3.0% real en 2023 y 2024. Por un lado, las políticas fiscales y sociales (gasto social y el salario mínimo), junto con el crecimiento de las remesas, han incentivado el consumo (en el caso de los cambios en la política de *outsourcing* y los aumentos en el salario mínimo), sin perjudicar el crecimiento en el empleo. Por otro lado, ahora que la economía ha recuperado el nivel antes de la pandemia, uno de los puntos a seguir será la reducción de las presiones inflacionarias. Adicionalmente, suponemos que la política monetaria y el menor crecimiento en los EUA probablemente limitaría el crecimiento real, especialmente en 2023.

Es posible que los proyectos de inversión de la administración actual coadyuven a un mejor desempeño económico en el sureste del país y quizás puedan reducir la desigualdad en el crecimiento regional. Sin embargo, no tenemos la certeza si esto fuese suficiente para elevar el crecimiento nacional al 3.0%. Además, los niveles de inversión fija bruta continúan siendo históricamente bajos. Ciertamente, el proceso de relocalización de las fuentes de producción representa una oportunidad muy relevante para la economía mexicana.

Comparación de las principales métricas de los Pre-Criterios 2024

En las Figuras 1 y 2 se muestran las estimaciones de las principales variables macroeconómicas y fiscales para 2023 y 2024 de los Pre-CGPE24 y se comparan con las proyecciones estimadas en los CGPE23 y el dato observado al cierre de 2022.

Pre-Criterios de política económica 2024

Trayectoria de deuda estable apoyada por macroeconómicos positivos

Economía

11 de abril de 2023

Figura 1. Marco macroeconómico 2023-2024 /estimado

	2023	2024
Producto Interno Bruto		
Crecimiento % real	3.0	3.0
Rango de Crecimiento (variación real anual, %)	(2.2 , 3.0)	(1.6 , 3.5)
Nominal (miles de millones de pesos, puntual)*	30,722.5	32,935.2
Deflactor del PIB (variación anual, %promedio)	5.2	4.8
Inflación (%)		
Dic./dic.	5.0	4.0
Tipo de cambio nominal (pesos dolar)		
Fin de periodo	19.1	19.3
Promedio	18.9	19.2
Tasa de interés (Cetes 28 días, %)		
Nominal fin de periodo	11.3	8.5
Cuenta Corriente		
Millones de dólares	-13,013	-12,774
% del PIB	-0.8	-0.7
Variables de apoyo:		
PIB de los Estados Unidos		
Crecimiento % real	1.5	1.2
Inflación de los Estados Unidos (%)		
Promedio	3.9	2.5
Tasa de interés internacional		
SOFR 3 meses (promedio)	4.9	4.3
FED Funds Rate (promedio)	4.6	3.8
Petróleo (canasta mexicana)		
Precio promedio (dólares/barril)	66.6	56.3
Plataforma de producción crudo total (mbd)	1,877	1,914
Plataforma de exportación de crudo (mbd)	800	786
Gas natural		
Precios promedio (dólares/MMBtu)	2.9	3.5

*Corresponde al escenario de crecimiento puntual planteado para las estimaciones de finanzas públicas.

Fuente: HR Ratings con información de la SHCP.

Variables macroeconómicas

El PIB

Durante 2022, la actividad económica de México creció 3.1% real anual. Este dato resultó superior a la estimación puntual de 2.4% que pronosticó Hacienda en los CGPE23. Para este año, la SHCP mantuvo sin cambios la estimación puntual 3.0% real anual, pero revisó al alza su rango de crecimiento de 2.2% a 3.0% desde el rango de 1.2% a 3.0%. De acuerdo con el documento, la revisión en el rango obedece al buen desempeño que ha mostrado la economía nacional. Para 2024, Hacienda estima un crecimiento puntual de 3.0% real anual, con un rango de 1.6% a 3.0%. En contraste, nuestra más reciente publicación de

Pre-Criterios de política económica 2024

Trayectoria de deuda estable apoyada por macroeconómicos positivos

Economía

11 de abril de 2023

escenarios macroeconómicos¹ supone un crecimiento real del 1.46% para 2023 y de 2.11% para 2024.

Entre los principales supuestos del crecimiento del PIB, Hacienda está considerando que la demanda interna será el principal motor de crecimiento económico, el cual será impulsado por el dinamismo del consumo interno, pero la Secretaría también considera que la inversión pública y privada serán factores que contribuirán al crecimiento del PIB. Al respecto, destacan que durante 2023 se inaugurarán los proyectos prioritarios de esta administración como el Tren Maya, el Aeropuerto Felipe Carrillo Puerto en Tulum, el Tren Interurbano México-Toluca y el Corredor Interoceánico en el Istmo de Tehuantepec; además, se espera que en este mismo año la Refinería Dos Bocas comience a operar. Adicionalmente, se tiene contempladas inversiones público-privadas, como el parque solar de Puerto Peñasco y parques tecnológicos en el norte del país.

Inflación

Adicionalmente, el documento de Pre-Criterios 2024 menciona que la inflación es uno de los factores más relevantes para el pronóstico de 2023 y 2024, debido a que el comportamiento de esta variable definirá el rumbo de la política monetaria en estos dos años. Hacienda prevé que la inflación general al cierre de 2023 se ubique en un nivel de 5.0%, inferior al cierre de 2022 (+7.6%). Para el cierre de 2024, la estimación se revisó al alza, a 4.0% desde 3.0% previo. Las estimaciones de Hacienda para la inflación para 2023 y 2024 son comparables al 5.20% y el 4.10% que espera HR Ratings.

La reducción en la inflación para 2023 y 2024 vs. el nivel observado en 2022 ayudaría a reducir los RFSP. Esta métrica incluye el impacto de la inflación sobre la deuda en UDIs. En 2022, esta representó un incremento en su déficit de aproximadamente P\$175mm.

Política Monetaria

La tasa de política monetaria se ubicaría en 11.25% para el cierre del 2023 y en 8.50% al cierre de 2024, significativamente por encima del 8.50% y 7.50% que Hacienda pronosticó en los CGPE 2023. En este sentido, esperan que Banco de México continúe con una postura restrictiva. Estas expectativas son similares a lo que HR Ratings está anticipando, pues consideramos que al cierre de 2023 la tasa se ubicará en un nivel de 11.50% y de 8.50% al cierre de 2024.

Tipo de Cambio

En cuanto al tipo de cambio, en el documento señalan que esperan un comportamiento favorable beneficiado por la fortaleza de los fundamentales macroeconómicos, la estabilidad política, los estables niveles de deuda y una menor percepción de riesgo país. De esta manera, anticipan que el peso mexicano vs. el dólar cerraría en P\$19.1 y P\$19.2 en 2023 y 2024, respectivamente. Estas estimaciones se ubican por debajo del P\$20.6 y P\$20.7 anticipado en los CGPE en septiembre pasado y contrasta con nuestras estimaciones de P\$19.7 y P\$20.80 para esos mismos años.

Con alrededor de US\$200mm en deuda presupuestaria, el movimiento en el tipo de cambio es muy relevante para los movimientos en el SH, aunque su efecto sobre la deuda no se contabiliza dentro de los RFSP. En 2022, el tipo de cambio cerró en P\$19.41 vs. su cierre de P\$20.58. HR Ratings estima que la ganancia cambiaria de 5.68%, en buena parte,

¹ Para ver el documento dirigirse al siguiente enlace: https://www.hrratings.com/pdf/Escenario_Macroeconomico_1T2023.pdf

Pre-Criterios de política económica 2024

Trayectoria de deuda estable apoyada por macroeconómicos positivos

Economía

11 de abril de 2023

explica por qué el SH el año pasado sufrió un incremento de P\$988mm, sustancialmente inferior al déficit en los RFSP de P\$1,261mm. Combinado con el fuerte incremento en el PIB nominal del más de 10%, la deuda denominada en moneda extranjera al cierre 2022 representaba el 14.5% (en US\$212.5mm) vs. 17.1% al cierre de 202 (en US\$214.2mm).

Para 2023, un cierre de P\$19.1 representaría una apreciación mucho menor, para alcanzar 1.6%. Asimismo, se observaría una reducción en ganancia por el SH menor a la estimada en 2022. De hecho, en los Pre-CGPE24, Hacienda está proyectando que el SH sufriría un incremento menor vs. el déficit en los RFSP de P\$66.8mm (ver la Figura 2).

Un dato sobresaliente es que se espera una sustancial mejora en términos del tipo de cambio para que alcance al cierre del año P\$19.1/US, lo cual implicaría una apreciación de 7.28% respecto a lo estimado en los CGPE 2023. Es importante considerar que, hacia el cierre del año anterior, observamos un desempeño positivo del tipo de cambio, cerrando en P\$19.41/US. Adicionalmente, durante los primeros tres meses del año, el comportamiento del peso respecto al dólar ha continuado de forma positiva, alcanzando niveles de P\$18.17/US al momento de este reporte, lo que sin duda ayuda a limitar el incremento del componente externo por movimiento cambiario dentro del SH. Por otro lado, un cierre de P\$19.1/US implicaría un efecto negativo para el SH vs. su nivel en febrero.

Cuentas Externas

Para el comercio exterior, están considerando una moderada desaceleración global; en Estados Unidos, sin embargo, con todo y esto, estiman que la cuenta corriente de 2023 sea menos deficitaria en 2023 que en 2022 y alcance un déficit de US\$13,013m, lo que, de acuerdo con sus estimaciones, sería equivalente a 0.8% del PIB. Para 2024 estiman un déficit de US\$12,774m, equivalente a 0.7% del PIB. La SHCP prevé que los niveles de la balanza comercial y la recepción de remesas apoyarán al crecimiento económico.

Sector Petrolero

Para la plataforma de producción petrolera, la SHCP está estimando que en promedio se produzcan 1,877mbd, lo que es muy similar a la estimación de CGPE de 1,872 mbd. Esta estimación incluye lo que producen Pemex más sus socios y se incluyen también la producción de los condensados. HR Ratings estima que el volumen promedio anual de producción de crudo con socios, pero excluyendo los condensados sea de 1,704mbd para 2023 y de 1,725mbd en 2024.

Para los precios del petróleo crudo, Hacienda contempló un precio promedio de la mezcla mexicana de 66.6dpb para 2023, lo cual resulta bastante en línea con lo que HR Ratings tiene pronosticado para este año de 64dpb. Para 2024, la SHCP estima un precio de 56.3dpb para 2024, lo que difiere de nuestro estimado de 63.3dpb. Sin embargo, es importante mencionar que estos precios fueron pronosticados de acuerdo con el comportamiento observado de los precios internacionales de crudo antes del anuncio de un recorte en la producción de 1.1 millones de barriles diarios a partir del mes de mayo por parte de la Organización de Países Petroleros y sus Aliados (OPEP y OPEP+). Esta decisión ha disparado nuevamente los precios de los principales referentes de petróleo crudo a nivel mundial y podría afectar el comportamiento de los precios de la mezcla mexicana en los próximos meses.

Pre-Criterios de política económica 2024

Trayectoria de deuda estable apoyada por macroeconómicos positivos

Economía

11 de abril de 2023

Como lo mencionamos en la sección anterior, ahora se espera que el precio promedio de la Mezcla Mexicana de Exportación (MME) se ubique en 66.6 dpb desde los 68.7dpb de la actualización previa. Adicionalmente, este dato se ubicaría sustancialmente por debajo de lo observado al cierre de 2022 (89.9dpb), aunque esta variable está expuesta a un importante nivel de volatilidad y posiblemente en el corto plazo un nuevo acuerdo entre los países que integran la OPEP implique una actualización en el precio internacional del petróleo crudo.

Balances Financieros y la Deuda

Nuestra modelación de los supuestos contenidos dentro de los Pre-CGPE24 sugiere que estos están basados primordialmente en la meta de mantener estable la relación entre el SH y el PIB a 49.85% al cierre de 2023 y 2024. Aunque esta refleja la prudencia fiscal que ha sido característica de la política fiscal en los años recientes también su implementación implica retos muy importantes en el contexto de mayores costos financieros, reducciones en los ingresos petroleros relativo al PIB y la necesidad de reducir el gasto programable como porcentaje del PIB. En parte, las presiones fiscales derivadas de estos factores pueden ser limitadas parcialmente por el supuesto de incrementos en los ingresos tributarios. En la Figura 2 mostramos los detalles de los supuestos fiscales de los Pre-CGPE24

Para 2023, la relación deuda SHRFSP/PIB sufriría un pequeño aumento del 49.51% que estimamos fue su cierre en 2022 a 49.85%. Por esto, las estimaciones del PIB, tanto su crecimiento real como su estimación del deflactor, son variables importantes. Adicionalmente, dado el importante componente del SH denominado en moneda extranjera (29.2% al cierre de 2022), el movimiento del peso vs. el USD también es muy relevante. Estos factores limitan el tamaño del déficit en los RFSP necesario para lograr la meta SH/PIB.

En 2023 se espera un incremento en el PIB nominal del 7.94% y una ligera apreciación del peso del 1.65%. Como consecuencia, el Saldo Histórico (SH) de 2022 caería a 45.65% del PIB de 2023, esto vs. su cierre de 49.51% en 2022. Este incluye una ganancia cambiaria de aproximadamente 0.22% del PIB. Por lo tanto, si la meta es terminar 2023 con una métrica SH/PIB de 49.85%, el déficit medido por los RFSP podría ser de hasta 4.2% y de 3.69% para el déficit presupuestal².

Para 2024, sin embargo, la situación es muy distinta, con el efecto de presionar más el déficit aceptable. El PIB crecería un poco menos en 7.20% (vs. 7.94% en 2023) y en lugar de tener una apreciación del peso habría una devaluación del 1.0%. Por lo tanto, la deuda histórica de 2023 relativo al PIB de 2024 se reduciría a 46.63% (vs. 45.65% para la deuda histórica de 2022 vs. el PIB de 2023)³. Esto limitaría el déficit de los RFSP de 2024 a únicamente 3.22% vs. 4.2% en 2023, lo cual reflejaría la necesidad de recortar todavía más el gasto programable.

² O bien, el SH podría rondar entre 49.85%-45.65%. En realidad, la deuda histórica disminuiría menos por su componente de Udibonos, lo cual subiría de acuerdo con la inflación al consumidor (la cual no es necesariamente lo mismo que el cambio en el deflactor del PIB). Sin embargo, este incremento se incorpora dentro de las Adecuaciones de los RFSP. Estimamos que este sería aproximadamente 0.43% del PIB. Por lo tanto, el límite del déficit en los RFSP sería de 3.77% (vs. 4.20%), lo cual nos acercaría al déficit presupuestario de 3.69%. Suponemos que esta diferencia de 0.08% del PIB representaría el déficit dentro de los RFSP de las entidades que no forman parte del Presupuesto (el Gobierno Federal, Pemex, la CFE, el IMSS y la ISSSTE). Como explicamos más adelante en este reporte, aunque el déficit presupuestario de 3.69% sería mayor vs. lo de 2022, el gasto programable sería presionado por el incremento en el costo financiero

³ En lugar de tener un beneficio cambiario del 0.22% del PIB habría un "castigo" por 0.-13%.

Pre-Criterios de política económica 2024

Trayectoria de deuda estable apoyada por macroeconómicos positivos

Economía

11 de abril de 2023

Como veremos, las presiones en el gasto por el fuerte incremento en el costo financiero en 2023 y la reducción en el déficit aceptable para 2024 (y adicionalmente por reducciones en los dos años de los ingresos petroleros) se limitaría por el supuesto de importantes incrementos en el ingreso tributario.

Pre-Criterios de Política Económica 2024				
	2021 ^o	2022 ^o	2023 ^p	2024 ^p
PIB Real	17,810	18,355	18,906	19,473
PIB Nominal	25,804	28,464	30,723	32,935
Crec. Real	4.72%	3.06%	3.00%	3.00%
Crec. Nominal	10.13%	10.31%	7.94%	7.20%
Cambio Deflactor	5.49%	7.03%	4.79%	4.08%
Peso al cierre	20.58	19.41	19.10	19.30
RFSP	-1,000.0	-1,260.9	-1,291.1	-1,053.8
RFSP no Presup. 1_/	-225.1	-287.0	-157.0	-164.7
Balance Presupuestario	-774.9	-973.9	-1,134.1	-889.1
Bal. Primario Presupuestario	-88.2	-158.7	-34.0	232.0
Ingreso Presupuestario	5,960.9	6,595.1	6,991.9	7,533.5
Petroleros	1,156.5	1,481.6	1,154.8	1,184.2
Tributarios	3,566.7	3,808.7	4,553.2	5,037.1
No Tributarios	385.5	341.7	274.8	256.4
Organismos y Empresas 2_/	852.2	963.1	1,009.0	1,055.8
Gasto Presupuestario	6,735.8	7,569.0	8,126.1	8,422.6
Gasto Primario	6,049.1	6,753.8	7,026.0	7,301.5
Gasto Programable	5,125.6	5,688.5	5,799.0	5,952.4
Adefas	6.3	3.2	30.0	44.1
Participaciones	917.2	1,062.1	1,196.8	1,305.0
Costo Financiero	686.7	815.2	1,100.1	1,121.1
Saldo Histórico de los RFPS	13,104	14,092	15,316	16,419
Cambio anual en el SH	1,021.2	987.7	1,224.3	1,102.6
Ajustes al SH 3_/	21.2	-273.2	-66.8	48.8
RFSP a PIB	-3.88%	-4.43%	-4.20%	-3.20%
Bal. Presup. a PIB	-3.00%	-3.42%	-3.69%	-2.70%
Bal. Primario a PIB	-0.34%	-0.56%	-0.11%	0.70%
Ingresos a PIB	23.10%	23.17%	22.76%	22.87%
Petroleros	4.48%	5.21%	3.76%	3.60%
Tributarios	13.82%	13.38%	14.82%	15.29%
No Tributarios	1.49%	1.20%	0.89%	0.78%
Organismos y Empresas	3.30%	3.38%	3.28%	3.21%
Gasto Presupuestario a PIB	26.10%	26.59%	26.45%	25.57%
Gasto Primario a PIB	23.44%	23.73%	22.87%	22.17%
Gasto Programable a PIB	19.86%	19.99%	18.88%	18.07%
Adefas	0.02%	0.01%	0.10%	0.13%
Participaciones a PIB	3.55%	3.73%	3.90%	3.96%
Costo Financ. a PIB	2.66%	2.86%	3.58%	3.40%
SH a PIB	50.78%	49.51%	49.85%	49.85%

Fuente: HR Ratings con información de la SHCP. Información financiera en mil millones de pesos.

1_/ Incluye los balances de entidades no presupuestarias y Adecuaciones. Las adecuaciones incluyen el efecto de la inflación sobre el valor en pesos de los Udibonos y el impacto sobre la deuda externa denominada en divisas que no sea USD del movimiento de estas divisas vs. el USD.

2_/ El IMSS, el ISSSTE y la CFE.

3_/ Movimientos en el SH no explicados por los RFSP. Incluye movimientos resultados de la apreciación o depreciación del peso vs. el USD.

Pre-Criterios de política económica 2024

Trayectoria de deuda estable apoyada por macroeconómicos positivos

Economía

11 de abril de 2023

Notaríamos que, para 2023, el déficit (vs. el PIB) en los RFSP para 2023 sería menor al observado en 2022, mientras que el déficit Presupuestario sería mayor. Esto se explica por el hecho de que Hacienda supone que la suma del balance financiero de las entidades no presupuestarias y las Adecuaciones en 2023 por -P\$157mm sería sustancialmente menor que el impacto negativo de P\$287mm en 2022. Esta reducción en estas cuentas de los RFSP permitiría un mayor déficit presupuestario. Las estimaciones de P\$157mm son congruentes con nuestra modelación de un impacto inflacionario sobre deuda denominado en UDIs por P\$137mm y un déficit financiero por P\$20mm en las entidades no presupuestarias.

Es importante notar que el SH con base en los Pre-CGPE 2024 de P\$15,316mm está por debajo de lo estimado en los CGPE 2023 de P\$15,512mm. Suponemos que este se explica por una reducción del PIB nominal en los Pre-Criterios 2024.

Por su parte, los RFSP mantendrían, prácticamente el mismo nivel respecto a lo proyectado en septiembre 2022 (-4.2% del PIB). En términos nominales, alcanzarían P\$1,291.5mm, lo que refleja los niveles de adecuaciones⁴ que se ajustaron por un mayor nivel de inflación esperada al cierre, respecto a los CGPE 2023. Un dato que destaca es que antes del impacto de la pandemia, el Gobierno mantenía una meta de déficit presupuestario de alrededor del 2.0%, siendo 2023 el tercer año en que este nivel se vería rebasado.

Los Pre-Criterios 2024 consideran que el balance primario económico alcanzará un déficit de 0.1% del PIB (P\$33.3mm), lo que implica una mejora respecto al déficit de 0.2% (P\$54.6mm) incluido en los CGPE 2023. Lo anterior, estaría explicado por la reducción del gasto programable, que ayudaría a contener la reducción del ingreso petrolero y el mayor gasto por parte del costo financiero.

Evolución esperada de ingresos y gastos para 2023 y 2024

Ingresos

De forma puntual, los Pre-CGPE24 esperan que los ingresos presupuestarios se ubiquen en 22.8% del PIB (P\$6,991.9mm) respecto a los 22.7% (P\$7,123.5mm) esperados en los CGPE 2023. Lo anterior implica un deterioro notable en los ingresos petroleros, con una reducción de P\$162.8mm, pasando de representar 3.8% del PIB desde el 4.2% estimado en los CGPE 2023. El hecho de que el porcentaje a PIB sube a pesar de la reducción en el monto refleja un ajuste a la baja en el PIB estimado para 2023.

Además, Pemex podría ver afectado sus niveles de ventas brutas, como consecuencia de menores niveles de exportación respecto a lo observado al cierre de 2022, que se ubicaron en 953mbd, mientras que, para 2023, se espera que este se ubique en 800mbd.

Otro de los puntos importantes durante 2023, es que, los ingresos no petroleros se ubicarán en 19.0% del PIB (P\$5,837.1mm) vs. la estimación anterior de 18.5% (P\$5,958.3mm). No obstante, al interior se considera que los ingresos tributarios reflejarán un deterioro en términos nominales, al ubicarse en total en P\$4,553.2mm vs. P\$4,620.2mm estimado en los CGPE 2023.

⁴ El incremento en la inflación esperada al cierre del año refleja un alza en la deuda denominada en UDIs del Gobierno Federal, debido a su relación con el INPC.

Pre-Criterios de política económica 2024

Trayectoria de deuda estable apoyada por macroeconómicos positivos

Economía

11 de abril de 2023

Esto demuestra que se espera una reducción en los niveles recaudados, lo que posiblemente se refleje en el IVA, lo que consideramos no podrá ser compensado por el buen dinamismo del ISR y del IEPS a las gasolinas, rubros que retomaría un nivel positivo, posterior de la caída registrada en el año anterior.

Lo más relevante para los ingresos tributarios es su mayor participación relativo al PIB. En 2018 y 2019 estos habían alcanzado apenas el 13.0% y el 13.1% del PIB. Sin embargo, gracias a la campaña para reducir la evasión fiscal, la recaudación tributaria había alcanzado 13.8% del PIB en 2021. Por otro lado, la recaudación cayó a 13.4% en 2022 derivado al ingreso negativo por parte de los IEPS sobre las gasolinas. Si la recaudación de este impuesto en 2022 hubiera alcanzado la misma proporción al PIB que se observó en 2021, los ingresos tributarios otra vez se hubieran ubicado en 14.5% del PIB. Por lo tanto, la expectativa de los Pre-CGPE24 de que los ingresos tributarios alcancen el 14.8% en 2023 parece realista, aunque algo optimista, especialmente suponiendo un segundo año del crecimiento del PIB por arriba del 3.0%. Por otro lado, la expectativa de que la recaudación suba a 15.3% en 2024 podría ser un poco agresiva, aunque no necesariamente irreal, considerando que México tendría tres años de crecimiento al 3.0%.

Por parte de los ingresos no tributarios, estos se mantendrían prácticamente en el mismo nivel respecto a lo presentado en la última actualización, alcanzando el 0.9% del PIB, mientras que los ingresos provenientes de los Organismos y Empresas crecerían en 2023 para situarse en 3.3% del PIB (P\$1,009mm).

Adicionalmente, en el documento se puede notar que la actual administración continúa previendo una prudencia fiscal durante 2023. Por un lado, se espera que los ingresos totales reflejen un ligero deterioro respecto a lo proyectado en los CGPE 2023, para ubicarse en P\$6,991.9mm vs. P\$7,123.5mm. Especialmente, la reducción de los ingresos presupuestarios se explican por un menor nivel de ingresos petroleros esperados en los Pre-Criterios 2024, tanto de Pemex como del Gobierno Federal, lo cual no alcanzaría a ser mitigado por el alza de los ingresos no petroleros, que estarían apoyados por el dinamismo positivo de los organismos y empresas, mientras que los ingresos tributarios serían menores respecto a lo que se había estimado anteriormente, lo que implica que el IVA se vería afectado, particularmente por los niveles de inflación que aún se mantienen altos, mientras que el ISR y el IEPS a las gasolinas mostrarían una dinámica positiva.

Sin embargo, relativo al PIB, vemos reducciones en estos dos rubros: mientras que la suma de estas dos cuentas representó el 4.58% del PIB, en 2022 bajarían a 3.98% en 2024. La combinación de menores ingresos petroleros y menores ingresos por parte de estas últimas dos cuentas implica que para 2024 los ingresos presupuestarios totales llegarían a representar el 22.87% vs. 23.17%, reforzando la necesidad de seguir subiendo la recaudación tributaria.

Gasto

Por su parte, el gasto total mostraría un descenso hacia el 2023, con la finalidad de contener, hasta cierto punto, la reducción de los ingresos y el crecimiento en el costo financiero, el cual Hacienda considera que llegará a su máximo nivel histórico relativo al PIB en ese año.

En este sentido, el gasto programable alcanzará el 18.9% del PIB (P\$5,799.0mm), implicando una reducción desde P\$5,916mm aprobado para el año. Por su parte, se espera

Pre-Criterios de política económica 2024

Trayectoria de deuda estable apoyada por macroeconómicos positivos

Economía

11 de abril de 2023

que el gasto no programable alcance un nivel de 7.6% del PIB, ubicándose en P\$2,327.1mm.

Por el lado del gasto neto, este también mostraría un descenso durante 2024, alcanzado el 25.6% del PIB (P\$8,126.8mm) vs. 26.45% estimado al cierre de 2023. Lo anterior sería reflejo de la disminución del gasto programable en 0.8% del PIB, para alcanzar el 18.1% del PIB, mientras que el gasto no programable se ubicaría en un nivel de 7.5%. Consideramos que una disminución tan fuerte en el gasto programable sería complicada de efectuarse.

Del lado del gasto, este mostraría una reducción respecto a lo aprobado, especialmente al interior del gasto programable, lo cual consideramos reflejará una contención del gasto de los Ramos Administrativos, sin afectar las secretarías que manejan los principales programas sociales del Gobierno Federal, por lo que intuimos que los recortes se den dentro del gasto corriente.

Relativo al PIB, lo más destacable de las expectativas es el fuerte aumento en el costo financiero, que llegaría a 3.58% en 2022, bajando a un todavía alto nivel del 3.40% en 2024. Por otro lado, las Participaciones siguen aumentando fuertemente vs. el PIB para alcanzar 3.9% en 2024 vs. 3.73% en 2022 y 3.55% en 2021. Suponemos que esto representa el resultado de los incrementos en los ingresos tributarios. Para las entidades subnacionales que dependen de estos recursos, esta expectativa es muy positiva.

Sin embargo, el incremento del costo financiero y de las participaciones y la reducción en los ingresos presupuestarios vs. el PIB implican una muy fuerte presión sobre el gasto programable. Estos bajarían a únicamente 18.88% en 2023 vs. 18.1% en 2024. En 2022, el gasto programable representaba el 20% del PIB. Por otro lado, esta reducción se ve complicada únicamente dentro del contexto de la política fiscal de la administración actual. En contraste, en 2017, 2018 y 2019 (el primer año de la administración actual), el gasto programable representaba únicamente 17.58%, 17.28% y 17.31% del PIB.

Costo Financiero

Por parte del costo financiero, en 2023 este alcanzaría el 3.58% del PIB, situándose en P\$1,100mm, mayor al aprobado (P\$1,079.1mm). Esto representaría un aumento del 35% en términos nominales vs. lo observado en 2022, cuando el costo financiero representaba el 2.86% del PIB. Por lo tanto, la relación costo financiero a PIB sufriría un fuerte aumento de 72pbs.

El incremento sería primordialmente el resultado del aumento en el costo efectivo de la deuda, en buena medida, afectado por el alto nivel de la tasa de política monetaria del Banco de México, que de acuerdo con las estimaciones de HR Ratings, alcanzaría el 11.5% durante la próxima decisión de política monetaria, mientras que Hacienda está considerando que el nivel al cierre del año sea de 11.25%.

Estimamos que el costo financiero proyectado en los Pre-CGPE24 implicaría una tasa de interés efectiva sobre la deuda de aproximadamente 7.50%, lo cual estimamos fue de aproximadamente 6.2% en 2022. Al evaluar la relación entre el cambio en la tasa de referencia de Banxico y el cambio en el costo financiero⁵ es importante considerar que la

⁵ Estimamos que la tasa de referencia promedio en los años 2021-2024 sería 4.33%, 7.46% y, con base en las proyecciones de HR Ratings, 11.25% y 10.50%.

Pre-Criterios de política económica 2024

Trayectoria de deuda estable apoyada por macroeconómicos positivos

Economía**11 de abril de 2023**

deuda interna representaba aproximadamente el 66% de la deuda presupuestaria al cierre de 2022 y que de esta aproximadamente el 27% son Udibonos, que por ser indexada a la inflación tiene un costo nominal muy por debajo de la tasa de referencia y son de largo plazo y, por lo tanto, no está inmediatamente sujeta a los cambios en la tasa de referencia. Adicionalmente, estimamos que otro 40% son bonos de tasa fija de largo plazo cuya tasa promedio tampoco refleja los movimientos en la tasa de referencia del Banxico. Por ejemplo, al cierre de 2022 estimamos que únicamente el 15% del saldo deuda de los bonos de tasa fija fueron colocados durante el año pasado.

El fuerte incremento durante 2023 en la tasa efectiva del costo de la deuda y el consecuente aumento en el costo financiero relativo al PIB de 72pbs vs. 2022, junto con el incremento del 16pbs en las participaciones, el avance de 9pbs en las Adefas y la reducción en los ingresos por 41pbs requiere el importante recorte en el gasto programable del 111pbs en las estimaciones incorporadas dentro de los Pre-CGPE 2024. Y aun con esta fuerte restricción en el gasto programable, el déficit presupuestario todavía aumentaría en un 27pbs. vs. 2022.

Para 2024, en términos nominales el costo financiero sufriría un aumento muy pequeño de únicamente 1.9%. El relativamente pequeño aumento en el costo financiero proyectado en los Pre-CGPE 2024 se refleja en nuestra estimación de que el costo efectivo de la deuda bajaría del 7.50% en 2023 a 7.18%. Relativo al PIB, el costo financiero disminuiría en 18pbs para ubicarse en 3.40%. La reducción en el costo financiero (vs. el PIB) tiene la ventaja de acotar la reducción necesaria en el gasto programable a 80pbs adicionales. A su vez, la reducción en el gasto programable sería necesaria para efectuar la fuerte disminución en el gasto presupuestario a PIB. A su vez, esta contracción es consecuencia de la necesidad de reducir el déficit presupuestario a 2.70%, lo cual requiere un fuerte superávit primario del 0.70% del PIB.

HR Ratings Contactos Dirección

Presidencia del Consejo de Administración y Dirección General

Presidente del Consejo de Administración

Alberto I. Ramos +52 55 1500 3130
alberto.ramos@hrratings.com

Director General

Pedro Latapí +52 55 8647 3845
pedro.latapi@hrratings.com

Vicepresidente del Consejo de Administración

Anibal Habeica +52 55 1500 3130
anibal.habeica@hrratings.com

Análisis

Dirección General de Análisis / Análisis Económico

Felix Boni +52 55 1500 3133
felix.boni@hrratings.com

Rogelio Argüelles +52 181 8187 9309
rogelio.arguelles@hrratings.com

Ricardo Gallegos +52 55 1500 3139
ricardo.gallegos@hrratings.com

FP Estructuradas / Infraestructura

Roberto Ballinez +52 55 1500 3143
roberto.ballinez@hrratings.com

Roberto Soto +52 55 1500 3148
roberto.soto@hrratings.com

FP Quirografarias / Deuda Soberana

Álvaro Rodríguez +52 55 1500 3147
alvaro.rodriguez@hrratings.com

Instituciones Financieras / ABS

Angel García +52 55 1253 6549
angel.garcia@hrratings.com

Akira Hirata +52 55 8647 3837
akira.hirata@hrratings.com

Corporativos / ABS

Luis Miranda +52 52 1500 3146
luis.miranda@hrratings.com

Heinz Cederborg +52 55 8647 3834
heinz.cederborg@hrratings.com

Sustainable Impact / ESG

Luisa Adame +52 55 1253 6545
luisa.adame@hrratings.com

Regulación

Dirección General de Cumplimiento

Alejandra Medina +52 55 1500 0761
alejandra.medina@hrratings.com

José González +52 55 8647 3810
jose.gonzalez@hrratings.com

Negocios

Dirección de Desarrollo de Negocios

Verónica Cordero +52 55 1500 0765
veronica.cordero@hrratings.com

Carmen Oyoque +52 55 5105 6746
carmen.oyoque@hrratings.com

Operaciones

Dirección de Operaciones

Odette Rivas +52 55 1500 0769
odette.rivas@hrratings.com



México: Guillermo González Camarena No. 1200, Piso 10, Colonia Centro de Ciudad Santa Fe, Del. Álvaro Obregón, C.P. 01210, Ciudad de México. Tel. +52 (55) 15 00 31 30
Estados Unidos: 2990 Ponce de Leon Boulevard, Suite 401, Coral Gables, FL 33134. Tel. +1 (212) 220 5735

HR Ratings de México, S.A. de C.V. (HR Ratings), es una institución calificadoradora de valores autorizada por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV), registrada ante la Securities and Exchange Commission (SEC) como una Nationally Recognized Statistical Rating Organization (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).

Las calificaciones y/u opiniones de HR Ratings de México S.A. de C.V. (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, en términos de lo dispuesto en el artículo 7, fracción II y/o III, según corresponda, de las "Disposiciones de carácter general aplicables a las emisoras de valores y a otros participantes del mercado de valores".

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 y no es responsable de cualquier error u omisión o por los resultados obtenidos por el uso de esa información. La mayoría de las emisoras de instrumentos de deuda calificadas por HR Ratings 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 lo anterior, 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 (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 (o el equivalente en otra moneda).