



**Victor Toriz**

[victor.toriz@hrratings.com](mailto:victor.toriz@hrratings.com)

Subdirector de Finanzas Públicas y  
Deuda Soberana



**Álvaro Rodríguez**

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

Director de Finanzas Públicas y Deuda  
Soberana



**Ricardo Gallegos**

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

Director General Adjunto de Análisis  
Económico

## HR Ratings comenta sobre el desempeño de las calificaciones soberanas en los últimos doce meses, en donde destaca la desaceleración y divergencia de los ritmos de crecimiento, así como la trayectoria descendente de la inflación

En 2023, la economía global continuó con una lenta recuperación tras los efectos de la pandemia, los efectos de diversos conflictos geopolíticos y, aunque la inflación mundial comenzó una trayectoria descendente, esta se mantuvo en niveles históricamente altos y con riesgos al alza, lo que se tradujo en condiciones monetarias restrictivas no vistas en décadas. Estas condiciones ralentizaron el crecimiento económico, sin embargo, no lo suficiente como para llevar a ciertas economías a un proceso recesivo como se llegó a estimar previamente. La inflación a nivel mundial ha sido más persistente de lo anticipado y ha mostrado un comportamiento diferenciado, por lo que la mayoría de los bancos centrales de las economías avanzadas mantuvieron el tono restrictivo de su política monetaria. Por su parte, las economías emergentes, particularmente latinoamericanas, redujeron sus tasas de interés de referencia a medida que se aproximaban a los rangos establecidos, con excepción de México, donde recientemente se realizó el primer recorte en tres años al bajar la tasa de política monetaria de 11.25% a 11.0%.

Durante 2023, HR Ratings realizó un análisis del crecimiento de las siete economías calificadas, así como la evolución de sus niveles de endeudamiento e inflación. Con base en lo anterior, durante los últimos doce meses se realizaron los siguientes movimientos relacionados con las calificaciones de largo plazo de deuda soberana:

- Para Canadá, en la última acción de calificación, se revisó al alza la calificación para la deuda soberana de HR AA+ (G) a HR AAA (G), manteniendo la Perspectiva Estable el 11 de octubre de 2023.
- Para Chile, se ratificó la calificación de largo plazo de HR AA- (G) con Perspectiva Estable el 10 de agosto de 2023.
- Para Costa Rica, se revisó al alza la calificación de largo plazo de HR BB- (G) a HR BB+ (G), modificando la Perspectiva de Positiva a Estable el 3 de julio de 2023.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM

- Para México, en la última acción de calificación para la deuda soberana se ratificó en HR BBB+ (G), manteniendo la Perspectiva Estable el 28 de abril de 2023.
- Para Perú, se revisó a la baja la calificación de largo plazo de HR A- (G) a HR BBB+ (G) modificando la Observación Negativa a Perspectiva Negativa el 10 de octubre de 2023.
- Para la deuda soberana de los Estados Unidos, se ratificó la calificación de HR AAA (G) con Perspectiva Estable el 15 de marzo de 2024.
- Adicionalmente, el 6 de octubre de 2023 se asignó la calificación inicial de Uruguay en HR A- (G) con Perspectiva Estable

**Figura 1. Países calificados por HR Ratings en 2023**



Fuente: HR Ratings



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM

En línea con la Metodología para Calificar Soberanos de HR Ratings, cada uno de los movimientos respondió a las características de cada país evaluado, considerando sus principales métricas fiscales, los niveles de crecimiento para el mediano y largo plazo, los niveles de inflación y sus acciones de política monetaria. En la siguiente figura se observan las principales variables macroeconómicas que se estimaron para los países calificados por HR Ratings durante 2023, excepto en el caso de México y Estados Unidos para los que se exhiben las estimaciones de crecimiento real anual, con base en la última actualización de Escenarios Macroeconómicos. En el presente reporte se profundizará en cada una de las métricas fiscales y de los supuestos económicos que respaldan las calificaciones.

**Figura 2. Calificaciones soberanas de HR Ratings**

Observados y Pronósticos para 2023 de HR Ratings							
Variables / Países	Canadá	Chile	Costa Rica	Estados Unidos	México	Perú	Uruguay
Calificación	HR AAA (G)	HR AA- (G)	HR BB+ (G)	HR AAA (G)	HR BBB+ (G)	HR BBB+ (G)	HR A- (G)
Crecimiento real observado en 2023	1.1%	0.2%	5.1%	2.5%	3.2%	-0.6%	0.5%
Crecimiento real esperado en 2023 <sup>3</sup>	1.2%	-0.4%	3.4%	2.5%	3.4%	0.3%	1.1%
Objetivo de inflación <sup>1</sup>	2.00% (+/- 1%)	3.00%	3.00% (+/- 1%)	2.00%	3.00% (+/- 1%)	Rango 1.0% a 3.0%	Rango 3.0% a 6.0%
Tasa de política monetaria <sup>2</sup>	5.00%	7.25%	5.25%	5.50%	11.00%	6.25%	9.00%
Inflación anual al cierre de 2023	3.4%	3.9%	-1.8%	3.40%	4.66%	3.24%	5.10%
Deuda neta como % del PIB <sup>3</sup>	24.5%	29.5%	64.2%	97.4%	47.2%	21.1%	52.2%
Balance primario como % del PIB <sup>3</sup>	-1.2%	-1.2%	1.6%	-2.7%	-0.1%	-1.7%	-1.4%

1/ Objetivo de inflación por parte de cada Banco Central

2/ Observado al momento de la publicación de este reporte

3/ Proyectado por HR Ratings en el último reporte de calificación correspondiente a cada país. En el caso de México y E.E.U.U. se consideran las proyecciones de los Escenarios Económicos al 4T23.

## 1. Crecimiento Económico

Como se puede observar en la Figura 3, posterior a la fuerte recuperación observada tras el impacto de la pandemia de COVID-19, el ritmo de crecimiento se desaceleró de forma general en 2023. Esta moderación se da debido a varios efectos, entre los que destacan las condiciones geoeconómicas, la continuación del conflicto Rusia-Ucrania, el endurecimiento de la política monetaria como respuesta a los elevados niveles de inflación observados en 2022 y 2023, el retiro de los apoyos fiscales otorgados como respuesta a la pandemia en un entorno de fuerte endeudamiento que frenó la actividad económica y la irrupción de fenómenos meteorológicos. Adicionalmente, se presentan crecientes divergencias en el crecimiento entre regiones y países, donde las economías emergentes comienzan a mostrar una desaceleración más acentuada.



@HRRATINGS

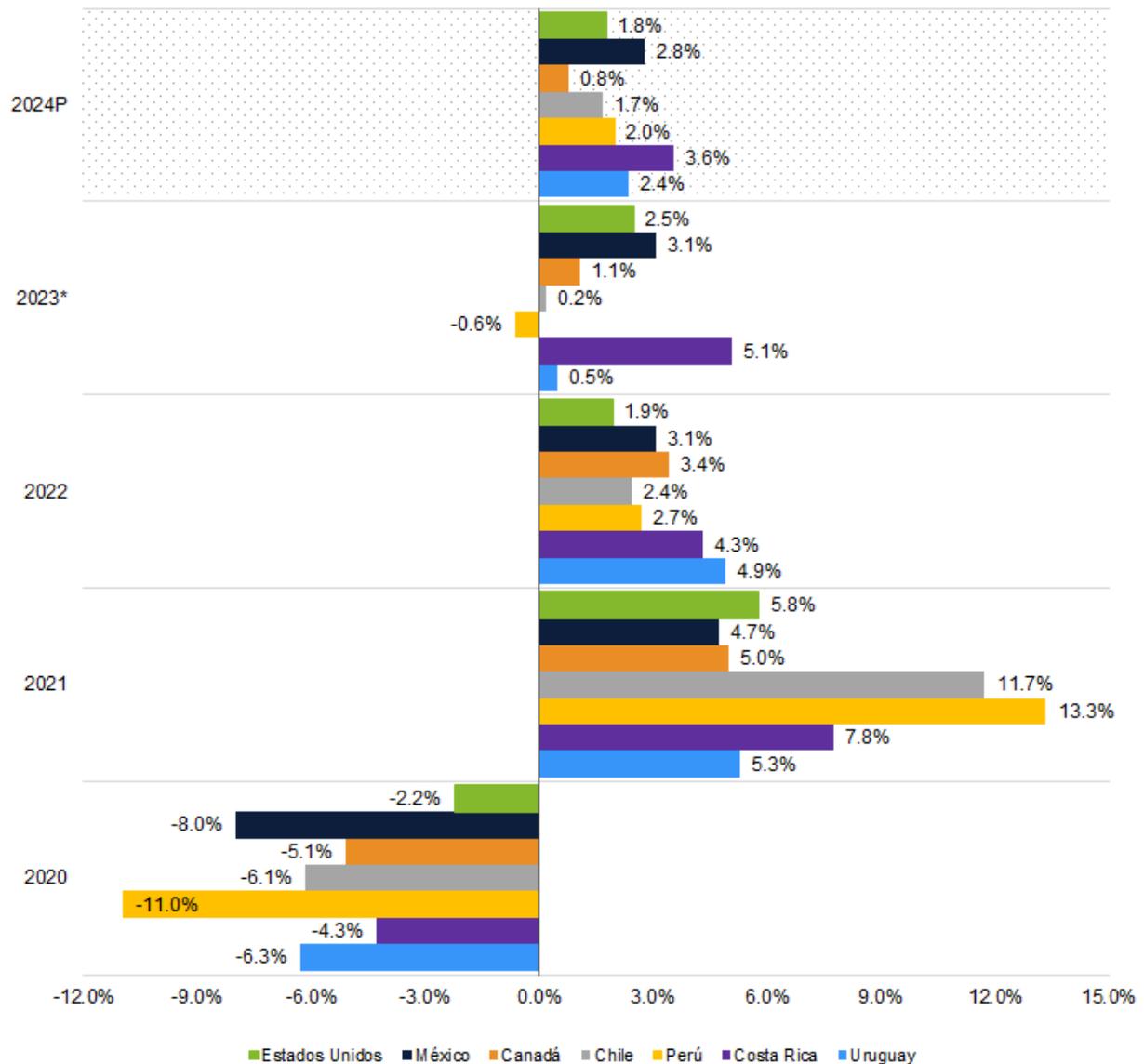


HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM

**Figura 3. Variación UDM del Producto Interno Bruto Real (%) por soberano**



Fuente: HR Ratings con base en información pública correspondiente a cada país.

\* Para 2023 se observan los datos de crecimiento del PIB real de cada soberano.

P. Pronósticos elaborados por HR Ratings en el último reporte de calificación correspondiente a cada país. Para México se contempla el crecimiento real anual de la publicación de Escenarios Macroeconómicos al 4T23.

## Canadá

En 2023, la economía canadiense registró un crecimiento real de 1.1%, nivel en línea con el proyectado por HR Ratings de 1.2%. Lo anterior fue resultado del desempeño de la demanda externa, debido a que las exportaciones reportaron un alza de 5.7% interanual, donde destaca el desempeño de las exportaciones de petróleo crudo, mientras que las importaciones se redujeron 0.4%, de acuerdo con menores importaciones de productos metalúrgicos, motores, autopartes y vehículos ligeros.



Por su parte, la inversión privada y los inventarios disminuyeron, y la demanda interna muestra signos de desaceleración a medida que los efectos de las elevadas tasas de interés y el retiro de los estímulos fiscales se extienden en la economía. Con ello, a pesar de que la economía mostró un crecimiento, este fue el más bajo observado desde 2016, con excepción de la caída reportada en 2020, año de la pandemia. A partir de 2024, se espera que el crecimiento promedie un 2.0% a medida que los efectos de las tasas de interés más altas sobre el crecimiento económico se disipan y se materialice el plan de inversión del gobierno para la transición a una economía limpia. Este pronóstico es consistente, aunque ligeramente más positivo, que el promedio del 1.9% de los cinco años previos a la pandemia (2015-2019).

## Chile

Al cierre de 2023, la economía chilena registró un ligero incremento de 0.2%, en contraste con la caída estimada por HR Ratings de 0.4%. En lo anterior, se observó una importante contracción en la demanda interna, lo que a su vez estuvo determinado por la caída en el consumo de los hogares. Esto respondió principalmente a una reducción del gasto en bienes no durables, destacando los artículos de vestuario y alimentos. Un comportamiento similar se observó en los bienes durables, en línea con menores compras de automóviles. Asimismo, la formación bruta de capital decreció 5,3%; la desacumulación de inventarios particularmente de bienes industriales fue la principal contribución a este resultado. No obstante, el intercambio comercial con el resto del mundo evitó un decrecimiento de la actividad económica, ya que las exportaciones disminuyeron 0.3%, mientras las importaciones retrocedieron 12.0%, impactadas por menores importaciones de bienes, en particular, de vehículos y combustibles, lo que se tradujo en un efecto neto positivo en el PIB.

A medida que se disipan los efectos inflacionarios y con ello las tasas de interés continúen a la baja, se estima que la inversión retome una tendencia creciente, lo que se traduciría en que la economía chilena recupere su senda de crecimiento, ubicándose con un alza promedio del PIB de 2.5% real anual.

## Costa Rica

En 2023 el PIB de Costa Rica creció 5.1% en 2023, por encima del estimado por HR Ratings de 3.4%, impulsado por el mayor crecimiento de los socios comerciales del país con respecto a lo previsto, lo que se tradujo en un mayor dinamismo de la demanda externa, proceso que fue reforzado por la llegada de nuevas empresas al país para la producción tanto de bienes manufacturados como de servicios, derivada del proceso de relocalización geográfica.

De igual modo, la demanda interna también mostró una mejora, impulsada por la recuperación del ingreso disponible, lo cual incidió positivamente en el consumo de los hogares. Asimismo, se registró un aumento en la inversión, principalmente de obras privadas. Todo esto, en un contexto de mejora en las finanzas públicas y de reducción del riesgo país, que favoreció las decisiones de consumo e inversión de los agentes económicos.

## México

Con cifras al cierre de 2023 publicadas por el Instituto Nacional de Estadística y Geografía (INEGI) el PIB registró un crecimiento en los últimos doce meses (UDM) de 3.2%, impulsado por los sectores de industria y servicios. En lo anterior, la construcción tanto pública como privada reportaron un importante crecimiento. Lo anterior se explica por los altos niveles de



inversión tanto pública como privada que se presentaron en el último año con relación a la ejecución de las principales obras prioritarias de la actual administración, que dieron un fuerte impulso al sector, así como la dinámica positiva mostrada dentro de la construcción residencial y no residencial. El sector servicios, el más importante por su peso relativo dentro de la actividad económica, fue impulsado por el dinamismo del consumo privado. Al interior, se observaron crecimientos en el comercio al por mayor, transporte, esparcimiento y servicios culturales, alojamiento temporal, servicios de alimentos y turismo, entre otros. La actividad económica continúa mostrando tasas de crecimiento por encima de su nivel tendencial (2.0%), en parte, derivado de los niveles de recuperación en 2021 y 2022, y la buena dinámica que mostraron los sectores industriales y de servicios en la mayor parte de 2023.

No obstante, es importante considerar que los principales indicadores de la actividad muestran agotamiento, lo que, sumado a los aún persistentes niveles de inflación, política monetaria restrictiva y los altos niveles de déficits propuestos podrían tener un impacto en el crecimiento de 2024. Por otro lado, en términos de poder de compra, las remesas han ido perdiendo impulso como resultado de la fuerte apreciación del peso. Adicionalmente, se espera desaceleración en la demanda proveniente de los EUA, lo cual podría continuar afectando al sector manufacturero.

## Perú

Al cierre de 2023, se registró una contracción de la economía peruana de 0.6% real, nivel por debajo del crecimiento de 0.3% estimado. La actividad económica se vio afectada por diferentes choques de oferta, algunos de los cuales tuvieron impacto sobre los ingresos y la confianza de los agentes económicos. Entre ellos, destacan las anomalías climáticas asociadas al Fenómeno El Niño costero y las sequías en el sur del país, así como los conflictos sociales presentados en la primera mitad del año.

Cabe recordar que la agitación política y social fue resultado de la destitución del expresidente Pedro Castillo, lo que derivó en que Dina Boluarte asumió el cargo de Presidenta. Esto agudizó la inestabilidad política que ya enfrentaba el país desde años atrás, al generarse movilizaciones sociales caracterizadas por protestas, bloqueos y enfrentamientos. Estos factores incidieron en un débil crecimiento del consumo privado y un retroceso por segundo año consecutivo de la inversión privada. Adicionalmente, se observó una caída de la demanda externa por productos no tradicionales, especialmente por parte de Estados Unidos; una contracción en la inversión pública subnacional, que se suele registrar en el primer año de las autoridades regionales y municipales; y la reducción de inventarios, proveniente de un ajuste tras la acumulación de existencias a fines de 2022 e inicios de 2023.

En 2024, se espera que Perú retorne a la senda del crecimiento, debido a la expectativa de un mayor dinamismo en la demanda interna, al estimarse una recuperación de los sectores que han sido impactados por las condiciones climatológicas; y de la demanda externa, en línea con una mayor producción minera y las expectativas de crecimiento de los principales socios comerciales (Estados Unidos y China) lo que tiene impacto directo sobre las exportaciones.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM

## Estados Unidos

De acuerdo con el segundo estimado del U.S. Bureau of Economic Analysis (BEA), en 2023 la economía estadounidense se expandió 2.5%, en línea con el estimado por HR Ratings en los Escenarios Macroeconómicos al 4T22. Con ello, la economía mostró una importante resiliencia, en contraste con las proyecciones hechas a principio de año donde se esperaba que entrara en recesión. Esta resiliencia se observó a pesar de la implementación de una política monetaria restrictiva por parte de la Reserva Federal, ante la necesidad de frenar la inflación. El aumento del PIB real en 2023 se debió principalmente al consumo privado, el aumento del gasto gubernamental, tanto a nivel federal como estatal y local, un repunte de la inversión no residencial (predominantemente en estructuras manufactureras) y de las exportaciones netas. El consumo privado se mantuvo consistentemente alto durante todo el año, respaldado por la fortaleza del mercado laboral.

Para 2024, se anticipa una desaceleración de la actividad económica (+1,8% vs. +2,5% en 2023) debido a la desaceleración en el gasto de los consumidores, mayores importaciones netas y un crecimiento más lento de las compras gubernamentales de bienes y servicios. Sin embargo, dentro del gobierno, anticipamos un aumento en el gasto militar debido a las dificultades en el entorno global. Por su parte, se proyecta que la inversión privada se acelere donde la inversión residencial aumentará a medida que un cambio en la política monetaria podría comenzar a tener un impacto en el muy deprimido sector inmobiliario.

## Uruguay

Para la calificación inicial de Uruguay, cabe recordar que en 2022, el crecimiento económico real de Uruguay ascendió a 4.9% impulsado por el sector exterior, gracias a la estabilidad de los precios de las exportaciones de bienes. Adicionalmente, contribuyó la demanda interna, donde se observó un aumento en la Formación bruta de capital fijo debido a la construcción de la fábrica de celulosa UPM, así como el gasto de consumo final de los hogares y del Gobierno.

Para 2023, el Ministerio de Economía y Finanzas estima un crecimiento moderado de 0.5%, impulsado por el consumo privado y la recuperación de la masa salarial. No obstante, las exportaciones netas, debido al fuerte impacto de la sequía, la inversión privada y el ajuste del gasto público incidieron de forma negativa. HR Ratings estimaba un crecimiento de 1.1%, sin embargo, el impacto de los fenómenos meteorológicos y la variación en los precios de las materias primas tuvieron un efecto superior sobre la actividad económica en Uruguay debido a que uno de los principales rubros de la base económica es el sector agrícola, lo que a su vez impactó las exportaciones por encima de lo proyectado. A medida que se disipan los efectos del clima y la variación de los precios de las materias primas, se espera que en 2024 el PIB crecerá en 2.4% real anual, mientras que de 2025 a 2030 se anticipa un crecimiento promedio 2.05%.

## 2. Comportamiento fiscal

### Canadá

Es importante mencionar que Canadá considera un año fiscal que finaliza en el primer trimestre. En línea con lo anterior, en el año fiscal 2023, el gobierno de Canadá reportó un déficit en el balance primario de 1.2% del PIB, nivel inferior al visto en el año fiscal 2022 de 2.5%. Esta reducción en el déficit fue resultado de que los gastos derivados de la pandemia y de los programas de empleo fueron inferiores a lo estimado, mientras los ingresos mostraron un adecuado desempeño.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM

Al comparar el tercer trimestre de 2022 con el 3T23, el balance fiscal como porcentaje del PIB (nominal) pasó de reportar un déficit de 0.9% a 0.5%. Lo anterior como resultado principalmente del incremento de 6.7% en el Gasto Total derivado de un importante alza en el pago de intereses de la deuda y el crecimiento en las compensaciones a empleados. Esto fue compensado parcialmente por un alza en la generación de ingresos de 5.4%. HR Ratings estima que en el FY24 se reporte un déficit en el balance primario de 0.4% del PIB y que posteriormente el Gobierno Federal reducirá gradualmente los déficits primarios para lograr la consolidación fiscal pasando a un balance primario positivo en el año fiscal 2027.

## Chile

En 2022 el balance primario como porcentaje del PIB mostró un superávit de 2.1% del PIB, mientras en 2021 se observó un déficit de 6.8%. Con ello, se anotó el primer superávit registrado desde 2012, cuando alcanzó el 1.1% del PIB. Esto fue resultado del notable avance que registraron los ingresos tributarios por conceptos del ISR e IVA, mientras que la reducción de los estímulos fiscales (subsidios y donaciones) por parte del gobierno permitió que los niveles de gasto fueron sustancialmente menores a lo registrado en 2021.

Al cierre de 2023, los ingresos del gobierno central presentaron una contracción real de 12.5% debido a la disminución en los ingresos tributarios netos, principalmente de los contribuyentes no mineros y de traspasos de la Corporación Nacional del Cobre (Codelco). Por su parte, el gasto del gobierno central total aumentó 1.0% real de acuerdo con un nivel de gasto corriente superior. En línea con lo anterior, de forma preliminar, se registró un déficit en el balance primario equivalente a 1.8% del PIB estimado, en comparación con el déficit proyectado por HR Ratings de 1.4%.

HR Ratings estima que para los próximos periodos la trayectoria de déficit primario será deficitario en 2024 y 2025, debido a que los niveles de recaudación se mantendrán en torno al 21.2% del PIB en promedio, mientras que los niveles de gasto alcanzarían el 23.0% del PIB. Los niveles de ingresos aún mostrarían un desempeño menos dinámico, debido a que aún se mantendrían bajos niveles de consumo. Resultado de lo anterior, el balance primario sería deficitario en 1.3% y 0.5% del PIB, respectivamente.

## Costa Rica

Para 2022, Costa Rica reportó un superávit primario de 2,1% del PIB, en comparación con el déficit reportado en 2021 de 0.3%. Cabe mencionar que es el primer superávit generado desde 2008, y fue consecuencia de un importante aumento en la recaudación de Ingresos Tributarios y una contracción en los gastos por transferencias y de capital, así como la desaceleración del crecimiento en las remuneraciones. Esto a su vez es resultado del crecimiento del PIB y la implementación de la reforma tributaria introducida por la Ley para el Fortalecimiento de las Finanzas Públicas.

Durante 2023, las finanzas públicas se mantuvieron con una trayectoria hacia la consolidación fiscal a mediano plazo. A noviembre de 2023, el Gobierno Central generó un superávit primario equivalente a 1.8% del PIB. El ligero deterioro en comparación con lo observado al cierre de 2022 se debe al efecto de la incorporación en el 2022 de ingresos extraordinarios no tributarios (0.4% del PIB del 2022), la apreciación de la colón y el crecimiento del gasto por intereses. No obstante se mantiene un resultado superavitario derivado del aumento de 2.6% en los ingresos tributarios acumulados a dicho mes. Este



incremento, fue superior al alza observada en el gasto primario, el cual continuó muy por debajo del promedio de los últimos años debido, principalmente, a la aplicación de la regla fiscal. En línea con lo anterior, se anticipa la reducción en el gasto corriente primario como proporción del PIB, así como mayores ingresos de acuerdo con las acciones implementadas para aumentar los ingresos tributarios, lo que se traduciría en un superávit primario promedio por 1.9% del PIB.

## México

Para 2023, se registró un déficit en el balance primario equivalente a 3.4% del PIB, ya que a pesar de que los ingresos presupuestarios mostraron un crecimiento real anual de 1.0%, el gasto total del sector público presentó un crecimiento real anual de 1.8%. Respecto a los ingresos presupuestarios, por una parte los ingresos petroleros reportaron una menor recaudación, mientras que los no petroleros aumentaron destacando el avance de los tributarios, donde sobresalen los rubros de ISR e IVA. En el caso del gasto, el aumento fue resultado del fuerte aumento en el costo financiero como consecuencia del incremento en las tasas de interés, impulsado por la tasa de referencia del Banco de México que se ubicó en su máximo nivel (11.25%) y, por lo tanto, afectó tanto el refinanciamiento de deuda con una tasa menor como la nueva deuda emitida por el sector público. Sin embargo, el gasto primario (el cual excluye el costo financiero) sufrió una disminución lo que fue necesario para contener el déficit debido al incremento del costo financiero mencionado. Para 2024 se espera un importante incremento en el déficit presupuestario, al proyectarse que este ascienda 5.9% del PIB de acuerdo con la política de gasto propuesta por el Gobierno Federal. De acuerdo con los recién publicados Pre-Criterios Generales de Política Económica (PCGPE) 2025 el déficit se reduciría a un 3.0% en 2025.

## Perú

El balance primario como porcentaje del PIB registró un déficit de 0.8% del PIB en 2022, nivel inferior al déficit reportado en 2021 de 2.0%, lo que se explica principalmente por mayores ingresos corrientes del Gobierno General, reflejo de la mayor recaudación de ingresos tributarios y, en menor medida, el incremento de los ingresos no tributarios. Contribuyó también al resultado la reducción del gasto corriente debido al menor gasto de respuesta frente al COVID-19. Esta dinámica fue parcialmente contrarrestada por los mayores gastos de capital y el menor resultado primario anualizado de las empresas estatales.

Al cierre de 2023, Perú registró un déficit en el balance primario de 1.1%, debido a la contracción de los ingresos corrientes, lo que obedeció a la menor recaudación del impuesto a la renta (IR), impuesto general a las ventas (IGV), así como ingresos más bajos relacionados con los sectores de minería e hidrocarburos. Adicionalmente, se observó un mayor pago de intereses de la deuda. Esto en un contexto de menor actividad económica, menores precios de metales industriales y de hidrocarburos, mayor emisión de bonos soberanos y deuda con organismos internacionales, así como elevadas tasas de interés.

## Estados Unidos

En el año fiscal 2022 (FY2022), se reportó un déficit en el balance primario equivalente a 3.6% del PIB, lo que implica una importante reducción desde los déficits observados en los años fiscales de 2020 y 2021 por 13.2% y 10.7%, respectivamente, los cuales fueron resultado del impacto fiscal de las medidas adoptadas por el gobierno en respuesta a la pandemia. Cabe



mencionar que en el FY2022 se consideran los gastos relacionados con el plan de alivio de la deuda estudiantil, sin los cuales, el balance primario hubiera ascendido a 1.90% del PIB.

Para el FY2023, se observó un aumento de 23.0% en el déficit fiscal en comparación con el déficit del FY2022, debido a una importante reducción en los ingresos posterior al nivel extraordinario mostrado en el FY2022. Durante este periodo la recaudación fue inusualmente elevada debido al rebote que siguió a la pandemia. Por su parte, el costo de la deuda incrementó 33.0%, lo que impactó fuertemente el gasto como consecuencia del incremento en la tasa de interés a un nivel no observado en 22 años. Con ello, en el FY2023, el déficit primario de los Estados Unidos fue de 5.1%, nivel superior al proyectado de 2.7%. HR Ratings proyecta que el déficit primario en el FY2024 ascenderá a 3.5% del PIB derivado de la expectativa de un aumento nominal de 9.9% en los ingresos, en línea con impuestos al ingreso y a la nómina superiores como consecuencia de la fortaleza del mercado laboral, el bajo desempleo y la inflación a la baja.

Por su parte, se espera que el gasto no discrecional disminuya respecto al FY2023, lo que sería resultado en gran medida de Otros Gastos, lo que a su vez sería consecuencia de la reducción en los gastos derivados de la pandemia. También se estima una ligera disminución en el gasto en atención médica. Para el gasto discrecional, se proyecta una contracción, sin embargo, cabe mencionar que depende ampliamente del debate que tenga lugar actualmente entre republicanos y demócratas en el Congreso.

## Uruguay

Al cierre de 2022, se observó una mejora en comparación con los déficits primarios reportados en 2021 y 2022, de 2.5% y 1.6%, respectivamente, ya que este ascendió a 0.8% del PIB. Al igual que en muchas otras economías, estos déficits están estrechamente relacionados con la pandemia. Adicionalmente, en 2022 se dio una mejora en los niveles de ingresos, especialmente de la Dirección General Impositiva (DGI). En 2023, el déficit en el balance primario se mantuvo en 0.8% del PIB ya que tanto los ingresos como los egresos reportaron una caída de 0.5% del PIB de forma interanual, debido a una reducción en la recaudación de DGI por parte de los ingresos y un menor gasto en los rubros de gastos no personales e inversiones en el caso de los egresos. Este resultado fue inferior al estimado por HR Ratings de 1.4%.

Para 2024, se estima una mejora en la recaudación de ingresos y menores presiones por parte de las transferencias ayudarán a la reducción de déficit primario en 2024, alcanzando el 1.2% del PIB, mientras que en 2025 se ubicaría en 1.0%. Se contempla que la trayectoria descendente se mantendrá a lo largo del periodo de proyección, con un déficit primario promedio de 2026 a 2030 de -0.5% del PIB.

## 3. Endeudamiento Relativo

Como se observa en la Figura 4, en 2022, los niveles de endeudamiento neto se moderaron e incluso se redujeron debido a menores déficits fiscales, en línea con el retiro progresivo de incentivos y apoyos fiscales otorgados en la pandemia y el crecimiento en el PIB Nominal debido a la recuperación económica. Para 2023 y 2024, de acuerdo con lo estimado por HR Ratings, se espera un ligero incremento en el nivel de endeudamiento de las economías calificadas, lo que en general sería



consecuencia de un ligero deterioro en los resultados fiscales en comparación con 2022 y la expectativa de que el crecimiento económico de los países calificados se acerque a sus niveles tendenciales.

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

Para Canadá, al tercer trimestre de 2023, el nivel de endeudamiento neto disminuyó a 17.5% como porcentaje del PIB (vs. 22.2% al tercer trimestre de 2022) lo que se debe tanto al incremento del valor de los activos financieros como a la disminución en el valor de los pasivos. Esto a su vez es resultado principalmente de la revaluación de mercado de los títulos de deuda pública. De acuerdo con estimaciones de la última revisión, se proyecta que al cierre del FY2023, Canadá reporte una deuda neta que represente 24.4% del PIB.

En el caso de Chile, la Deuda Bruta del Gobierno Central se incrementó de 37.3% del PIB al cierre de 2022 a 39.8% en 2023, de acuerdo con la colocación de deuda debido al déficit fiscal mencionado anteriormente y el desempeño del PIB Nominal. Por su parte, Costa Rica presentó una contracción en el nivel de endeudamiento bruto al disminuir de 63.3% en noviembre de 2023 a 61.6% en noviembre de 2023, de acuerdo con la generación de un superávit primario, lo que redujo los requerimientos de financiamiento del Gobierno y permitió que la deuda creciera a un ritmo menor que el PIB nominal.

Para Perú, el nivel de endeudamiento neto incrementó de 21.2% en 2022 a 22.4% en 2023, nivel superior al esperado de 21.0%, lo que se explica por el aumento del déficit fiscal, el cual fue financiado en gran parte mediante depósitos del sector público no financiero.

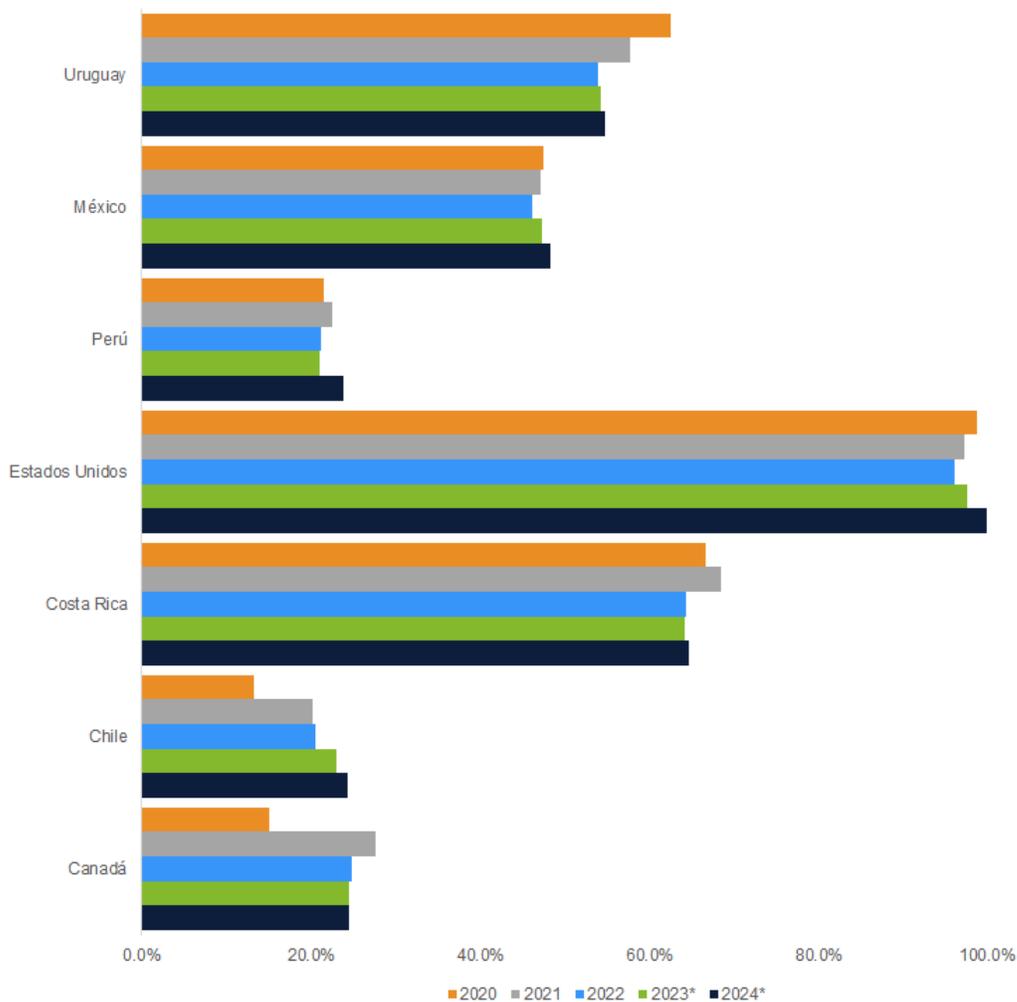
En México, al concluir el 2023 el nivel de endeudamiento medido a través del Saldo Histórico e los Requerimientos Financieros del Sector Público (SHRFSP) finalizó en 47.1% del PIB, lo que representa una ligera mejora respecto al cierre de 2022 de 47.8%. En lo anterior, se registró un aumento en el SHRFSP, sin embargo, el incremento en la deuda fue sustancialmente inferior al déficit financiero medido con base en los Requerimientos Financieros del Sector Público (RFSP), lo que se debe a la fuerte apreciación del peso.

Para Estados Unidos, la deuda pública en relación con el PIB aumentó al 97.6% del PIB en el año fiscal 2023 frente al 96.0% a finales del año fiscal 2022, ligeramente superior a la expectativa planteada anteriormente de 97.4%, como consecuencia principalmente del déficit observado al FY2023 de 5.1%. Para los próximos años se espera que la deuda pública promedie 110.0% desde el año fiscal 24 hasta el año fiscal 31, y se mantenga por encima del 100.0% como porcentaje del PIB del año fiscal 25 al año fiscal 32, debido al impacto acumulado del déficit primario proyectado en los próximos años.

En el caso de Uruguay, la deuda neta al cierre de 2023 reportó un nivel de 53.5% del PIB resultado del financiamiento del déficit registrado, sumado al efecto de la apreciación del peso uruguayo, lo que se tradujo en una caída del valor de los activos en dólares expresados en pesos.



**Figura 4. Deuda Neta como porcentaje del PIB**



Fuente: HR Ratings con base en en información pública correspondiente a cada país.  
 \* Proyectado por HR Ratings en el último reporte de calificación correspondiente a cada soberano.

## 4. Inflación y Política Monetaria

En 2023, la inflación global continuó con el comportamiento a la baja iniciado en los últimos meses de 2022 debido a la moderación en los precios de la energía y alimentos, la normalización de las cadenas globales de suministro y la reducción de las presiones inflacionarias en varios bienes y servicios. Sin embargo, en las economías desarrolladas la inflación mostró ser más persistente de lo esperado por lo que se han mantenido una política monetaria restrictiva. En el caso de algunas economías en vías de desarrollo, estas comenzaron durante 2023 la relajación de la política monetaria a medida que esta se acercaba al rango meta. Para los países calificados por HR Ratings, se observa que tan solo Costa Rica reportó niveles de inflación por debajo del rango establecido por el banco central, mientras que la inflación en Uruguay se encontró dentro del rango.

A pesar de que el resto de los países mostraron importantes reducciones, la inflación aún estaba por encima del rango deseado, aunque cercana. Canadá cerró el 2023 con una inflación general anual de 3.4% (vs. 3.8% proyectado por HR



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM

Ratings); Chile con una inflación general anual de 3.8% (vs. 7.7% proyectado); Estados Unidos reportó una inflación general anual de 3.4% (vs. 4.8% esperado); México con una inflación general anual de 4.7% (vs. 5.9% proyectado); Perú con una inflación general anual de 3.2% (vs. 4.2% proyectado) y Uruguay registró una inflación anual de 5.1% (vs 6.4% estimado). Sobresale el caso de Costa Rica, que presentó una deflación de 1.8%. Al comparar el cierre de 2022 con el de 2023, Canadá incrementó su tasa de política monetaria (TPM) de 4.25% a 5.0%, Chile la redujo de 11.25% a 8.25%, Costa Rica disminuyó de 9.0% a 6.0%, Estados Unidos incrementó la TPM de 4.5% a 5.5%, México presentó un incremento de 10.5% a 11.25%, la de Perú se contrajo de 7.5% a 6.75% y, por último, la de Uruguay pasó de 11.5% a 9.0% de forma interanual.

**Figura 5. Inflación y Política Monetaria al cierre de 2023**

Variables / Países	Canadá	Chile	Costa Rica	Estados Unidos*	México*	Perú	Uruguay
Inflación anual estimada	3.82%	7.77%	3.80%	3.31%	4.60%	4.21%	6.40%
Inflación anual observada	1.00%	3.90%	-1.80%	3.40%	4.66%	3.24%	5.10%
Tasa de política monetaria**	5.0%	7.3%	5.3%	5.5%	11.0%	6.3%	9.0%
Objetivo de inflación <sup>1</sup>	2.00% (+/- 1%)	3.0%	3.00% (+/- 1%)	2.0%	3.00% (+/- 1%)	Rango 1.0% a 3.0%	Rango 3.0% a 6.0%

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

\* Para estos casos se toman las proyecciones planteadas en los Escenarios Macroeconómicos al 4T23.

\*\* Observado al momento de la publicación de este reporte

Para el caso de México, es importante destacar la reducción de 25 pb el 21 de marzo de 2024, con lo que la TPM quedó en 11.0%. En los últimos escenarios macroeconómicos se anticipa una trayectoria descendente con recortes adicionales por lo al cierre de 2024 se proyecta que la tasa se ubique en 10.25%.

## 5. Elementos por seguir en 2024

Para 2024, se espera que se mantenga un ritmo de crecimiento similar a lo observado en 2023, debido a un desempeño mejor a lo esperado en la economía estadounidense y de varios países emergentes y en desarrollo, así como a los estímulos fiscales en China. Sin embargo, el crecimiento en la actividad económica se seguirá viendo limitado por las elevadas tasas de interés de política monetaria, ya que si bien la inflación se ha reducido desde el pico observado en 2022, aún no se encuentra, de forma general, en los rangos establecidos por los bancos centrales y es susceptible a shocks geopolíticos que podrían generar nuevas escaladas de precios. En este sentido, se tiene la expectativa de que las tasas de interés de países desarrollados comiencen a relajarse a partir del segundo semestre de 2024, mientras que para las economías en desarrollo se espera que se mantengan a la baja durante el año.

En la siguiente figura se puede observar el pronóstico de HR Ratings para las principales métricas consideradas en las calificaciones crediticias soberanas en 2024, con base en el último movimiento de calificación. Esto será actualizado conforme se revisen las calificaciones y se actualicen los supuestos en relación con los escenarios económicos y el comportamiento fiscal, lo cual se reflejará directamente sobre los pronósticos de endeudamiento relativo.



**Figura 6. Variables esperadas en 2024 para las calificaciones soberanas**

Pronósticos para 2024 de HR Ratings

VARIABLES / PAÍSES	Canadá	Chile	Costa Rica	Estados Unidos	México	Perú	Uruguay
Crecimiento real esperado en 2024	0.80%	1.70%	3.57%	1.50%	2.80%	2.02%	2.40%
Inflación anual*	2.92%	3.72%	3.15%	2.80%	4.05%	3.51%	6.30%
Deuda neta como % del PIB*	24.76%	30.97%	64.68%	99.10%	48.26%	23.79%	53.13%
Balance primario como % del PIB*	-0.42%	-1.34%	1.90%	-2.88%	0.47%	-1.36%	-1.28%

\*Proyectado por HR Ratings en el último reporte de calificación correspondiente a cada país. En el caso de México y E.E.U.U. se consideran las proyecciones de los Escenarios Económicos al 4T23.

Adicionalmente, en 2024, cada economía calificada hará frente a retos individuales que pudieran afectar sus condiciones económicas y/o sociales. México y Estados Unidos tendrán elecciones generales durante 2024, donde se elegirá nueva presidencia en ambos países. En el caso de México, se elegirán además 128 Senadurías, 500 Diputaciones Federales, así como, gobernadores, presidencias municipales, diputaciones locales, sindicaturas, regidurías y juntas municipales. Para la presidencia, las campañas iniciaron el 1° de marzo de 2024. La jornada electoral será el 2 de junio de 2024 y como se mencionó también se renovarán las Cámaras de Diputados y de Senadores. Adicionalmente, se elegirán gubernaturas estatales de Chiapas, Guanajuato, Jalisco, Morelos, Puebla, Tabasco, Veracruz, Yucatán y Ciudad de México. En Estados Unidos, con un ambiente electoral muy polarizado, se llevarán elecciones para la presidencia el 5 de noviembre de 2024. Adicionalmente, se renueva la totalidad de la Cámara de Representantes y 33 senadores.

En el caso de Perú, se han mantenido protestas y bloqueos tras la crisis política y social generada por la destitución del entonces presidente Pedro Castillo, sin embargo, las últimas protestas han tenido menos convocatoria pese a los elevados índices de desaprobación de la presidenta, cuyo mandato concluye en julio de 2026. El 13 de febrero de 2024, la actual presidenta realizó cambios en cuatro Ministerios, incluido el de Economía y Finanzas, donde Alex Contreras fue reemplazado por el economista José Arista. Además, hubo cambios en los ministerios de Defensa, Ambiente y Energía y Minas. Recientemente, el Congreso aprobó la reforma constitucional referente a restitución del Senado con un mínimo de 60 senadores, elegidos para un período de cinco años, junto con una Cámara Baja compuesta por 130 diputados, permitiendo además la reelección inmediata de estos cargos. Adicionalmente, se espera un menor impacto del Fenómeno El Niño, ya que para este año se estima que sea moderado, a diferencia del año pasado donde fue catalogado como fuerte, sin embargo, este mantendrá un impacto sobre el crecimiento del país debido a las sequías y altas temperaturas que lo acompañan.

En Chile, tras el rechazo en septiembre de 2022 de una primera nueva constitución se inició un nuevo proceso constituyente, sin embargo, la propuesta de la nueva constitución también fue rechazado en diciembre de 2023, con lo que se mantendrá la Constitución de 1980 establecida durante la dictadura de Augusto Pinochet y que ha permanecido vigente durante las más de dos décadas de democracia en el país. Tras lo anterior, el presidente Gabriel Boric presentó una serie de reformas, donde destaca la relativa al sistema de pensiones donde se propone la creación de un sistema mixto de pensiones y la posibilidad de que el Estado gestione los fondos privados, que están en manos de empresas privadas. Además, se busca subir la cotización del 10.0% actual al 16.0%, a cargo del empleador. La propuesta ha estado meses en el Congreso. Se mantendrá el seguimiento sobre esta importante reforma ya que cambios sobre la política fiscal y de endeudamiento para los próximos años podría impactar la calificación crediticia del país.



Uruguay presentó en los últimos años (2020-2023) una crisis hídrica derivada de una fuerte sequía que afectó el crecimiento económico del país. Recientemente, en enero de 2024, el Instituto Nacional de Meteorología (INUMET) anunció el fin de la sequía meteorológica que azotó el país después de que en diciembre de 2023 mostrará condiciones normales de precipitaciones, algo que no ocurría desde principios de 2020. Lo anterior podría afectar positivamente la perspectiva de crecimiento a medida que la producción de sectores como el agrícola y manufacturero se recupere.

En general, todos los países calificados por HR Ratings independientemente de sus particularidades de orden político, comparten el seguimiento de tres variables importantes en su calificación, la tendencia de crecimiento económico, el uso efectivo de sus políticas monetarias para el control de la inflación y su nivel de endeudamiento. Durante 2024 se mantendrá el seguimiento de estas variables y su impacto en las calificaciones soberanas.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM

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) y certificada como una Credit Rating Agency (CRA) por la European Securities and Markets Authority (ESMA) y por el Financial Conduct Authority (FCA).

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](http://www.hrratings.com), donde se pueden consultar documentos como el Código de Conducta, las metodologías o criterios de calificación y las calificaciones vigentes.

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

**Contacto con Medios**  
[comunicaciones@hrratings.com](mailto:comunicaciones@hrratings.com)



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM