

# Revisiones Recientes a la Perspectiva de la Calificación Crediticia de México y Pemex

---

Extracto del Informe Trimestral Julio – Septiembre 2018, Recuadro 7, pp. 77-79, Noviembre 2018

## Introducción

---

Entre la tercera semana de octubre y la primera de noviembre del año en curso, las agencias calificadoras Fitch Ratings (Fitch) y HR Ratings (HR) revisaron a la baja la perspectiva de la calificación crediticia a escala global de estable a negativa, para el Gobierno Federal y Petróleos Mexicanos (Pemex). Aunado a estas acciones, las agencias Standard & Poor's (S&P) y Moody's, si bien no han modificado la perspectiva de la calificación de deuda del Gobierno Federal y Pemex, sí emitieron opiniones sobre los factores que podrían originar un cambio en dicha perspectiva. Las preocupaciones externadas por las agencias calificadoras tuvieron repercusiones negativas sobre los mercados financieros nacionales, en un contexto en el que persisten elementos de incertidumbre sobre la agenda de política pública de la nueva administración.

En este recuadro se presenta un recuento de las revisiones o comentarios emitidos en fechas recientes por las principales agencias de calificación crediticia respecto de la deuda soberana de México y de Pemex. En la segunda sección, se hace referencia a un periodo anterior en el que la perspectiva de la calificación soberana se había deteriorado, y se enumeran las acciones que condujeron a su corrección. En la tercera sección, se documentan las revisiones a la perspectiva crediticia, tanto del Gobierno Federal como de Pemex, por parte de Fitch y HR, así como de las opiniones emitidas por Moody's y S&P respecto de los factores que podrían afectar la calificación del soberano o Pemex en el futuro. Finalmente, y en consideración de lo anterior, se mencionan algunos retos y acciones de política que tendrían que enfrentar el Gobierno Federal y Pemex de tal forma que contribuyan, entre otros, a mantener un marco de finanzas públicas sólido y un clima de certidumbre que genere mayor inversión productiva en el país. Lo anterior resultará no solo en una mejor evaluación crediticia, sino en un mayor crecimiento potencial de la economía.

## Desempeño Histórico

---

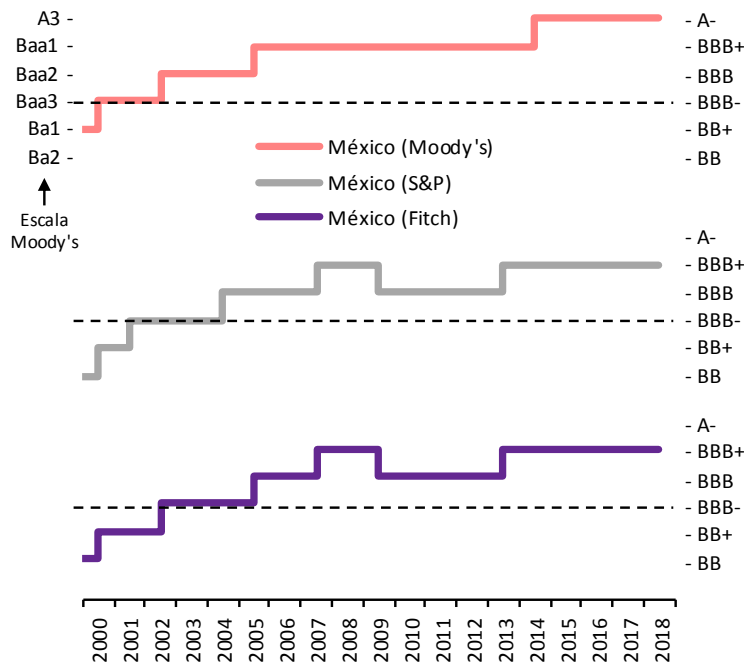
Como se ha mencionado en otras publicaciones del Banco de México (ver Recuadro 1 del Reporte sobre el Sistema Financiero de octubre de 2018), las evaluaciones crediticias constituyen un elemento fundamental para la toma de decisiones de los inversionistas. En particular, las calificaciones de riesgo soberano inciden, por un lado, sobre las condiciones de financiamiento del país y, por el otro, como referencia para el resto de los emisores en la economía.

Cabe recordar que entre 2000 y 2002, las agencias calificadoras Fitch, Moody's y S&P dieron a México el grado de inversión a la deuda soberana, basándose principalmente en el buen manejo de las finanzas públicas, la resiliencia de la balanza de pagos, una mejor posición de liquidez externa, una política de tipo de cambio flexible, una mejor coordinación entre las políticas monetaria y fiscal, y mejores indicadores de deuda (Gráfica 1).<sup>1</sup> Con ello, México accedió a mejores condiciones de financiamiento.

---

<sup>1</sup> Ver "Comment: Mexico. Investment Grade", Fitch Ratings a 22 de enero de 2002; "Rating Action: Moody's Upgrades Mexico's Rating to 'Baa3 with Stable Outlook", Moody's a 7 de marzo de 2000 y <http://fox.presidencia.gob.mx/actividades/discursos/?contenido=2514>.

**Gráfica 1**  
**Evolución de la Calificación Crediticia de México**  
 Largo plazo en moneda extranjera



Nota: Las líneas punteadas determinan el grado de inversión en la escala de cada una de las agencias calificadoras. La escala de calificación de Moody's (a la izquierda) fue homologada con las escalas que utilizan S&P y Fitch (a la derecha) para facilitar su comparación.

Fuente: Moody's, S&P y Fitch.

Asimismo, las agencias calificadoras también opinan sobre la perspectiva (positiva, estable o negativa) de la calificación vigente de los agentes evaluados. En particular, dicha perspectiva pudiera sugerir el movimiento futuro de la calificación de observarse ciertos eventos. En este sentido, destaca la experiencia de México entre 2016 y 2017. En 2016, las agencias revisaron la perspectiva de la calificación soberana de México desde estable a negativa, destacando principalmente: i) un crecimiento por debajo de lo esperado; ii) los choques externos que dificultarían los esfuerzos de consolidación fiscal; iii) el crecimiento de la deuda pública y los retos para lograr su estabilización; y iv) la incertidumbre prevaleciente respecto de la renegociación del TLCAN.<sup>2</sup> No obstante, el Gobierno Federal implementó un ajuste fiscal que resultó en un balance primario superavitario en 2017, y la reducción de la deuda pública como porcentaje del producto en ese mismo año. Lo anterior, aunado a una expectativa más favorable de la negociación del TLCAN, permitió revertir en el corto plazo el deterioro de la perspectiva crediticia.<sup>3</sup>

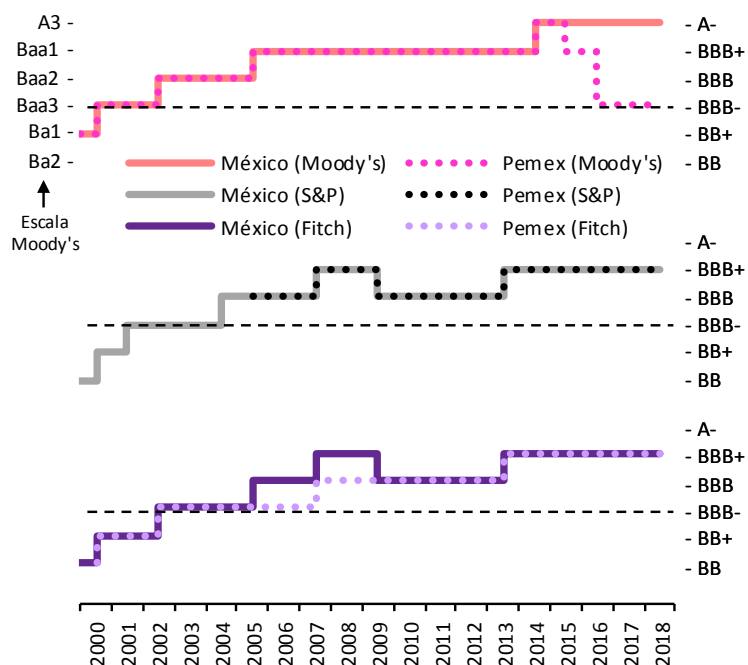
En el caso de Pemex sobresale que, en general, el desempeño de su calificación crediticia de largo plazo en moneda extranjera y su perspectiva sigue de cerca la evolución de la calificación soberana (Gráfica 2). Esta relación directa entre el perfil de solvencia de la empresa productiva del Estado y el Gobierno Federal se debe sobre todo al apoyo que este último le otorga a Pemex dado su papel estratégico en la economía y en la

<sup>2</sup> Ver "Commentary: Fitch Revises Outlook on Mexico to Negative; Affirms IDRs at 'BBB+', Fitch Ratings a 9 de diciembre de 2016; "Rating Action: Moody's Changes Mexico's Outlook to Negative from Stable; Affirms A3 Rating", Moody's a 31 de marzo de 2016; "S&P Global Ratings revisa a negativa de estable perspectiva de las calificaciones soberanas en escala global de México; confirma calificaciones", Standard & Poor's a 23 de agosto de 2016 y "Analysis: United Mexican States. Sovereign Debt", HR Ratings a 22 de diciembre de 2016.

<sup>3</sup> Ver "Comentario: Fitch revisa perspectiva de México a estable; afirma calificaciones en 'BBB+'", Fitch Ratings a 3 de agosto de 2017; "Rating Action: Moody's Changes Outlook on Mexico's Ratings to Stable from Negative; A3 Ratings Affirmed", Moody's a 11 de abril de 2018; "Comunicado de prensa: S&P Global Ratings revisa a estable de negativa la perspectiva de las calificaciones soberanas en escala global de México; confirma calificaciones", Standard & Poor's a 18 de julio de 2017; y, "Analysis: United Mexican States. Sovereign Debt", HR Ratings a 10 de agosto de 2017.

generación de ingresos públicos.<sup>4</sup> Asimismo, otro componente relevante para las agencias es la calidad crediticia de la empresa.<sup>5</sup>

**Gráfica 2**  
Evolución de la Calificación Crediticia de México y Pemex  
Largo plazo en moneda extranjera



Nota: Las líneas punteadas determinan el grado de inversión en la escala de cada una de las agencias calificadoras. La escala de calificación de Moody's fue homologada con las escalas que utilizan S&P y Fitch para facilitar su comparación.

Fuente: Moody's, S&P y Fitch.

Destaca que la calificación crediticia de Pemex asignada por Moody's ha divergido respecto de la soberana desde 2015 principalmente por la previsión de un deterioro en los indicadores crediticios de Pemex, debido a la importante caída en los precios del petróleo a partir de 2014, a una fuerte carga fiscal a la empresa, y a una expectativa de menor producción de crudo.<sup>6</sup> En efecto, la calificación de Pemex asignada por Moody's se encuentra en el nivel mínimo de grado de inversión, por lo que hacia adelante, deterioros en los factores mencionados o en la calificación del Gobierno Federal podrían incidir en la calificación de la empresa.

## Eventos Ocurridos en la Coyuntura Reciente

En la segunda mitad de octubre y los primeros días de noviembre de 2018, dos agencias calificadoras revisaron la perspectiva de la calificación crediticia en escala global, de estable a negativa, tanto del Gobierno Federal como de Pemex. Adicionalmente, otras agencias calificadoras, aunque no realizaron una actualización a la perspectiva o a la propia calificación, emitieron opiniones respecto de algunos factores que podrían afectar la calificación del soberano o Pemex en el futuro.

<sup>4</sup> Cabe señalar que, de acuerdo al artículo 106, fracción V, de la Ley de Petróleos Mexicanos, las obligaciones constitutivas de deuda pública de Petróleos Mexicanos y sus empresas productivas subsidiarias no constituyen obligaciones garantizadas por el Estado Mexicano.

<sup>5</sup> Ver "Rating Action: Moody's afirma las calificaciones en escala nacional y global de PEMEX en Aa3.mx/Baa3; cambia la perspectiva a estable", Moody's a 12 de abril de 2018; "Rating Action: Fitch Affirms PEMEX's IDRs at BBB+ and National Rating at AAA (mex); Outlook Revised to Negative", Fitch Ratings a 19 de octubre de 2018; y "Entidades mexicanas con calificación en escala global", HR Ratings a 6 de noviembre de 2018.

<sup>6</sup> Ver "Rating Action: Moody's de México confirma las calificaciones de Aaa.mx y MX-1 de PEMEX; cambia la perspectiva a negativa", Moody's a 24 de noviembre de 2015; "Rating Action: Moody's baja las calificaciones de PEMEX a Baa3/Aa3.mx; perspectiva negativa", Moody's a 31 de marzo de 2016 y "Rating Action: Moody's afirma las calificaciones en escala nacional y global de PEMEX en Aa3.mx/Baa3; cambia la perspectiva a estable", Moody's a 12 de abril de 2018.

Con respecto a la deuda soberana, Fitch y HR ratificaron la calificación de largo plazo en moneda extranjera de México, si bien ambas revisaron la perspectiva de dicha calificación de estable a negativa. Fitch destacó el deterioro en el balance de riesgos del perfil crediticio de México asociado a la incertidumbre de las políticas públicas bajo la nueva administración y a riesgos crecientes en los pasivos de Pemex.<sup>7</sup> Por su parte, HR fundamentó su postura principalmente en el deterioro que mostró la percepción de inversión y riesgo del país después de la cancelación del Nuevo Aeropuerto Internacional de la Ciudad de México (NAICM).<sup>8</sup> También destaca que ambas calificadoras revisaron la perspectiva de la deuda de Pemex, de estable a negativa. Mientras que Fitch resaltó el deterioro en el perfil crediticio de la empresa y la incertidumbre respecto del modelo de negocios de Pemex, HR comentó que la modificación se explicaba por la revisión, unos días antes, de la perspectiva en la deuda de México, dado el apoyo por parte del Gobierno Federal a la empresa.<sup>9</sup>

Por su parte, Moody's y S&P no realizaron una actualización a la perspectiva de la calificación. No obstante, S&P comentó que su análisis de la deuda soberana de México tomaría en cuenta el impacto de los eventos relacionados con la construcción del NAICM.<sup>10</sup> Adicionalmente, Moody's manifestó que de eliminarse las exportaciones de crudo, pudiera afectarse la calificación crediticia de Pemex y del soberano. Asimismo, esta agencia calificadora también alertó que subordinar la Comisión Reguladora de Energía y la Comisión Nacional de Hidrocarburos a la Secretaría de Energía podría afectar la transparencia e imparcialidad de estas Comisiones y potencialmente debilitaría el marco institucional del país.<sup>11</sup>

En suma, si bien únicamente Fitch y HR tomaron acciones modificando la perspectiva de las calificaciones de deuda tanto de México como de Pemex, las cuatro agencias calificadoras señalaron los factores que podrían contribuir a modificar la calificación de México y de Pemex en el futuro. En el caso del soberano, entre los factores que las agencias calificadoras mencionaron que podrían poner en riesgo la calificación crediticia de México destacan: i) acciones que debiliten el marco institucional; ii) cambios en el marco de política que generen incertidumbre y afecten la inversión y la actividad económica; y iii) desviaciones de la trayectoria de consolidación fiscal por mayores compromisos de gasto.<sup>12</sup>

Respecto a Pemex, entre los factores que mencionaron las agencias calificadoras que podrían repercutir en la nota de la empresa se encuentran: i) cambios en la orientación del modelo de negocios de la empresa hacia la refinación; ii) la incapacidad de la petrolera para estabilizar su producción de crudo y remediar su estructura de capital; y iii) futuros deterioros de la perspectiva o la calificación soberana.<sup>13</sup>

Como ha ocurrido en el pasado, el Gobierno Federal puede contribuir a que los riesgos señalados por las agencias calificadoras tengan una menor probabilidad de ocurrencia mediante el compromiso de un desempeño fiscal prudente, así como la instrumentación de políticas que fortalezcan el marco institucional y generen certidumbre entre la comunidad global de inversionistas. Por ejemplo, durante 2017 en reconocimiento a la conducción de las políticas monetaria y fiscal, destacando de esta última el compromiso por parte del Gobierno Federal de obtener un superávit primario en ese año y mantenerlo en los años siguientes, en conjunto con los avances logrados en la instrumentación de reformas estructurales, como la energética y la de telecomunicaciones, algunas de las agencias calificadoras volvieron a ajustar la perspectiva de la calificación de la deuda soberana mexicana de negativa a estable. En particular, la política fiscal contribuyó con recortes al gasto público en 2015 y 2016, destacando el ajuste al gasto de Pemex, principalmente en la revisión de su programa de inversión para

<sup>7</sup> Ver "Fitch Affirms Mexico at BBB+; Revises Outlook to Negative", Fitch Ratings a 31 de octubre de 2018.

<sup>8</sup> Ver "Análisis: Estados Unidos Mexicanos. Deuda Soberana", HR Ratings a 30 de octubre de 2018.

<sup>9</sup> Ver "Rating Action: Fitch Affirms PEMEX's IDRs at BBB+ and National Rating at AAA (mex); Outlook Revised to Negative", Fitch Ratings a 19 de octubre de 2018 y "Entidades mexicanas con calificación en escala global", HR Ratings a 6 de noviembre de 2018.

<sup>10</sup> Ver "Boletín: Calificaciones soberanas de México incorporan nuestra expectativa de continuo pragmatismo en las políticas", Standard & Poor's a 31 de octubre de 2018.

<sup>11</sup> Ver "Announcement: New Mexican Government's Plan to Eliminate Oil Exports Raises Cash Flow and Foreign Exchange Risks", Moody's a 18 de octubre de 2018 y Moody's Latin America (@MoodyLatAm) el 23 de octubre de 2018 a las 15:48 y 15:17 hora de México en Twitter.

<sup>12</sup> Ver "Rating Action: Moody's Changes Outlook on Mexico's Rating to Stable from Negative; A3 Ratings Affirmed", Moody's a 11 de abril de 2018; "Fitch Affirms Mexico at BBB+; Revises Outlook to Negative", Fitch Ratings a 31 de octubre de 2018; "Boletín: Calificaciones soberanas de México incorporan nuestra expectativa de continuo pragmatismo en las políticas", Standard & Poor's a 31 de octubre de 2018; y "Análisis: Estados Unidos Mexicanos. Deuda Soberana", HR Ratings a 30 de octubre de 2018.

<sup>13</sup> Ver "Announcement: New Mexican Government's Plan to Eliminate Oil Exports Raises Cash Flow and Foreign Exchange Risks", Moody's a 18 de octubre de 2018; "Rating Action: Fitch Affirms PEMEX's IDRs at BBB+ and National Rating at AAA (mex); Outlook Revised to Negative", Fitch Ratings a 19 de octubre de 2018 y "Entidades mexicanas con calificación en escala global", HR Ratings a 6 de noviembre de 2018.

canalizar recursos a los proyectos más rentables. Asimismo, la liberalización en los precios de las gasolinas redujo las vulnerabilidades sobre las finanzas públicas.

## Consideraciones Finales

---

Recientemente, las agencias calificadoras más importantes han publicado documentos relativos al perfil crediticio del Gobierno Federal y de Pemex donde resaltan los riesgos más apremiantes que, de acuerdo a sus análisis, podrían afectar las calificaciones de deuda soberana como de la empresa productiva del Estado. Es importante señalar que constantemente las agencias emiten opiniones sobre estos entes emisores. En ocasiones anteriores, cuando las agencias han emitido opiniones desfavorables o degradado la perspectiva o calificación, se han tomado medidas que mitigan los riesgos al perfil de solvencia del Gobierno Federal y de Pemex. El reto de la próxima administración federal será tomar decisiones que conlleven a fortalecer el marco institucional del país y generen certidumbre a todos los participantes de la economía mexicana. En este sentido, las agencias calificadoras estarán pendientes a que se lleven a cabo dichas medidas. La señal más próxima que estarán revisando con atención provendrá del Paquete Económico para 2019 que presente el Gobierno Federal en diciembre de 2018, donde será importante que la política fiscal persevere en la consolidación sostenible de las finanzas públicas. Asimismo, es importante que en lo sucesivo se manden señales claras de las acciones de políticas públicas que serán implementadas en los próximos años, y que estas sean conducentes a un entorno de mayor certidumbre para la inversión, a fin de generar un mayor crecimiento potencial de la economía.