

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

Extracto del Informe Trimestral Abril - Junio 2022, Recuadro 7, pp. 104-106, documento publicado el 31 de agosto de 2022.

*Nota: En la versión electrónica de este documento se puede obtener la información que permite generar todas las gráficas y tablas que contiene dando clic sobre ellas, con excepción de aquella que no es producida ni elaborada por el Banco de México.*

## 1. Introducción

Entre mayo y julio de 2022 las principales agencias calificadoras revisaron la calificación sobre la deuda soberana y de Pemex. En particular, las revisiones sobre la calificación crediticia del soberano que se anunciaron son: i) Fitch Ratings (Fitch) ratificó la calificación en BBB- con perspectiva estable; ii) S&P Global Ratings (S&P) ratificó la calificación en BBB y revisó la perspectiva a estable desde negativa; y, iii) Moody's Investors Service (Moody's) redujo la calificación a Baa2 desde Baa1, modificando la perspectiva a estable desde negativa. Respecto de la calificación crediticia de Pemex, S&P y Moody's revisaron la calificación tras las revisiones realizadas al soberano: i) S&P confirmó la calificación en BBB y revisó la perspectiva a estable desde negativa; y, ii) Moody's redujo la calificación a B1 desde Ba3 y modificó la perspectiva a estable desde negativa.<sup>1</sup>

En este recuadro se presenta un recuento de las revisiones que realizaron las principales agencias calificadoras entre mayo y julio de 2022, y de los factores que motivaron a dichas revisiones; todo ello respecto de la deuda soberana y de Pemex.<sup>2</sup> Asimismo, en el recuadro se ilustra de forma descriptiva la evolución del riesgo crediticio del soberano y de Pemex, y cómo se comporta dicho riesgo en periodos cercanos a revisiones de calificación. El recuadro concluye con una sección de consideraciones finales.

## 2. Eventos Recientes Respecto de las Calificaciones del Soberano

Entre mayo y julio de 2022, Fitch, S&P y Moody's emitieron acciones de calificación sobre la deuda soberana de México (Gráfica 1).

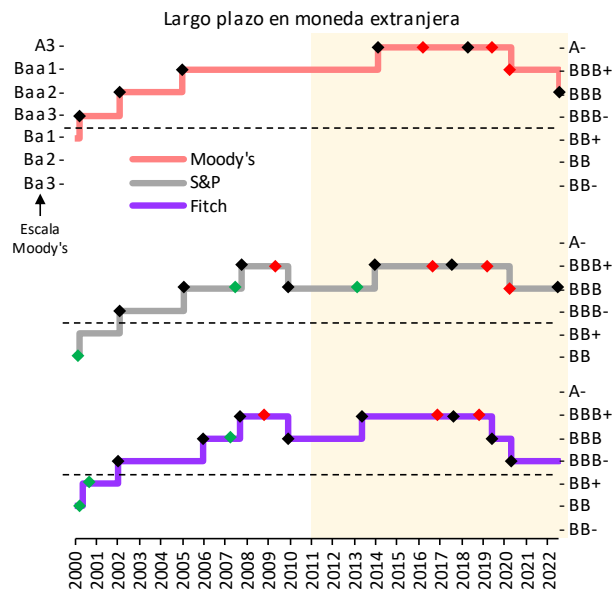
**Fitch.** El 17 de mayo de 2022 ratificó la calificación de la deuda soberana en BBB-, manteniendo la perspectiva estable. La agencia señaló que la ratificación responde a un marco prudente de política macroeconómica, finanzas externas estables y sólidas, así como a una proyección estable de la razón deuda a PIB, en niveles inferiores a la mediana de países con misma calificación. Adicionalmente, la agencia señaló que “la calificación está restringida por la débil gobernanza, moderado desempeño del crecimiento de largo plazo, intervenciones de política continuas que afectan las perspectivas de inversión, y los potenciales pasivos contingentes de Pemex.” En cuanto a la perspectiva estable, esta “es respaldada por finanzas públicas estables y la prioridad que las autoridades otorgan a esta y a una estabilidad macroeconómica amplia.”<sup>3</sup>

<sup>1</sup> Este recuadro se enfoca en las acciones de calificación ocurridas a partir del segundo trimestre de 2022. Sin embargo, cabe recordar que en el primer trimestre de 2022, Fitch ratificó la calificación de Pemex en BB-, manteniendo la perspectiva estable. Ver “Fitch Affirms Pemex's IDRs at 'BB-'; Outlook Stable”, Fitch a 24 de marzo de 2022. Si bien el 2 de marzo de 2021 Pemex anunció que daba por terminado su contrato de calificaciones con Fitch, el 3 de marzo de 2021 la agencia anunció que continuaría proporcionando calificaciones de Pemex como un servicio para los inversionistas.

<sup>2</sup> Para revisiones anteriores a la calificación crediticia de México y Pemex, ver “Informe Trimestral Julio–Septiembre 2018, Recuadro 7: Revisiones Recientes a la Perspectiva de la Calificación Crediticia de México y Pemex, pp. 77-79, Noviembre 2018”; “Reporte de Estabilidad Financiera Primer Semestre 2019, Recuadro 2: Revisiones Recientes a la Perspectiva de la Calificación Crediticia de México y Pemex, pp. 23 - 24, Junio 2019”; e “Informe Trimestral Enero - Marzo 2020, Recuadro 6: Revisiones Recientes a la Calificación Crediticia de México y Pemex, pp. 76-78, mayo 2020.”

<sup>3</sup> Ver “Fitch Affirms Mexico at 'BBB-'; Outlook Stable”, Fitch a 17 de mayo de 2022.

**Gráfica 1**  
**Evolución de la Calificación Crediticia de México**



1/ Las líneas punteadas determinan el grado de inversión en la escala de cada una de las agencias calificadoras.

2/ 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.

3/ Los rombos señalan una acción sobre la perspectiva de la calificación, la cual se mantiene hasta el siguiente rombo. En **rojo** perspectiva negativa; **verde**, perspectiva positiva; y **negro**, perspectiva estable.

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

**S&P.** El 6 de julio de 2022 revisó la perspectiva de la calificación de la deuda soberana a estable desde negativa, y ratificó la calificación en BBB. La agencia señaló que la perspectiva estable refleja la expectativa de que prevalezca una ejecución cautelosa de las políticas fiscal y monetaria en los próximos dos años, a pesar de un contexto mundial más complejo. En particular, S&P espera que las políticas económicas que se implementen deriven en una dinámica fiscal y de deuda estable. No obstante la cautelosa gestión macroeconómica, la agencia destaca que el país no ha logrado un dinamismo económico como el de otros mercados emergentes. Finalmente, la agencia señaló que “retrocesos inesperados en la gestión macroeconómica o en el diálogo entre los socios del Tratado entre México, Estados Unidos y Canadá (T-MEC) sobre el fortalecimiento de la resiliencia de la cadena de suministro y los vínculos transfronterizos, podrían debilitar la inversión y la confianza de los inversionistas, lo cual llevaría a una baja de las calificaciones en los siguientes dos años. Niveles más altos de deuda del gobierno general y de déficits aumentarían los riesgos fiscales asociados con cualquier apoyo extraordinario necesario para las empresas estatales, Pemex y CFE, también podrían derivar en una baja de las calificaciones soberanas.”<sup>4</sup>

**Moody's.** El 8 de julio de 2022 redujo la calificación de la deuda soberana a Baa2 desde Baa1, modificando la perspectiva a estable desde negativa. La agencia señaló que la baja en la calificación está asociada a tendencias económicas y fiscales que seguirán mermando de manera gradual, pero persistente, el perfil crediticio de México, alineándolo con el de otros soberanos con misma calificación de Baa2. Lo anterior a pesar de una gestión macroeconómica prudente que respalda la calidad crediticia soberana. Adicionalmente, la agencia señaló que “[...] espera que la actividad económica continúe siendo afectada por débiles perspectivas de inversión y rigideces estructurales [...]. A futuro, la fortaleza fiscal de México se verá afectada de una manera cada vez más

<sup>4</sup> Ver “S&P Global Ratings revisó perspectiva de México a estable por ejecución de políticas fiscales y monetarias más cautelosas; confirmó calificaciones”, S&P a 6 de julio de 2022.

manifiesta por (I) mayor rigidez del gasto público asociada a la decisión del gobierno de mantener apoyos a empresas estatales como Pemex, aumentar erogaciones relacionadas con pensiones y mantener inalterados gastos de capital etiquetados; y (II) un bajo nivel de colchones financieros debido a que los fondos de estabilización fiscal prácticamente se han agotado. En conjunto, estos elementos restringirán la capacidad de las autoridades para responder a choques durante los próximos años. La perspectiva estable de la calificación refleja la expectativa de Moody's de que, en ausencia de choques imprevistos, y a pesar de crecientes presiones económicas y fiscales, el perfil crediticio de México seguirá alineado con el de soberanos calificados en Baa2."<sup>5</sup>

### 3. Eventos Recientes Respecto de las Calificaciones de Pemex

---

En julio de 2022, S&P y Moody's emitieron acciones de calificación sobre la deuda de Pemex (Gráfica 2).

**S&P.** El 6 de julio de 2022 confirmó la calificación crediticia del emisor en escala global en moneda extranjera en BBB, y modificó la perspectiva a estable desde negativa. De acuerdo con la agencia, la calificación de la empresa refleja la del soberano, principalmente por su evaluación de probabilidad casi cierta de apoyo extraordinario por parte del Gobierno Federal en un escenario de dificultades financieras. Asimismo, esperan que dicha relación se mantenga sin cambio en los siguientes años. S&P destacó que los altos precios del petróleo han contribuido a mejorar las métricas crediticias de la compañía. No obstante, de acuerdo con la agencia "[...] la liquidez sigue siendo el factor con más peso en el perfil crediticio individual de Pemex."<sup>6</sup>

**Moody's.** El 11 de julio de 2022 redujo la calificación crediticia de largo plazo en moneda extranjera de Pemex a B1 desde Ba3, modificando la perspectiva a estable desde negativa.<sup>7</sup> La agencia señaló que esta acción reflejó principalmente la revisión a la baja de la calificación crediticia del soberano en días previos. Lo anterior se explica por la relevancia crítica que tiene el apoyo financiero del Gobierno Federal sobre la evaluación del perfil crediticio de Pemex. Moody's considera que el Gobierno Federal continuará apoyando las necesidades de efectivo de la compañía y ayudará a cumplir con las amortizaciones de la empresa. La agencia también consideró para el cambio de calificación "[...] los altos vencimientos de deuda de Pemex entre 2022-2024 y la expectativa de Moody's de un flujo neto de efectivo negativo y la necesidad de grandes montos de financiamiento externo dadas las pérdidas persistentes de la compañía en el sector de la refinación, la necesidad de mantener un gasto de capital al menos en los niveles actuales para mantener la producción y reservas estables, así como mayores gastos por intereses. La acción también toma en consideración que el acceso de Pemex a los mercados de capitales es actualmente limitado dado su alto riesgo crediticio intrínseco."<sup>8</sup>

---

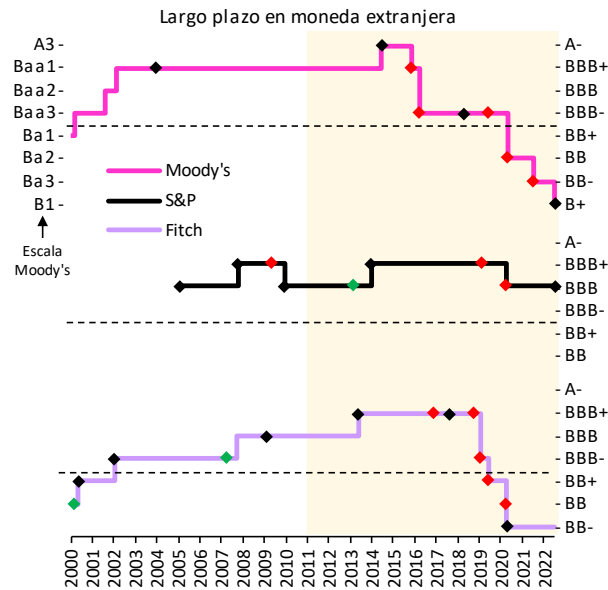
<sup>5</sup> Ver "Rating Action: Moody's baja las calificaciones de México a Baa2 y cambia la perspectiva a estable desde negativa", Moody's a 8 de julio de 2022.

<sup>6</sup> Ver "Petroleos Mexicanos Global Scale Outlook Revised To Stable From Negative On Similar Action On Mexico; Ratings Affirmed", S&P a 6 de julio de 2022.

<sup>7</sup> El 27 de julio de 2021 Moody's redujo la calificación crediticia de Pemex a Ba3 desde Ba2, manteniendo la perspectiva negativa. Ver "Moody's baja las calificaciones de PEMEX a A3.mx/Ba3 en escala nacional y global; perspectiva negativa", Moody's a 27 de julio de 2021.

<sup>8</sup> Ver "Moody's downgrades PEMEX's ratings to B1; outlook changed to Stable", Moody's a 11 de julio de 2022.

**Gráfica 2**  
**Evolución de la Calificación Crediticia de Pemex**



1/ Las líneas punteadas determinan el grado de inversión en la escala de cada una de las agencias calificadoras.

2/ 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.

3/ Los rombos señalan una acción sobre la perspectiva de la calificación, la cual se mantiene hasta el siguiente rombo. En **rojo** perspectiva negativa; **verde**, perspectiva positiva; y **negro**, perspectiva estable.

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

## 4. Evolución del Riesgo Crediticio del Soberano y Pemex

Esta sección ilustra la evolución del riesgo crediticio del soberano y de Pemex, y cómo se comporta dicho riesgo en fechas cercanas a las revisiones de calificación.

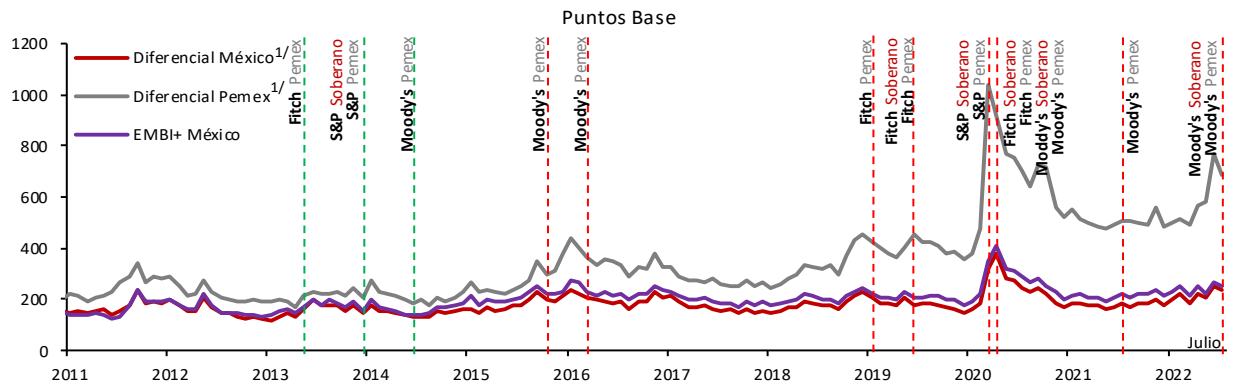
En general, existen diferentes indicadores que buscan medir el riesgo crediticio de un emisor, entre los que destacan: i) el Índice de Bonos de Mercados Emergentes (*Emerging Markets Bond Index Plus, EMBI+*), el cual se determina a través del diferencial de tasas de los bonos denominados en dólares emitidos por economías emergentes y los Bonos del Tesoro de Estados Unidos; y, ii) *Credit Default Swap (CDS)*, que corresponde a un derivado financiero que permite intercambiar o compensar el riesgo crediticio de un emisor.

En el caso del *EMBI+*, una limitante para su uso en este recuadro es que no existe información para empresas individuales (públicas o privadas), como es el caso de Pemex. Además, la metodología detallada para la construcción del *EMBI+* no es pública. Por lo anterior, basados en la metodología de Gilchrist & Zakrajšek (2012) se construyó un indicador de riesgo, similar al *EMBI+*, para el soberano y para Pemex. El indicador de riesgo desarrollado por Gilchrist *et al.* (2012) mide el diferencial de crédito de las colocaciones externas de un emisor, y se determina como el diferencial promedio de los bonos a tasa fija emitidos en dólares por el emisor y un Bono del Tesoro de Estados Unidos con un plazo remanente comparable. Entonces, considerando esta metodología se construyó un indicador de riesgo para el soberano (Diferencial México), el cual presenta un nivel y movimientos similares al *EMBI+* (Gráfica 3). Considerando esto, posteriormente se replicó la misma metodología para construir un indicador de riesgo de Pemex (Diferencial Pemex).

A través del indicador del diferencial de crédito mencionado, se puede observar que, a pesar de la reducción en la calificación del soberano y de Pemex realizada por Moody's a principios de julio de 2022, no hubo en dicho

mes un incremento en el diferencial de crédito. Por el contrario, durante el mes en cuestión se observó una disminución marginal en el indicador de riesgo (Gráfica 3). No obstante, es importante señalar que, en los meses previos a la revisión de calificación, en particular entre abril y junio, se presentó un incremento del riesgo tanto del soberano como de Pemex, en un contexto de deterioro de las condiciones financieras globales, el entorno de acentuada incertidumbre y las mayores tensiones asociadas al conflicto geopolítico en Ucrania. De forma similar, en las reducciones de calificación del soberano y de Pemex realizadas en 2019 y en 2020, se observa un incremento en el indicador de riesgo previo a las acciones de calificación.

**Gráfica 3**  
**Indicadores de Riesgo de Crédito de las Colocaciones Externas**



<sup>1/</sup> Cálculos propios con base en la metodología de Gilchrist & Zakrajšek (2012). El diferencial de crédito se calcula respecto al rendimiento de un Bono del Tesoro de Estados Unidos con un plazo remanente comparable. Incluye únicamente bonos emitidos en dólares y a tasa fija.

Nota: Las líneas punteadas verticales muestran cambios en las calificaciones crediticias del soberano y Pemex. Las líneas verdes muestran un aumento en la calificación y las rojas una disminución.

Fuente: Moody's, S&P, Fitch, Bloomberg y estimaciones del Banco de México.

## 5. Consideraciones Finales

Entre mayo y julio de 2022, las principales agencias calificadoras realizaron acciones de calificación a la deuda soberana y de Pemex. En las diferentes acciones de calificación realizadas, las agencias destacaron como elemento en común el marco prudente de políticas macroeconómicas del país, en particular la ejecución cautelosa de las políticas fiscal y monetaria. En contrapartida, las agencias señalaron retos que prevalecen para la calificación del soberano y de Pemex, entre otros: i) una tasa de crecimiento económico moderada, la cual restringe la calificación del soberano; ii) el debilitamiento de las perspectivas de inversión; iii) posibles pasivos contingentes para el soberano, principalmente por Pemex; y, iv) un alto nivel de apalancamiento de Pemex, al tiempo que la empresa requiere niveles elevados de inversión para reponer reservas.

Como se ha mencionado previamente en publicaciones del Banco de México (ver Recuadro 7 del Informe Trimestral julio-septiembre 2018, y Recuadro 1 del Reporte sobre el Sistema Financiero de 2018), estas evaluaciones 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.

## 6. Referencias

Gilchrist, S. & Zakrajšek, E. (2012), "Credit Spreads and Business Cycle Fluctuations". *American Economic Review*, 102(4), 1692-1720.