

## Sobre la reducción a las calificaciones crediticias de México y Pemex

### Ideas clave

- > Los rendimientos que pagan los bonos soberanos difieren, entre otras cosas, por el riesgo de incumplimiento y su liquidez en el mercado.
- > Las agencias calificadoras de crédito se encargan de evaluar la calidad de los bonos en términos de su probabilidad de incumplimiento.
- > Pese a las reducciones a la calificación por parte de las tres agencias principales, México mantiene el grado de inversión, lo que le permite tener acceso a los mercados financieros en condiciones favorables.

### Introducción

Durante las últimas semanas las tres principales agencias calificadoras a nivel mundial (Fitch, Standard & Poor's y Moody's) han recortado las calificaciones de la deuda en México y de Pemex tanto en moneda nacional como en moneda extranjera. La presente nota tiene como propósito mostrar algunas de las principales razones expresadas por dichas agencias para reducir las notas.

En la primera sección se presentan características generales de los títulos de deuda y de las notas crediticias. En la segunda sección se presentan las acciones de calificación recientes y las principales razones esgrimidas por las agencias para reducir la calificación del país y de su empresa petrolera. La tercera sección muestra la opinión del gobierno ante las acciones tomadas por las calificadoras y, por último, se presentan algunas consideraciones finales.

### Estructura de riesgo de las tasas de interés.

El rendimiento que pagan los bonos del gobierno central (bonos soberanos) difiere entre países. Bonos con el mismo plazo de vencimiento tienen distintas tasas de interés debido al riesgo, la liquidez y los impuestos que pesan sobre dichos bonos.

De acuerdo con Mishkin (2014), uno de los atributos de los bonos que influye sobre su tasa de interés es el riesgo de incumplimiento, que ocurre cuando el emisor del bono no puede o no quiere realizar los

pagos de interés en el plazo pactado o reembolsar el valor nominal del bono cuando vence su plazo.

En general, los bonos del Tesoro estadounidense se consideran como libres de riesgo de incumplimiento, pues se espera que el gobierno federal de este país siempre pueda aumentar impuestos o imprimir dinero para cumplir con sus obligaciones. Los bonos de otros países devengan intereses superiores a los del Tesoro estadounidense pues incluyen una prima de riesgo que se refiere a los intereses adicionales que deben pagarse a los inversionistas para que estén dispuestos a adquirir un bono con riesgo de incumplimiento. Cuanto más grande sea el riesgo de incumplimiento más grande es la prima de riesgo y, por tanto, son mayores los intereses que debe pagar ese bono.

Siguiendo a Mishkin (2014), un bono con riesgo de incumplimiento siempre tiene una prima de riesgo positiva y, un aumento en este riesgo, eleva el diferencial de intereses que pagará frente a los bonos sin riesgo.

Los compradores de bonos requieren conocer la probabilidad que tiene un emisor de incumplir sobre sus bonos. Esta información la ofrecen las agencias calificadoras de crédito, las cuales se encargan de calificar la calidad de los bonos en términos de su probabilidad de incumplimiento.

Las tres principales agencias calificadoras (Moody's, Standard & Poor's y Fitch) otorgan el grado de inversión a los bonos con calificaciones de Baa (BBB-) y más altas, en tanto que los bonos que se encuentran por debajo de dichas notas tienen un mayor riesgo de incumplimiento y adquieren la categoría de especulativos (o bonos chatarra), también se les conoce como bonos de alto rendimiento (ver Cuadro 1).

**Cuadro 1. Clasificación de los bonos por Moody's, Standard & Poor's y Fitch**

Moody's	S&P	Fitch	Definiciones
Aaa	AAA	AAA	Grado de inversión
Aa1	AA+	AA+	
Aa2	AA	AA	
Aa3	AA-	AA-	
A1	A+	A+	
A2	A	A	
A3	A-	A-	
Baa1	BBB+	BBB+	
Baa2	BBB	BBB	
Baa3	BBB-	BBB-	Grado Especulativo
Ba1	BB+	BB+	
Ba2	BB	BB	
Ba3	BB-	BB-	
B1	B+	B+	
B2	B	B	
B3	B-	B-	
Caa	CCC	CCC	
Ca	CC	CC	
C	C	C	Incumplimiento
		DDD	
		DD	
	D	D	

Fuente: Elaboración propia con datos de CNVB y Mishkin (2014).

### Reducción de las calificaciones de México y Pemex

A continuación, se muestran las reducciones en las calificaciones crediticias a México y Pemex por cada agencia calificadoras junto con sus principales justificaciones.

#### Standard & Poor's Global Ratings

##### México

El pasado 26 de marzo S&P redujo la calificación crediticia soberana de largo plazo en moneda extranjera de México de BBB+ a BBB, con perspectiva negativa.

S&P (2020) prevé un impacto pronunciado sobre la economía mexicana derivado de la combinación de los shocks del COVID-19 y de la caída de los precios internacionales del petróleo, los cuales empeorarán la ya débil dinámica de la tendencia de crecimiento para el período 2020-2023, producto de la menor confianza del sector privado y del poco dinamismo de la inversión.

Para S&P, la baja en la calificación es resultado de que el crecimiento real del PIB per cápita se mantendrá por debajo del de países con un nivel similar de desarrollo económico. El bajo desempeño económico del país refleja, en parte, la incapacidad del

gobierno para mejorar la confianza del sector privado y la dinámica de inversión.

Por su parte, la perspectiva negativa refleja que posiblemente reduzca nuevamente la calificación en los siguientes 12-24 meses.

Además del impacto en la demanda por el COVID-19, S&P proyecta una contracción en Estados Unidos. Estos shocks negativos superan el impulso al crecimiento de este año en México, derivado del plan nacional de infraestructura y de la aprobación del T-MEC. Por otro lado, la baja de los precios internacionales del petróleo pesa sobre la posición fiscal de México, pues afecta directamente su presupuesto y la fortaleza financiera de Pemex.

La agencia espera una ampliación del déficit del gobierno general, y pronostica un impacto de una moneda más débil este año y hasta 2023. Supone, además, que el deterioro fiscal sea contenido mediante la contención del gasto ante una base de ingresos más limitada.

Entre las fortalezas del país se menciona el historial de cautelosas políticas fiscales y monetarias, así como un régimen de tipo de cambio flotante y la estabilidad económica en general: la política monetaria con metas inflacionarias creíbles y la independencia del banco central. Además, consideró que dado que México es un importador neto de petróleo, el descenso en los precios impulsa una mejora en la balanza comercial del país. También mencionó que México tiene acceso a una línea de crédito contingente con el FMI por hasta 61 mmd, lo que refuerza su liquidez externa y que el país cuenta con una adecuada transparencia fiscal y monetaria y datos económicos oportunos y creíbles.

##### Pemex

El mismo 26 de marzo, S&P redujo la calificación de Pemex a BBB con perspectiva negativa y ubicó el perfil crediticio individual en CCC+. Para S&P (2020b), el continuo respaldo del gobierno a Pemex durante los últimos 12 meses refuerza la probabilidad de un apoyo extraordinario si la empresa enfrentara dificultades. Sin embargo, considera que los menores precios de petróleo previstos para los siguientes dos años pondrán en riesgo la ejecución del plan de negocios de la empresa debido a que el flujo de efectivo limitará su capacidad para fundear sus necesidades de inversión.

Además, la agencia reconoció que durante los últimos 15 meses Pemex ha recibido continuo apoyo del gobierno a través de contribuciones de capital, cambios en el régimen fiscal, la monetización de ciertos activos y una colaboración cercana para frenar el robo de combustible.

Para 2020, S&P anticipa que la rentabilidad de Pemex se vea afectada debido a que los costos de producción

de algunos pozos se acercaría al precio de la mezcla mexicana y que los menores precios implican limitantes de fondeo interno para respaldar el plan de inversión de capital de la empresa.

Anticipó que un aumento de la calificación de Pemex sólo ocurriría tras una acción similar sobre las calificaciones soberanas de México y si se materializaran nuevos proyectos que mejoren su flujo de efectivo.

En este sentido, señaló que nuevas reducciones podrían darse si se baja la nota de México o si se debilita la relación de la empresa con el gobierno y se reducen las expectativas de la probabilidad de apoyo.

## Fitch

### México

El pasado 15 de abril, Fitch redujo la calificación de la deuda soberana de México a largo plazo en moneda extranjera de BBB a BBB- con perspectiva estable. Para Fitch (2020), el shock económico por la pandemia de coronavirus conducirá a una recesión severa en el país. Si bien prevé una recuperación a partir del segundo semestre del año, ésta probablemente se verá frenada por los mismos factores que han obstaculizado el desempeño económico reciente. Entre estos factores se encuentran: el deterioro en el clima de negocios en ciertos sectores y una erosión de la fortaleza institucional en el marco regulatorio.

De acuerdo con Fitch, incluso en ausencia de una respuesta fiscal financiada por deuda pública, es probable que la deuda del gobierno general aumente al menos 6 puntos porcentuales (pp) del PIB, a casi el 50% (el más alto desde la década de los 1980s). También señala que la consolidación de las finanzas públicas, una vez que la crisis haya terminado, será un desafío para el país.

Entre las fortalezas de la economía mexicana, Fitch mencionó la política monetaria creíble, el tipo de cambio flexible y los objetivos de inflación, los cuales ayudarán a la economía a absorber el shock externo y minimizar los desequilibrios externos de la cuenta corriente.

Por otro lado, reconoció que las salidas de capital han aumentado considerablemente, pero que la línea de intercambio de la Reserva Federal (FED) le permite al Banco de México (Banxico) ofrecer préstamos a tres meses en moneda extranjera a los bancos comerciales; y que las Reservas Internacionales han permanecido en 185 mil millones de dólares (mmdd), lo que representa más del doble de las necesidades brutas de financiamiento externo de México. Además, el país renovó el acceso en noviembre a la Línea de Crédito

Flexible del FMI por un valor de 61 mmdd, la cual puede utilizarse para el apoyo de la balanza de pagos.

De acuerdo con esta agencia, México habría perdido 130,500 empleos formales tan sólo en marzo pasado, esto es, más de un tercio de los empleos creados en 2019, mientras que la producción automotriz se contrajo un 24.6% anual. Anticipa que el comercio se contraiga abruptamente y espera que las importaciones caigan más que las exportaciones.

El alcance de la contracción económica y de la recuperación, durante el segundo semestre del año, dependerán de las perspectivas de crecimiento de Estados Unidos, así como la duración del shock del virus a nivel nacional. Para Fitch, la ausencia de una respuesta fiscal considerable para apoyar el consumo en comparación con otros países de la región, refleja el deseo de minimizar los desequilibrios fiscales, pero puede retrasar la recuperación.

Siguiendo a esta agencia, las perspectivas para las finanzas públicas son mucho menos favorables que en diciembre de 2019, pues espera que el déficit del gobierno general se amplíe en alrededor de 2.5 pp del PIB, para alcanzar el 4.4% del PIB, con poco margen para la consolidación en 2021. El gobierno planea financiar su déficit en 2020 con recursos del FEIP (fondo de estabilización de ingresos presupuestarios), aunque esto reduciría el fondo a aproximadamente el 20% de su valor actual; también anticipa que los ingresos petroleros seguirán bajo presión en 2021.

Adicionalmente, la agencia apuntó que el pasivo contingente que representa Pemex, asciende a 105 mmdd o el 9.0% del PIB, sigue siendo un factor de riesgo clave ante la fuerte caída de los precios del petróleo. Señala que existe la expectativa de que el apoyo soberano para Pemex resulte en una menor recaudación de impuestos y en una mayor carga de deuda para el gobierno, lo que impactará negativamente las finanzas públicas.

### Pemex

El 17 de abril, Fitch redujo la calificación de largo plazo en moneda extranjera de Pemex de BB a BB- con perspectiva estable. Para Fitch (2020b), las calificaciones de Pemex están tres niveles por debajo de la nota del Soberano como resultado de un deterioro en su Perfil Crediticio Individual en escala internacional de 'CCC-' por los precios del petróleo más bajos y por un debilitamiento del vínculo entre México y Pemex.

El deterioro en el perfil crediticio individual de Pemex refleja su flexibilidad limitada para sortear la recesión en la industria del petróleo y del gas dada su carga fiscal elevada, alto apalancamiento, aumento en costos de extracción por barril y necesidades altas de

inversión para mantener la producción y reponer las reservas.

Fitch considera que Pemex tiene un gobierno corporativo débil y con una alta interferencia del gobierno en la estrategia de la compañía, su financiamiento y modificaciones en la gestión. Además, señalo que Pemex se encuentra expuesto a las relaciones sociales y comunitarias en su área de influencia que han afectado sus tuberías.

Entre los principales factores que podrían conducir a un incremento de la calificación se encuentran: un aumento en la calificación soberana de México; la garantía irrevocable por parte del gobierno para más del 75.0% de la deuda de Pemex y una inyección relevante de capital para reemplazar el 100.0% de las reservas y dar estabilidad a la producción de manera rentable.

En tanto, entre los factores que podrían conducir a una menor calificación se encuentran: un deterioro de la flexibilidad financiera de Pemex, junto con la falta de acción del gobierno para apoyar su liquidez.

## Moody's

### México

El 17 de abril, Moody's redujo la calificación de México de A3 a Ba1 con perspectiva negativa. Moody's (2020) proyecta que el crecimiento a mediano plazo del país se mantendrá bajo, aun después de la severa contracción económica esperada para este año por el choque del coronavirus. Anticipa que en promedio la economía crezca 2.0% en el período 2021-23. También señala que las decisiones de política económica y los mensajes encontrados bajo la administración actual han afectado el clima de negocios y continuarán impactando la inversión privada en los próximos años.

Esta agencia indicó además que el continuo deterioro de la situación financiera y operativa de Pemex está erosionando la fortaleza fiscal del país, la cual ya se encuentra presionada por el menor crecimiento de los ingresos fiscales dada la debilidad de la economía. Señaló que el cambio de modelo de negocio de Pemex, propiciado por el gobierno, está contribuyendo a generar mayores desafíos financieros y operativos en la empresa, y que ante la suspensión en muchos aspectos de la reforma energética de 2014, el apoyo a la inversión de Pemex tendrá que venir del gobierno.

Por otro lado, la reciente caída en los precios del petróleo ha afectado aún más la rentabilidad de Pemex, incrementando sus necesidades de liquidez y la necesidad de apoyo de manera considerable, lo cual presiona las finanzas del gobierno. Moody's estima que el flujo de caja negativo de la empresa y los próximos

vencimientos de deuda, costarán al gobierno cerca de 2.0% del PIB cada año. Para Moody's, las reservas continuarán cayendo al no ser totalmente restituidas y esto plantea riesgos a mediano plazo para el país debido a que afectaría negativamente los ingresos petroleros del gobierno (actualmente 14.0% del total).

En lo que se refiere a la capacidad institucional del gobierno federal, Moody's señaló que los recortes de sueldos y compensaciones aplicados en diversas secretarías y entidades públicas han debilitado la capacidad administrativa del gobierno y que los cambios en el gobierno corporativo de diversos órganos regulatorios autónomos han erosionado la capacidad del gobierno para responder y manejar choques de manera efectiva, haciendo menos predecible el marco regulatorio.

La perspectiva negativa de la calificación refleja el riesgo de que la fortaleza económica y fiscal se deteriore aún más y captura el riesgo la falta de medidas efectivas para enfrentar las dificultades económicas del país y contener el pasivo contingente que resulta de Pemex. En opinión de Moody's, la contracción económica de México en 2020 podría ser todavía más profunda y la recuperación pudiera tomar más tiempo de lo esperado pues un empeoramiento de la pandemia podría generar presiones sobre el gasto del gobierno, deterioro fiscal y ampliar la deuda.

### Pemex

También el 17 de abril, Moody's redujo la calificación de Pemex a Ba2 con perspectiva negativa. De acuerdo con Moody's (2020b), entre mediados de 2019 y principios de 2020, la administración estabilizó la producción de petróleo y refinanció la deuda. Sin embargo, la generación de flujo de efectivo y las métricas crediticias de Pemex seguirán siendo débiles debido a los bajos precios del petróleo, los altos vencimientos de la deuda, la baja inversión en exploración y producción y una expansión de la refinación, la cual ha generado pérdidas durante varios años.

Moody's cree que la necesidad de fondos externos de Pemex para cubrir el flujo de efectivo aumentará como consecuencia de la capacidad limitada de la compañía para mejorar sus resultados comerciales debido a la etapa madura de los campos petroleros; escasez de capital para invertir lo suficiente en exploración y producción, con consecuencias negativas en la producción y el reemplazo de reservas; y el mandato de expandir el negocio de refinación.

También señala que las debilidades en el perfil crediticio de Pemex han dejado a la empresa vulnerable a los cambios en el sentimiento del mercado y que la compañía tendrá que aumentar su deuda en 2020 para cumplir con el objetivo revisado



del gobierno y mantener la producción estable desde los niveles de 2019. Añadió que Pemex tiene una liquidez débil que depende en gran medida del apoyo del gobierno.

Entre los factores que podrían reducir la calificación de Pemex se encuentra: un deterioro de la nota de México, un aumento en la deuda de la empresa, un desempeño operativo peor al previsto y una caída en las reservas de petróleo.

Por el contrario, un incremento en la calificación podría darse si se fortalece la liquidez y la empresa genera suficientes recursos para reinvertir; reemplaza el 100.0% de sus reservas, eleva su producción y genera flujo de efectivo para reducir su deuda.

### Postura de Gobierno Federal

El gobierno federal, a través de la SHCP (2020), reconoció que en los últimos meses el panorama económico global se ha deteriorado, se ha elevado la incertidumbre y existe la probabilidad de que la economía mundial entre en recesión en 2020. Señaló que la reducción en la demanda de petróleo y la recientemente concluida guerra de precios han ocasionado una importante caída en el precio del crudo.

La SHCP reconoció que las tres principales agencias calificadoras redujeron la nota crediticia del país tanto en moneda local como extranjera, pero que se había mantenido el grado de inversión, lo que le permite al gobierno mantener amplio acceso al financiamiento en los mercados nacionales e internacionales de capital en condiciones favorables de plazo y tasa de interés.

Asimismo, destacó que en sus evaluaciones, las agencias calificadoras reiteran que el país cuenta con un historial de política fiscal altamente creíble y prudente, compromiso con la estabilidad macroeconómica y la solidez institucional; que México cuenta con diversos amortiguadores para hacer frente al contexto económico, tales como un tipo de cambio flexible; una línea de crédito flexible con el FMI y líneas de intercambio de divisas con la FED y el Tesoro de Estados Unidos por 61.0 y 9.0 mmdp, respectivamente.

Finalmente, la SHCP reiteró el compromiso del gobierno del país con la salud y el bienestar de la población, con la responsabilidad fiscal, la autonomía del Banco de México y la estabilidad macroeconómica y financiera.

### Consideraciones finales

Aunque las tres principales agencias calificadoras revisaron la nota crediticia del país a la baja, México mantiene el grado de inversión. Ello le permite acceder a los mercados financieros internos y externos en condiciones favorables en lo referente a plazos y tasas de interés. La pérdida del mismo ocasionaría mayores restricciones financieras que podrían elevar el costo financiero de la deuda pública.

Las principales agencias calificadoras han señalado entre las principales causas de la reducción en las calificaciones de México: el deterioro en las perspectivas de crecimiento; la falta de fortaleza institucional, el aumento de la deuda pública; la existencia de importantes pasivos contingentes; la menor confianza del sector privado; la caída en la inversión; los menores precios del petróleo; el menor crecimiento de la economía estadounidense; la depreciación de la moneda y el deterioro de la posición fiscal del país.

Entre las fortalezas de la economía nacional se encuentran: la independencia del Banco Central; la política monetaria creíble, el tipo de cambio flexible, las reservas internacionales, las líneas de crédito con la FED y el FMI; el historial de políticas fiscales y monetarias cautelosas y la estabilidad económica general.

En lo que se refiere a Pemex, entre los principales problemas encontrados por las agencias se encuentran: su elevada carga fiscal, el elevado endeudamiento, el aumento en los costos de extracción, la caída en el precio del crudo, las altas necesidades de inversión para reponer las reservas, el débil gobierno corporativo de la empresa y la alta interferencia del gobierno y la expansión de los planes de refinación (la cual ha generado pérdidas durante años).

Entre las fortalezas las agencias mencionaron: el respaldo del gobierno a través de inyecciones de capital, monetización de activos y colaboración para frenar el robo de combustibles; la estabilización de la producción y la refinanciación de deuda.

El apoyo del gobierno, un mayor flujo de efectivo que permita reducir la deuda y una mayor inversión en exploración y producción que permita reponer el 100.0% de las reservas, son vistos como factores que podrían elevar el perfil crediticio de Pemex.

## Referencias

Fitch Ratings (2020), Fitch Downgrades Mexico to 'BBB-'; Outlook Stable. April 15<sup>th</sup>, 2020. Disponible en: [HTTPS://WWW.FITCHRATINGS.COM/RESEARCH/SOVEREIGNS/FITCH-DOWNGRADES-MEXICO-TO-BBB-OUTLOOK-STABLE-15-04-2020](https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/fitch-downgrades-mexico-to-bbb-outlook-stable-15-04-2020)

Fitch Ratings (2020b), Fitch Baja Calificaciones Internacionales de PEMEX, CFE, IEnova y Cometa Acorde con Soberano. 17 de abril de 2020. Disponible en: <https://www.fitchratings.com/research/es/corporate-finance/fitch-downgrades-pemex-cfe-ienova-cometa-after-sovereign-downgrade-17-04-2020>

Mishkin, F., (2020), Moneda, Banca y Mercados Financieros. Pearson, décima edición, 2014.

Moody's Investors Service (2020), Moody's baja las calificaciones de México a Baa1; mantiene perspectiva negativa. Rating action, 17 de abril de 2020.

Moody's Investors Service (2020b), Moody's downgrades Pemex to Ba2; negative outlook. Rating action, 17 Apr. 2020.

SHCP (2020), Sobre el cambio en las calificaciones crediticias de México. Comunicado de prensa 039, 17 de abril de 2020.

S&P (2020), S&P Global Ratings, baja calificación soberana de México, en Moneda extranjera a BBB y en moneda local a BBB+, por impacto en tendencia de crecimiento; la perspectiva es negativa. Comunicado de prensa, 26 de marzo de 2020.

S&P (2020b), S&P Global Ratings baja calificaciones de Pemex a BBB por acción similar sobre México, la perspectiva es negativa; baja perfil crediticio individual a ccc+. Comunicado de prensa, 26 de marzo de 2020.