

Análisis Económico

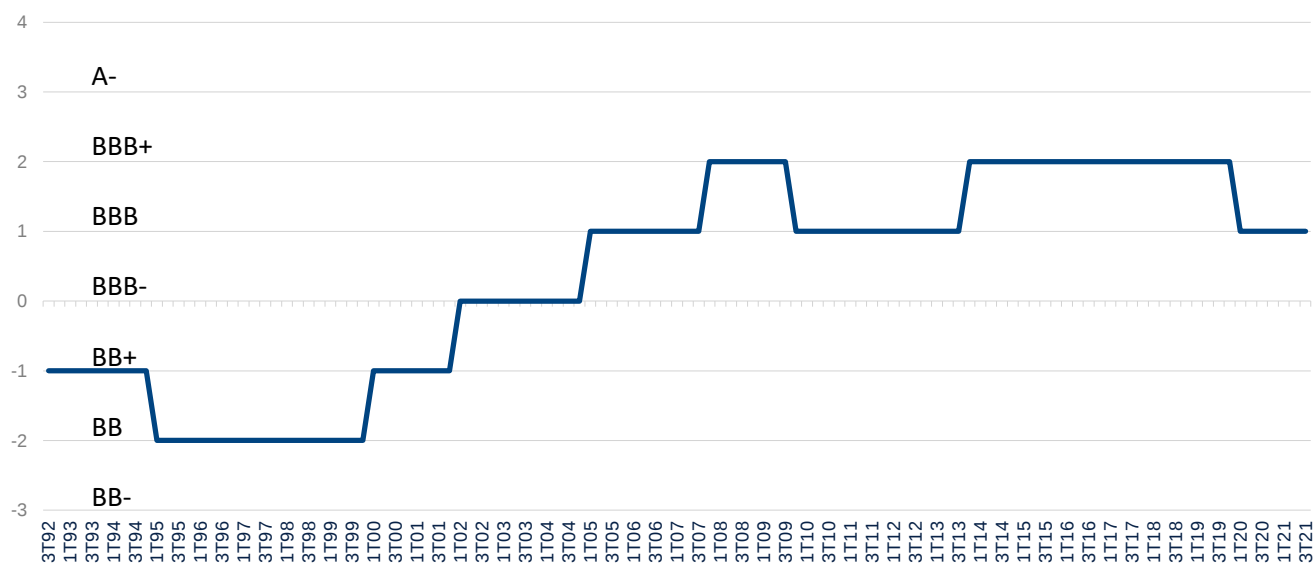
Consideraciones para la calificación crediticia de México

Javier Amador / Arnulfo Rodríguez / Carlos Serrano
20 enero 2022

- En los próximos años las finanzas públicas continuarán presionadas por el pago de pensiones en curso por el sistema de reparto anterior, la pensión garantizada y apoyos patrimoniales a Pemex
- No obstante, la estabilidad prevista para la deuda pública (% del PIB) y la expectativa de mayores ingresos tributarios mitigarían el riesgo de la pérdida del grado de inversión en los próximos dos o tres años
- El riesgo de una reducción en la calificación crediticia anticipado por los mercados es bajo

A finales de marzo de 2020, S&P redujo en un escalón la calificación tanto de México como de Pemex con perspectiva negativa en ambos casos. Actualmente la calificación crediticia de México por S&P es de BBB (Gráfica 1). Esta agencia otorga a Pemex la misma calificación que al crédito soberano porque asume un apoyo incondicional por parte del gobierno federal.

Gráfico 1. Evolución histórica de la calificación crediticia de México por S&P (rating)

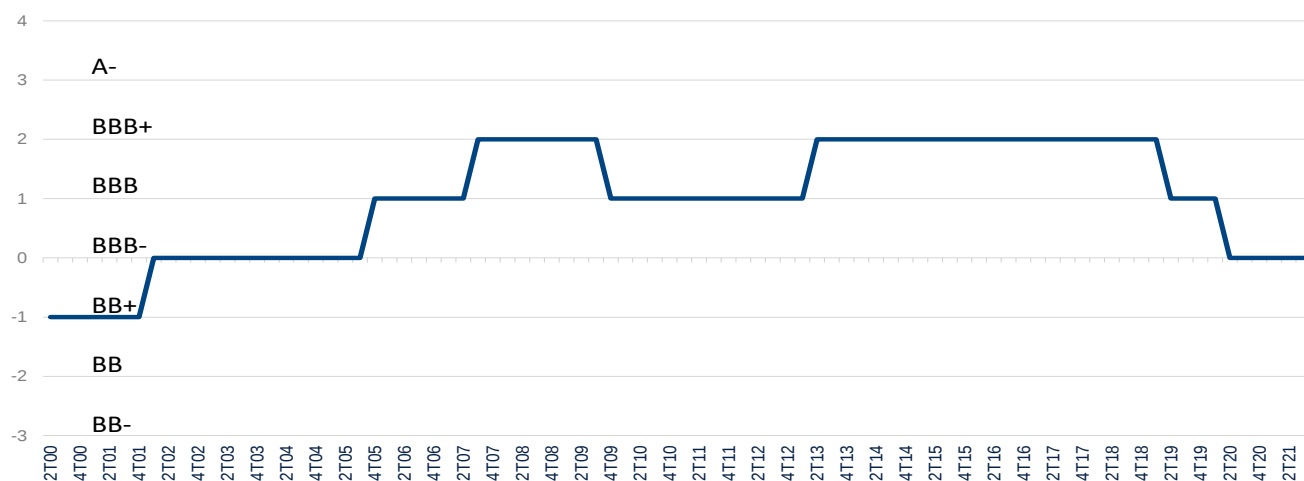


Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

La agencia calificadora Fitch redujo la calificación de México y Pemex en abril de 2020. Es importante mencionar que Fitch fue la primera agencia calificadora en otorgar a Pemex una calificación por debajo del grado de inversión.

Moody's es la otra agencia calificadora que tiene a Pemex por debajo del grado de inversión. Actualmente Fitch tiene a México justo en el grado de inversión con una calificación de BBB- y perspectiva estable (Gráfica 2).

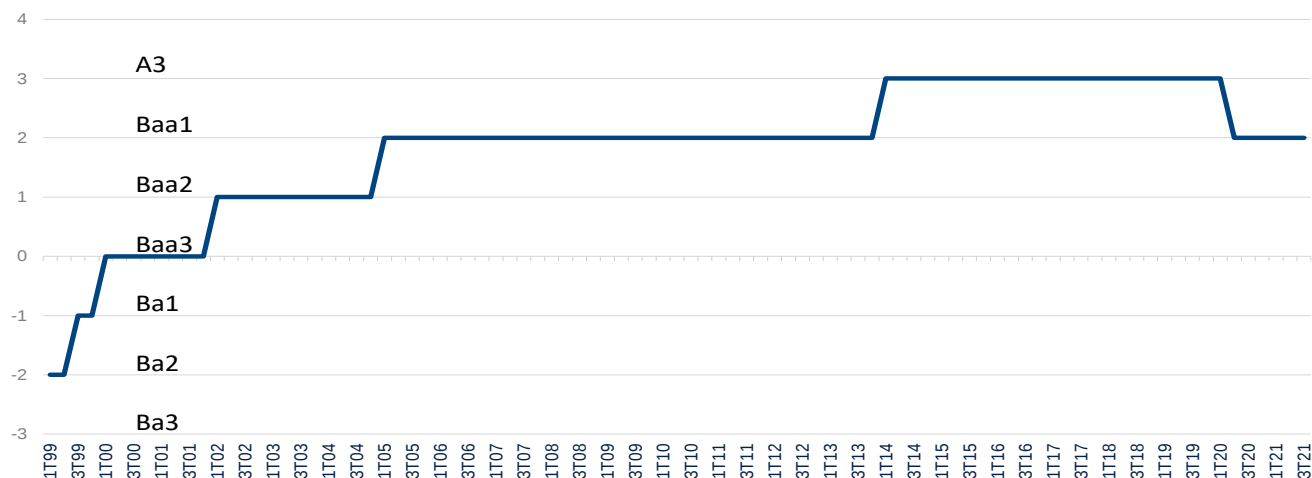
Gráfico 2. **Evolución histórica de la calificación crediticia de México por Fitch (rating)**



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

Moody's redujo la calificación crediticia soberana y de Pemex en abril de 2020. En comparación con S&P y Fitch, Moody's es la agencia calificadora que actualmente otorga la mejor calificación al crédito soberano. Actualmente México tiene una calificación de Baa1 (equivalente a BBB+) con perspectiva negativa (Gráfica 3).

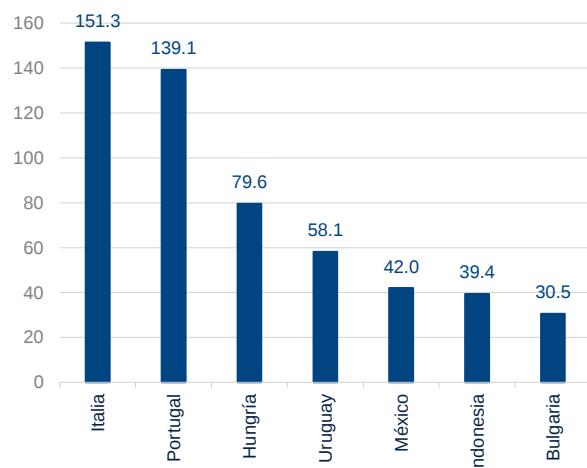
Gráfico 3. **Evolución histórica de la calificación crediticia de México por Moody's (rating)**



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

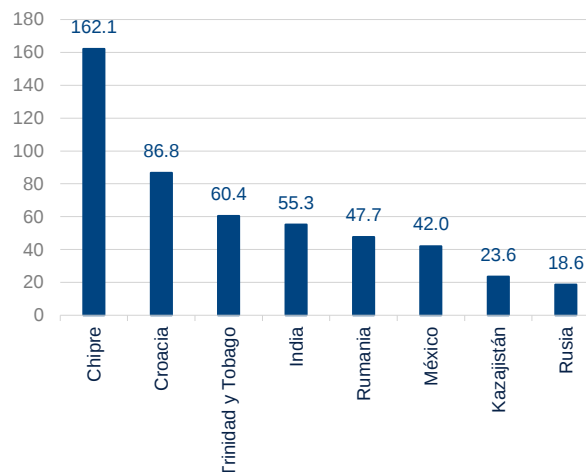
Los países pares de México en la calificación crediticia de S&P son Bulgaria, Hungría, Indonesia, Italia, Portugal y Uruguay. Dentro de este grupo de países, México ocupó la quinta posición en el nivel de deuda del gobierno central como porcentaje del PIB en 2020 (Gráfica 4). No obstante, el uso de otra métrica como el nivel de deuda del gobierno central como porcentaje de los ingresos fiscales podría arrojar un posicionamiento diferente. Cabe mencionar que las agencias calificadoras y los mercados financieros suelen tolerar niveles más elevados de deuda pública (% del PIB) en economías avanzadas que en países emergentes. Al comparar este indicador entre los países que S&P califica un nivel abajo con BBB-, México se ubicó en la sexta posición al interior de un grupo de ocho países (Gráfica 5). Ambas comparaciones, *ceteris paribus*, sugieren un bajo riesgo de que la calificación de México se degrade en un nivel por S&P.

Gráfica 4. **Deuda del gobierno central para países pares de México en calificación de S&P**
(% del PIB)



Fuente: BBVA Research con datos del FMI

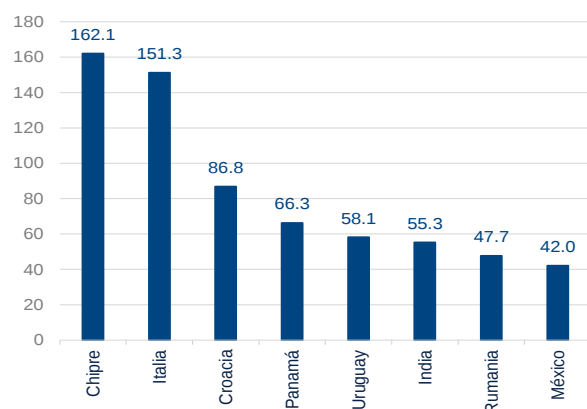
Gráfica 5. **Deuda del gobierno central para países un escalón abajo de México en calificación de S&P**
(% del PIB)



Fuente: BBVA Research con datos del FMI

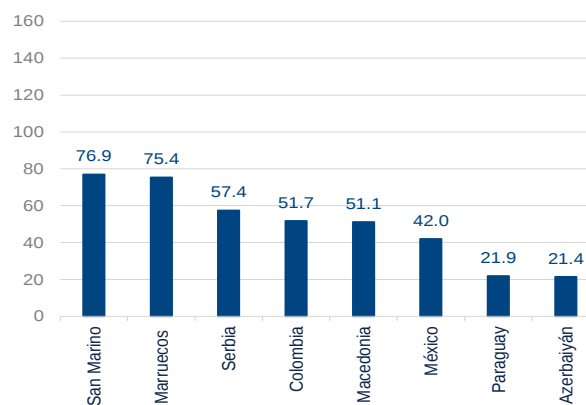
Fitch califica a México con BBB- junto con Croacia, Chipre, India, Italia, Panamá, Rumania y Uruguay. En comparación con este grupo de países, México se ubicó en el octavo lugar en el nivel de deuda del gobierno central (Gráfica 6). Al analizar este indicador entre los países que tienen un nivel inferior de calificación (ya por debajo del grado de inversión), México se encontró en el sexto lugar de un grupo de ocho países (Gráfica 7). Consecuentemente, este par de comparaciones, *ceteris paribus*, no sugieren un alto riesgo de una degradación de la calificación de México por debajo del grado de inversión.

Gráfica 6. **Deuda del gobierno central para países pares de México en calificación de Fitch (% del PIB)**



Fuente: BBVA Research con datos del FMI

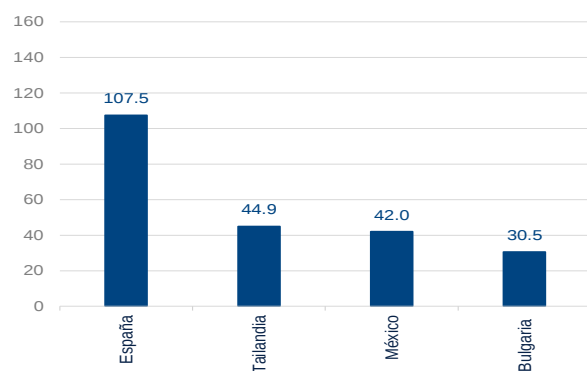
Gráfica 7. **Deuda del gobierno central para países un escalón abajo de México en calificación de Fitch (% del PIB)**



Fuente: BBVA Research con datos del FMI

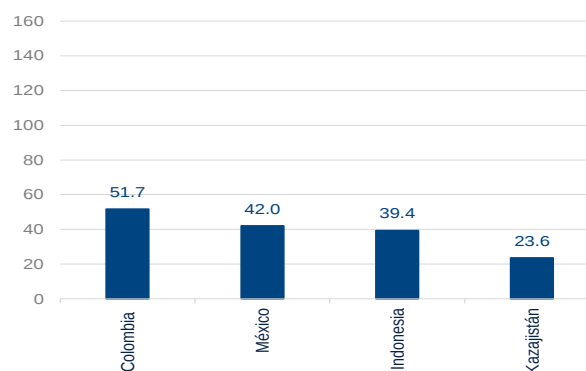
Bulgaria, España y Tailandia son los países que comparten la misma calificación crediticia (Baa1) con México otorgada por Moody's. Al interior de este grupo de países, México ocupó en 2020 el tercer lugar en el nivel de deuda del gobierno central detrás de España y Tailandia (Gráfica 8). Cuando comparamos este indicador entre los países con un nivel inferior de calificación (Baa2), México se posicionó en segundo lugar detrás de Colombia (Gráfica 9). Por tanto, estas dos comparaciones, *ceteris paribus*, sugieren la posibilidad de una degradación de calificación por parte de Moody's.

Gráfica 8. **Deuda del gobierno central para países pares de México en calificación de Moody's (% del PIB)**



Fuente: BBVA Research con datos del FMI

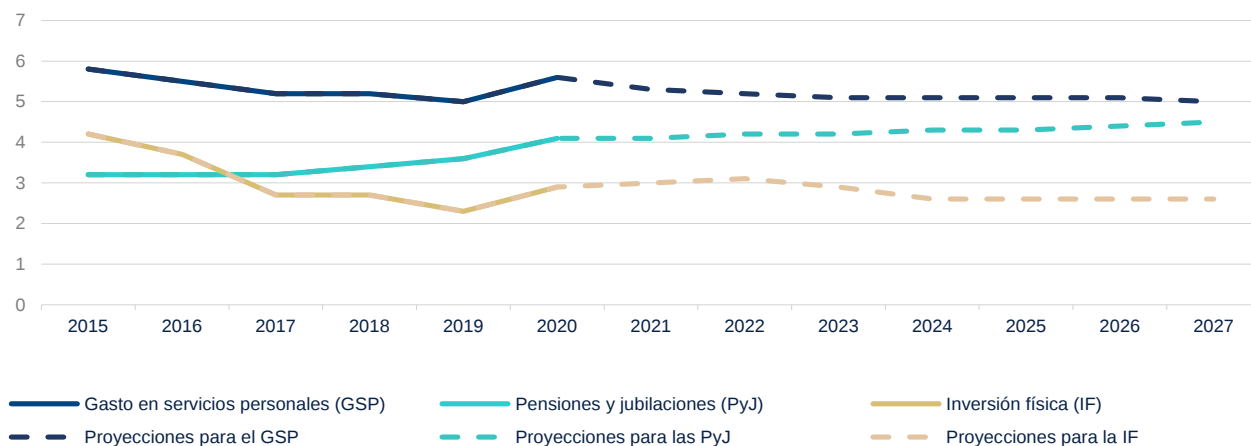
Gráfica 9. **Deuda del gobierno central para países un escalón abajo de México en calificación de Moody's (% del PIB)**



Fuente: BBVA Research con datos del FMI

Si bien el gobierno de México en las últimas décadas realizó modificaciones importantes para disminuir los pasivos contingentes y hacer financieramente viable el sistema de pensiones, aún persisten presiones de mediano plazo derivadas del pago de pensiones en curso del anterior sistema de reparto. La SHCP prevé que las pensiones y jubilaciones mostrarán una tendencia creciente en los próximos años hasta alcanzar un nivel de 4.5% del PIB en 2027. En contraste, la misma dependencia pública proyecta que la inversión física descenderá de niveles alrededor de 3.0% a 2.6% del PIB en 2027 (Gráfica 10).

Gráfico 10. **Proyecciones para el gasto en servicios personales, inversión física y pensiones públicas (% del PIB)**



Fuente: BBVA Research con datos de SHCP

Es importante mencionar que habrá presiones adicionales para las finanzas públicas provenientes de la pensión garantizada que ofrece el gobierno a los trabajadores que no lograron generar suficientes ahorros para cubrir el monto de dicha pensión. Por su parte, el nuevo esquema redujo el número de semanas de cotización necesarias para tener derecho a una pensión y propiciará que un mayor número de trabajadores tenga acceso a una pensión.

Otro factor adicional de presión para las finanzas públicas en el mediano plazo es Pemex. En los años recientes las finanzas de esta empresa han sido beneficiadas por reducciones significativas en la tasa del Derecho de Utilidad Compartida, estímulos fiscales y aportaciones patrimoniales alineadas al perfil de vencimiento de su deuda de corto plazo. Este paquete de apoyo financiero del gobierno federal sin lugar a dudas ha contribuido a mitigar el impacto adverso de la pandemia por Covid-19 así como a disminuir considerablemente el endeudamiento neto de Pemex.

En nuestra opinión, resulta cuestionable que durante los siguientes años Pemex pueda recibir paquetes de apoyo financiero similares a los de 2020 y 2021. Para mejorar sus finanzas de una manera más permanente, la empresa productiva del Estado tendrá que controlar mejor su gasto operativo y enfocar su inversión en los campos petroleros más productivos. Adicionalmente, sería adecuado que se retomaran las asociaciones con el sector privado (*farmouts*), lo cual le permitiría a Pemex atraer capital y conocimiento para la exploración y producción de nuevos campos, en particular en aguas profundas. También sería conveniente que Pemex eficiente su actividad de

refinación antes de pensar en su expansión. Hacia delante, Pemex tendrá más dificultades para obtener financiamiento en términos competitivos debido al creciente número de inversionistas globales que adoptan criterios de sustentabilidad ambiental en sus decisiones de inversión.

Si bien todos los factores de presión anteriormente mencionados podrían incidir en la calificación crediticia soberana de los próximos años, el paquete económico 2022 refuerza el compromiso con la disciplina fiscal sin crear ni aumentar impuestos. El gobierno federal propone un déficit primario de 0.3% del PIB para 2022 y estabilidad de la deuda pública (% del PIB) en 51.0% para el periodo 2021-27. Asimismo, la SHCP proyecta una estimación realista para la producción petrolera con un promedio de 1.83 millones de barriles diarios para este año. No obstante, la previsión de un crecimiento económico de 4.1% en 2022 es optimista en relación con nuestro pronóstico de 2.2% y al consenso de analistas económicos y otras instituciones, aunque está en línea con la previsión del Fondo Monetario Internacional.

Para los mercados, el riesgo de una bajada de calificación es bajo

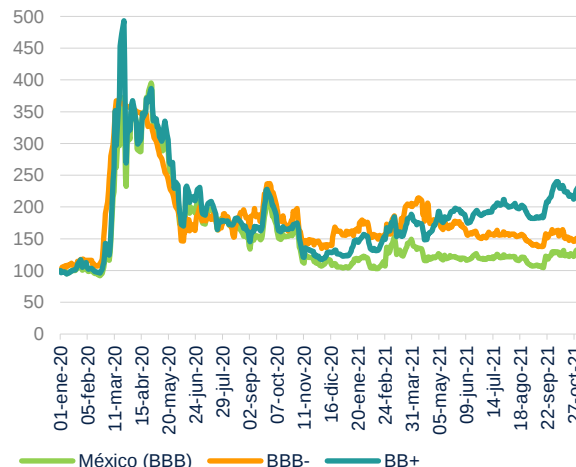
Usualmente, cualquier cambio en la calificación de la deuda soberana de un país es anticipado por los mercados, particularmente por la probabilidad de impago de la deuda soberana medida a través de los *Credit Default Swaps* (CDS). Por ello, la evolución, tanto en términos absolutos como relativos, del CDS de México revela el riesgo que en cada momento perciben los mercados de un posible ajuste en la calificación de la deuda soberana del país. Como se observa en la gráfica 11, el riesgo percibido para la deuda soberana de México se ha movido de forma prácticamente idéntica al de pares con la misma calificación (asignada por S&P i.e., BBB). De hecho, en la segunda mitad de 2021 la percepción de riesgo para México comenzó a mostrar una diferenciación positiva (Gráfica 11). Para confirmar esta percepción de bajo riesgo de una bajada en la calificación podemos comparar la evolución del CDS de México con la del CDS de países con calificaciones un escalón por debajo (i.e., BBB-) o incluso con dos escalones por debajo (i.e., BB+). Como se observa en la gráfica 12, desde el 4T20, cuando comenzó a disiparse la mayor percepción de riesgo asociada a la pandemia, la diferenciación relativa del CDS de México se ha mantenido relativamente estable comparada con países con calificación de BBB-, mientras que se ha ampliado frente a los que tienen una calificación por debajo de grado de inversión, de BB+ (e.g., Colombia). El compromiso con la estabilidad de la deuda pública como porcentaje de PIB parece que mantendrá acotados los riesgos de una posible disminución en la calificación de México.

Gráfica 11. **Desempeño relativo del Credit Default Swap (CDS) de México frente al de pares con calificación BBB**
(Índice 1 enero 2020 = 100)



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

Gráfica 12. **Desempeño relativo del Credit Default Swap (CDS) de México frente al de países con calificaciones de deuda soberana menores**
(Índice 1 enero 2020 = 100)



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

Valoración

El crecimiento económico y la evolución de los ingresos tributarios serán dos factores relevantes que influirán sobre la calificación crediticia soberana que otorgan las tres principales agencias calificadoras. Si bien el gobierno federal se ha mantenido al margen de proponer una reforma fiscal que puntale los ingresos tributarios a través de la eliminación de exenciones al pago del IVA y mayores tasas impositivas sobre el ingreso, la expectativa de mayores ingresos tributarios para los próximos años se apoya en mejoras recaudatorias y acciones de simplificación administrativa y tecnológica con más autoridad de fiscalización para el cumplimiento en el pago de impuestos. De cumplirse lo anterior y con estabilidad en la deuda pública (% del PIB), se mitigaría el riesgo de la pérdida del grado de inversión en los siguientes dos o tres años. No obstante, los factores mencionados que presionan a las finanzas públicas continuarán presentes y ante un entorno macroeconómico complejo se podría deteriorar el perfil crediticio del país en el mediano y largo plazo. El seguimiento de la evolución relativa del riesgo percibido por los mercados a través de los CDS permitirá anticipar la posibilidad de una disminución en la calificación. De momento, los riesgos parecen muy acotados.

AVISO LEGAL

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA"), con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA u otra entidad del Grupo BBVA pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Este documento se proporciona en el Reino Unido únicamente a aquellas personas a quienes puede dirigirse de acuerdo con la Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001 y no es para su entrega o distribución, directa o indirecta, a ninguna otra clase de personas o entidades. En particular el presente documento únicamente se dirige y puede ser entregado a las siguientes personas o entidades (i) aquellas que están fuera del Reino Unido (ii) aquellas que tienen una experiencia profesional en materia de inversiones citadas en el artículo 19(5) de la Order 2001, (iii) a aquellas con alto patrimonio neto (High net worth entities) y a aquellas otras a quienes su contenido puede ser legalmente comunicado, incluidas en el artículo 49(1) de la Order 2001.

Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a los Estados Unidos de América ni a personas o entidades americanas. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de los Estados Unidos de América.

El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

BBVA Bancomer y el resto de entidades del Grupo BBVA que no son miembros de FINRA (Financial Industry Regulatory Authority), no están sujetas a las normas de revelación previstas para dichos miembros.

"BBVA Bancomer, BBVA, y sus sociedades afiliadas, entre las que se encuentra BBVA Global Markets Research están sujetas a la Política Corporativa del Grupo BBVA en el ámbito de los Mercados de Valores. En cada Jurisdicción en la que BBVA desarrolla actividades en los mercados de valores, la Política se complementa con un Reglamento Interno de Conducta el cual complementa a la Política y en conjunto con otros lineamientos se establecen medidas para prevenir y evitar conflictos de intereses con respecto a las recomendaciones emitidas por los analistas entre las que se encuentran la separación de áreas. La Política Corporativa se puede consultar en el sitio: www.bbva.com / Gobierno Corporativo / Conducta en los Mercados de Valores"