



**UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO**

---

**FACULTAD DE ECONOMÍA**

**EL IMPACTO ACTUAL DE LAS AGENCIAS  
CALIFICADORAS EN LOS MERCADOS  
FINANCIEROS. EVALUACIÓN DEL PERFIL  
CREDITICIO DE MÉXICO, 2012-2018**

**TESINA:**

Que para obtener el título de  
**Licenciada en Economía**

**P R E S E N T A**

Zaira Marilyn González Mora

**DIRECTOR DE TESINA**

DR. Luis Foncerrada Pascal



Ciudad Universitaria, CDMX, 2020



Universidad Nacional  
Autónoma de México



**UNAM – Dirección General de Bibliotecas**  
**Tesis Digitales**  
**Restricciones de uso**

**DERECHOS RESERVADOS ©**  
**PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL**

Todo el material contenido en esta tesis esta protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

## CONTENIDO

I.	INTRODUCCIÓN .....	4
II.	PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA Y METODOLOGÍA .....	7
III.	JUSTIFICACIÓN Y DELIMITACIÓN .....	9
IV.	OBJETIVOS .....	11
V.	REVISIÓN DE LA LITERATURA .....	12
VI.	DESARROLLO .....	15
	1. ¿QUÉ SON LAS AGENCIAS CALIFICADORAS? .....	15
	2. ¿QUÉ ES UNA CALIFICACIÓN? .....	16
	3. PERSPECTIVA DE UNA CALIFICACIÓN .....	17
	4. GRADO DE INVERSIÓN .....	18
	5. CALIFICACIÓN INDIVIDUAL O <i>STAND ALONE</i> .....	19
	6. ¿CÓMO SE DETERMINA UNA CALIFICACIÓN CREDITICIA? .....	20
VII.	PRINCIPALES AGENCIAS CALIFICADORAS .....	22
	1. FITCH RATINGS .....	22
	2. MOODY'S .....	23
	3. STANDARD & POOR'S .....	24
	4. COMPARACIÓN DE ESCALAS DE CALIFICACIÓN .....	25
	5. OTRAS AGENCIAS CALIFICADORAS .....	25
VIII.	CALIFICACIÓN SOBERANA DE MÉXICO .....	27
	1. ÚLTIMAS ACCIONES DE CALIFICACIÓN AL CIERRE DE 2019 .....	37
	1.1 <i>Standard &amp; Poor's</i> .....	37
	1.2 <i>Fitch</i> .....	38
	1.3 <i>Moody's</i> .....	39
IX.	LA BANCA DE DESARROLLO .....	43
X.	PETRÓLEOS MEXICANOS (PEMEX) .....	46
XI.	COMISIÓN FEDERAL DE ELECTRICIDAD (CFE) .....	50
XII.	LA IMPORTANCIA DE UN BUEN PERFIL CREDITICIO .....	51
XIII.	CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES .....	53
XIV.	ANEXOS ESTADÍSTICOS .....	55
	ANEXO I. INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA (IED) .....	55
	ANEXO II. COMPARATIVO DE CALIFICACIÓN SOBERANA DE MÉXICO .....	56
	ANEXO III. CALIFICACIONES DE LA BANCA DE DESARROLLO .....	57
	ANEXO IV. HISTORIAL DE CALIFICACIONES DE PEMEX Y CFE .....	58
	ANEXO V. COMPARATIVO DE CALIFICACIÓN PEMEX- SOBERANO DE MÉXICO .....	61
	ANEXO VI. ACAPARAMIENTO DE CALIFICACIONES NRSRO .....	62
XV.	GLOSARIO .....	63
XVI.	BIBLIOGRAFÍA .....	64



## **I. INTRODUCCIÓN**

Por varios años, las agencias calificadoras han sido consideradas entes que emiten una opinión sobre la calidad crediticia de una entidad o emisor. Esta opinión no es más que la valoración numérica que se le asigna a dicha entidad o emisor con base en la evaluación de distintos eventos y variables económicas que tienden a influir en el desempeño de las mismas entidades y que son consideradas por las agencias calificadoras para emitir una opinión. En términos técnicos, esta opinión se conoce como calificación crediticia y tiene relevancia porque posiciona a la entidad o emisor dentro de rangos de calificación que hacen posible su comparación con otros del mismo tipo y porque evalúan su capacidad de ser financieramente responsables. En conjunto, estas opiniones que proporcionan las agencias de calificación sobre un emisor a través de los años determinan su perfil crediticio.

La calificación crediticia, es decir, la opinión de las calificadoras, refleja la capacidad de pago que tiene un emisor para cumplir con sus obligaciones financieras, razón por la cual es válido afirmar que entre mejor calificado esté un emisor, mejor será la percepción que se tenga de éste en su entorno económico y financiero. Para entender mejor esta descripción, se puede pensar que la función que tienen las calificadoras es similar a la evaluación que realiza el Buró de Crédito en México, pues este otorga una opinión sobre el historial de obligaciones financieras de una persona, considerando los préstamos o créditos que ha tomado, los servicios que ha contratado y la puntualidad con la que ha cubierto los pagos que representan cada una de dichas actividades. Con esto, el Buró de Crédito elabora un perfil crediticio que otras entidades tomarán como referencia para otorgar futuros créditos o préstamos a una persona. Es decir, la opinión del Buró de Crédito importa porque se toma como referencia para evaluar el grado de certeza de una persona respecto a la capacidad que muestra para cumplir con los pagos de sus obligaciones. Algo similar sucede con la calificación que proporcionan las agencias calificadoras, con la particularidad de que éstas establecen un umbral de referencia que define hasta qué punto la capacidad de pago de una entidad es viable, el cual se conoce como grado de inversión. Podría pensarse que encontrarse por debajo de este grado de inversión sería como encontrarse en “rojo” en el semáforo que considera el Buró de Crédito.

En este sentido, una buena calificación crediticia es de gran importancia para el emisor precisamente porque otorga una mejor percepción de su desempeño, lo cual le permite tener acceso a mejores condiciones en distintos ámbitos. En el financiero, por ejemplo, mejores condiciones crediticias se traducen en mejores condiciones de financiamiento y los vuelve más atractivos en comparación con sus pares (emisores con características similares).

La calificación otorgada por las calificadoras normalmente viene acompañada de una justificación (perspectiva) que permite conocer las razones técnicas que determinaron la acción de calificación y cuál sería el cambio potencial que podrían tener de acuerdo con su desempeño. Por ejemplo, el perfil crediticio de México refleja la reacción que han tenido las agencias calificadoras sobre eventos particulares en el país que han sido lo suficientemente relevantes como para generar un cambio de calificación o de perspectiva. Además, la justificación normalmente otorga una pista de los eventos que podrían influir en acciones de calificación futuras. Para México, una mala calificación o cambios negativos en la perspectiva han llegado a traducirse en cambios en la dinámica de la inversión, por ejemplo. Bajo esta lógica, es pertinente pensar que, si el desempeño de México es evaluado positivamente, más agentes estarían interesados en acercarse a invertir en el país debido a que sus condiciones crediticias serían más favorables que las de aquellos menor calificación y, al mismo tiempo, le permitiría generar la confianza suficiente para ampliar sus posibilidades de requerimientos financieros en términos de deuda, por ejemplo.

En la práctica esto significa que, al mantener un orden sobre la calificación y una opinión continua favorable sobre el desempeño de un emisor, las agencias calificadoras podrían preservar una buena evaluación sobre los fundamentos macroeconómicos y demás factores que determinan el desempeño de los emisores en el futuro, lo cual significaría una fortaleza en el perfil crediticio del emisor. Particularmente, la evaluación de las agencias calificadoras sobre México ha permitido mostrar cómo las acciones de política adoptadas por el gobierno, así como los distintos factores externos que influyen en el desempeño del país han tenido un impacto directo sobre los cambios de la calificación soberana de México en el tiempo. Resumiendo la utilidad de la información que proporcionan las agencias calificadoras,

es posible afirmar que las calificaciones crediticias tienen un valor agregado en el mercado puesto que medir el riesgo que tiene un emisor respecto al cumplimiento de sus obligaciones se traduce, de alguna forma, en información que los agentes del mercado incorporan en la toma de sus decisiones.

## II. PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA Y METODOLOGÍA

La presente tesina es un estudio de tipo descriptivo, ya que la información que se presenta trata de explicar e interpretar los diversos hechos relacionados con el proceso de asignación de una calificación crediticia, de manera que esto permita que el lector conozca la función que tienen las agencias calificadoras en la toma de decisiones. Como parte del proceso fue necesario estudiar desde cómo se lleva a cabo el proceso de asignación de una calificación, hasta la evaluación del impacto de dicha calificación en ámbitos específicos como el público, privado, el financiero y, en un nivel más agregado, en el económico en general.

La metodología empleada para la descripción de las agencias calificadoras y los conceptos relacionados con ella siguieron los pasos de una investigación tradicional. Se revisó la información disponible sobre las calificaciones crediticias de México y Petróleos Mexicanos para el periodo seleccionado (2012 – 2018) y un año adicional (2019) para lograr una comparación sobre el cierre de una administración con el inicio de otra. La selección de este periodo responde a la intención de ejemplificar cómo las distintas acciones tomadas por el gobierno mexicano durante un sexenio tuvieron impacto tanto sobre la calificación crediticia de México como sobre otras entidades mexicanas y cuál fue la reacción de las calificadoras a las acciones del nuevo gobierno que entró en funciones el 1 de diciembre de 2018. Esta comparación permite observar de una manera más clara, para el caso particular de México, cuáles son los determinantes a los que respondieron los movimientos en las calificaciones crediticias de la deuda soberana durante el periodo en mención. Para ello se revisaron todos los comunicados de acciones de calificación de cada agencia calificadora por evento y por año, así como otros comunicados relacionados con el desempeño del gobierno de México, Petróleos Mexicanos (Pemex), Comisión Federal de Electricidad (CFE) y de las principales instituciones de la banca de desarrollo mexicana. Se revisó también la información técnica que cada agencia calificadora tiene disponible para proporcionar las descripciones pertinentes sobre los procesos de asignación de calificación desde la primera fuente. Adicional a la parte conceptual, se revisó bibliografía de distintos autores que han realizado estudios sobre el impacto de las agencias calificadoras en los mercados financieros y otros

ámbitos para poder ejemplificar lo descrito a lo largo de esta tesina. En conjunto, la información revisada permitió embonar la parte conceptual de la investigación con los casos prácticos presentados a lo largo del desarrollo de esta tesina.

### III. JUSTIFICACIÓN Y DELIMITACIÓN

La intención de esta tesina es explicar la utilidad que tiene una calificación crediticia en la interpretación del desempeño de una entidad o emisor y por qué esto importa en la economía en términos generales, lo cual se ejemplificará con el análisis del historial crediticio de México. Una calificación crediticia importa porque proporciona herramientas a los distintos agentes en el mercado, las cuales resultan funcionales para que estos puedan tomar decisiones.

Si bien la explicación de la importancia que tienen las agencias calificadoras es extensa, este trabajo pretende brindar descripciones puntuales sobre los aspectos más relevantes que deben considerarse al momento de evaluar o analizar la opinión que emiten las agencias calificadoras, de manera que sea posible comprender mejor cuál es el impacto y la reacción que puede generar su opinión en el desempeño de un emisor. Específicamente, se expone la opinión de las tres principales agencias calificadoras en los mercados a nivel mundial, Standard & Poor's, Moody's y Fitch Ratings, ya que estas concentran alrededor del 92% de las calificaciones en el mercado<sup>1</sup>. El estudio incluye la opinión de estas calificadoras sobre el desempeño de México y añade también un análisis sobre su opinión respecto al desempeño de Petróleos Mexicanos (Pemex) al ser esta compañía uno de los factores esenciales que las agencias calificadoras consideran en la evaluación el perfil crediticio de México. Asimismo, se incluye una breve descripción del perfil crediticio de la Comisión Federal de Electricidad (CFE) y las instituciones de la banca de desarrollo en México.

Es necesario mencionar que, adicional a las tres principales agencias calificadoras que emiten una opinión sobre el perfil crediticio de México, existen otras agencias calificadoras a nivel internacional que cumplen la misma función. Sin embargo, como se ha mencionado, dentro del desarrollo de la presente tesina el enfoque central será sobre Standard & Poor's, Fitchy Moody's al ser estas las tres principales agencias que dominan el mercado a nivel mundial y las que tienen mayor influencia.

---

<sup>1</sup> De acuerdo con el último reporte anual disponible de la Comisión de Mercados y Valores (SEC) de Estados Unidos sobre la Organización de Calificación Estadística Reconocida Nacionalmente (NRSRO), al 31 de diciembre de 2018 Standard & Poor's acaparaba el 49.5% del total de calificaciones crediticias disponibles en el mercado, Moody's el 32.3% y Fitch el 13.5%. Consultar Anexo V.

El resto de las agencias calificadoras que emiten una opinión sobre México (DBRS, HR Ratings, JCR, R&I Ratings, NICE Ratings) serán mencionadas brevemente. Para fines prácticos, el desarrollo de la explicación sobre el perfil crediticio de México estará basado exclusivamente en las calificaciones soberanas en escala global de largo plazo en moneda extranjera, cuyas definiciones se explicarán más adelante.

#### **IV. OBJETIVOS**

El objetivo principal de la tesina es explicar al lector los conceptos fundamentales relacionados con las agencias calificadoras que les permitan entender el papel que éstas tienen en la evaluación del desempeño de una entidad o emisor. Los conceptos que se describen incorporan definiciones sobre qué son, qué miden, cómo lo miden, cómo debe interpretarse cada opinión emitida y por qué esta opinión es importante. Una de las razones principales por las que estas opiniones importan es porque influyen en la toma de decisiones tanto del entorno financiero como del entorno local o nacional. Como se explicará, tal influencia surge del hecho de que los distintos agentes en el mercado tienen la necesidad de contar con referencias que les indiquen si el desempeño de un emisor puede considerarse favorable o no. Es decir, buscan saber qué tan riesgoso podría resultar considerarse involucrarse con un emisor o al interesarse por alguna emisión del mismo.

Se explicará con más detalle que la opinión de una agencia calificadora sobre un emisor es, en términos técnicos, la calificación crediticia que se le asigna al calificado. Se explicará también qué significa cada nivel de calificación asignado, cuál es la expectativa o probabilidad de que este cambie y qué implicaciones tendría dicho cambio.

Como parte del objetivo de presentar al lector un desarrollo que sea entendible es necesario aterrizar las ideas con ejemplos que permitan relacionar la parte conceptual con la realidad. Por ello, esta tesina tiene el objetivo particular de describir el perfil crediticio de México desde la perspectiva de las tres principales agencias calificadoras: Standard & Poor's, Moody's y Fitch Ratings. Con ello será posible comprender cómo esta opinión ha influido en la percepción del desempeño crediticio de México durante el periodo de estudio seleccionado.

## V. REVISIÓN DE LA LITERATURA

Es necesario dar a conocer al lector que existe una amplia literatura disponible que prueba de forma técnica y empírica la importancia que tienen las calificadoras en distintos ámbitos y la influencia que éstas pueden llegar a ejercer en los mercados financieros. De toda la literatura revisada para el desarrollo de esta tesina, además de la información publicada directamente por las agencias calificadoras, destacan las siguientes publicaciones:

- El Fondo Monetario Internacional (FMI), en un estudio realizado en 2012 en el que analiza el impacto de las agencias calificadoras sobre los soberanos de algunos países, expone tres teorías para explicar cuáles son los valores que estas agencias agregan a los mercados y cómo es que ejercen su poder en él. De acuerdo con los resultados del FMI, el enfoque más tradicional sobre por qué las agencias calificadoras agregan valor en los mercados financieros responde al hecho de que, en un mundo de información asimétrica, estas agencias producen y difunden información sobre el riesgo de valores de renta fija, la cual los inversionistas toman para valorar instrumentos sensibles a la información. El mismo estudio afirma, además, que estas agencias proveen servicios de certificación que son incorporados como estándares para evaluar requerimientos de riesgo o capitalización internacionalmente.
- De acuerdo con Jakob de Haan y Fabian Amtenbrink (2011), las agencias calificadoras tienen un papel importante en la regulación de los mercados financieros, debido a que las calificaciones que se asignan son incorporadas en las normas establecidas en el acuerdo de Basilea II<sup>2</sup> y, en consecuencia, las instituciones financieras pueden valerse de dicha regulación al momento de evaluar sus decisiones. Esto resulta particularmente relevante pues sugiere que los mercados financieros consideran las calificaciones como referencias metodológicas en su toma de decisiones para evaluar el desempeño de emisores y emisiones, basándose en una referencia a nivel internacional.

---

<sup>2</sup> Segundo acuerdo sobre regulación bancaria adoptado por los miembros del G-10 en junio de 2004 (su versión integral se publicó en 2006).

- Un estudio empírico realizado por Cantor y Packer (1996) demostró que las opiniones de las agencias calificadoras (Moody's y Standard & Poor's) parecen tener influencia sobre el diferencial de tasas en el rendimiento de los bonos en los mercados, particularmente en el caso de los soberanos que no tienen grado de inversión. Para llegar a este resultado, los autores modelaron los determinantes de las calificaciones soberanas (ingreso per cápita, crecimiento del PIB, inflación, balance fiscal, deuda externa, desarrollo económico e historial de pagos) y se preguntaron si las calificaciones tenían un valor agregado sobre la información pública. El estudio se basó en los diferenciales de las tasas de los bonos para las economías avanzadas y emergentes y encontró que, de acuerdo con el modelo empleado, la simple variable de la calificación logró explicar el 92 por ciento de la variación en los diferenciales de las tasas de los bonos. Los resultados del estudio mostraron también que, además de probar que existe relación entre los determinantes de calificación y el rendimiento de los bonos soberanos, las calificaciones pueden llegar a proporcionar información adicional a la pública ya disponible. Esto último resultó de comprobar que seis de los determinantes antes mencionados (ingreso per cápita, crecimiento del PIB, inflación, deuda externa, nivel de desarrollo económico e historial de capacidad de pago) tuvieron un rol importante en la asignación de una calificación por parte de Standard & Poor's y Moody's.
- Un estudio similar realizado por Kaminsky y Schmukler (2002) concluyó que los cambios en las calificaciones soberanas de deuda y los cambios en la perspectiva afectan significativamente los mercados financieros principalmente de las economías emergentes, afectando no sólo el instrumento que se califica (bonos) sino también al mercado accionario. Los autores demuestran que cuando las calificaciones disminuyen, el diferencial en los rendimientos de las tasas suele aumentar como respuesta al cambio de la calificación. Adicionalmente, los autores afirman que los cambios en calificación suelen tener efectos de contagio sobre otros mercados, principalmente sobre los de economías emergentes en una misma región y éstos suelen ser más evidentes en periodos de crisis.

- Ismailescu y Kazemi (2012) probaron que los anuncios de acción de calificación parecen revelar información nueva que afecta los diferenciales de los *Credit Default Swaps* (CDS)<sup>3</sup> con una reacción más fuerte a eventos positivos. Al igual que las conclusiones a las que llegan Kaminsky y Schumkler, en este estudio Ismailescu y Kazemi afirman que cambios en la calificación pueden desencadenar efectos más evidentes en tiempos de crisis, lo cual sugiere que un cambio de calificación puede interpretarse como una “llamada de atención” para los inversionistas. Asimismo, éstos autores encuentran que las calificaciones pueden contribuir indirectamente al desempeño de los mercados cuando proporcionen información adicional sobre los fundamentos de un país.
- Un estudio realizado por Larrain, Reisen y von Marzlan (1997) para México, cuestiona las acciones de calificación de Standard & Poor’s y Moody’s tras la crisis mexicana de 1994-1995 al preguntarse si éstas tienen un poder predictivo o uno reactivo en el tiempo, y mostraron que un cambio en la evaluación de riesgo por parte de estas dos agencias estuvo precedido por un cambio similar en la evaluación sobre el riesgo soberano hecha por el mercado. Esto hizo que los autores reconocieran que los mercados deben ser cautelosos en sobrestimar el impacto de largo plazo que las calificaciones pueden ejercer sobre la evaluación del riesgo soberano en general.

---

<sup>3</sup> Instrumento de cobertura contra un incumplimiento crediticio.

## VI. DESARROLLO

### 1. ¿Qué son las agencias calificadoras?

Las agencias calificadoras son instituciones independientes cuya función principal es analizar y evaluar la solvencia crediticia de instituciones financieras, empresas y gobierno (emisores), así como de los productos o instrumentos que estos puedan proveer (emisiones). Estas agencias analizan la calidad crediticia evaluando cuál es el riesgo de crédito de los emisores o de los instrumentos que estos proveen y con base en esta evaluación emiten una opinión denominada calificación. Esta opinión o calificación refleja, entre otras cosas, la capacidad que tiene un ente para cubrir su deuda, es decir, analiza la capacidad de pago (el riesgo) que tiene un emisor para cumplir sus obligaciones financieras.

A nivel internacional existen distintas agencias calificadoras que están autorizadas para emitir opiniones formales sobre los emisores que califican. Estas agencias autorizadas forman parte de la Organización de Calificación Estadística Reconocida Nacionalmente (*Nationally Recognized Statistical Rating Organization*, NRSRO, por sus siglas en inglés) que forma parte de la Comisión de Mercados y Valores (*Securities and Exchange Commission*, SEC, por sus siglas en inglés) de Estados Unidos. En 1975, la SEC introdujo el concepto NRSRO como parte de un cambio importante en la regulación sobre calificaciones crediticias. Inicialmente Moody's, Fitch y Standard & Poor's eran las únicas agencias autorizadas dentro de este marco regulatorio. Las NRSROs fueron reconocidas por el personal de la Comisión de Mercados y Valores de Estados Unidos hasta el año 2006 cuando el Congreso de este país aprobó la Ley de la Agencia de Calificación Crediticia. Con esto, se otorgó a la Comisión de Mercados y Valores de Estados Unidos la autoridad para establecer un programa de registro y supervisión de las agencias de calificación crediticias registradas como NRSRO. Posteriormente, en 2010 el Congreso de Estados Unidos aprobó la *Ley Dodd-Frank* como parte de la reforma de *Wall Street* y Protección al Consumidor, la cual mejoró la supervisión de la regulación de las NRSRO.

Actualmente, existen ocho agencias calificadoras que emiten opinión crediticia sobre el soberano de México y algunas de sus emisiones: Fitch Ratings, Moody's, Standard

& Poor's, DBRS, HR Ratings, JCR, R&I Ratings, y NICE Ratings. Estas agencias, con excepción de R&I y NICE, se encuentran en la lista de NRSROs de la SEC. Como se ha indicado anteriormente, el enfoque de esta tesina se centrará en la opinión de Fitch Ratings, Moody's y Standard & Poor's, ya que son estas las que tienen mayor reconocimiento internacional y mayor influencia en los mercados.

## **2. ¿Qué es una calificación?**

Una calificación de riesgo crediticio es una opinión prospectiva sobre la calidad crediticia de un deudor respecto a una obligación financiera específica, una clase u obligaciones financieras específicas, o un programa financiero específico. Una calificación refleja la opinión de las calificadoras sobre la capacidad de pago del deudor y su capacidad para cumplir sus compromisos financieros en tiempo y forma, incorporando la evaluación de todos los factores que pudieran incidir en el pago en un evento de incumplimiento. En este sentido, vale la pena destacar que una calificación soberana, la calificación de riesgo crediticio del gobierno de un estado soberano o país, es la calificación principal que emiten estas agencias y a la que los mercados financieros prestan especial atención. La determinación de una calificación soberana incorpora, además de la evaluación de riesgo crediticio, la evaluación de la situación actual de un país y las expectativas de sus principales variables macroeconómicas y fiscales bajo distintos escenarios. Las calificaciones crediticias son opiniones amplia e internacionalmente reconocidas sobre la confiabilidad de un emisor de deuda para cumplir puntualmente con sus obligaciones y, al ser indicadores que afectan la confianza de los inversionistas, pueden tener un impacto importante en los mercados financieros, incluyendo la capacidad de los emisores de deuda para obtener mejores condiciones de financiamiento.

Una calificación tiene distintas características y se clasifica de distintas formas. La primera diferenciación que debe notarse entre los tipos de calificación de riesgo crediticio es la escala de la que forman parte, es decir, si son calificaciones en escala nacional o en escala global. Por una parte, una calificación crediticia en escala nacional refleja una opinión sobre la calidad crediticia de un emisor o sobre su capacidad general para cumplir con sus obligaciones financieras específicas en un

país determinado y se emplea para evaluar entidades que tienen repercusión en el ámbito local de algún país cuya importancia es relevante para el mercado interno. Por otra parte, las calificaciones en escala global están diseñadas para ser comparables entre distintas industrias, mercados, tipos de obligaciones y zonas geográficas y su objetivo es asignar, desde una perspectiva internacional comparable, el nivel de riesgo crediticio de alguna entidad. Adicional a esta diferenciación en la escala, las calificaciones de riesgo crediticio pueden ser de largo o de corto plazo y pueden estar denominadas en moneda local o moneda extranjera. Las calificaciones en moneda local evalúan la capacidad de una entidad para pagar las obligaciones en la moneda de un país determinado (pesos en el caso de emisores mexicanos), mientras que las calificaciones en moneda extranjera evalúan la capacidad para cumplir con las obligaciones denominadas en otras monedas. En cuanto a su temporalidad, las calificaciones de corto plazo generalmente se asignan a las obligaciones consideradas de corto plazo en el mercado correspondiente (un año), mientras que las de largo plazo abarcan periodos más largos y consideran distintos factores como la probabilidad de pago, la naturaleza, disposiciones y condiciones de obligación, así como la promesa y protección de pago en caso quiebra. Por conveniencia, la calificación que se tomará en cuenta para explicar el perfil de crediticio de México en el desarrollo de esta tesina es la calificación soberana en escala global de largo plazo en moneda extranjera.

### **3. Perspectiva de una calificación**

La perspectiva o tendencia de una calificación (*outlook*) evalúa la dirección potencial que podría tener una calificación de largo plazo en un periodo de mediano plazo, que generalmente abarca de seis meses a dos años. Al asignar una perspectiva a una calificación se toman en cuenta distintos factores como los cambios en las condiciones económicas, de negocios o políticas que pudieran afectar el desempeño del emisor. Es necesario aclarar que una perspectiva no anticipa necesariamente la inclusión de una calificación en el listado de una Revisión Especial (*Credit Watch*) que, de acuerdo con Standard & Poor's, señala una opinión sobre la dirección potencial de una calificación de corto o largo plazo en condiciones especiales o

extraordinarias y se enfoca en eventos identificables y tendencias de corto plazo que causan que las calificaciones se coloquen bajo un tipo de vigilancia especial. En este sentido, las calificaciones pueden ser colocadas en el listado de Revisión Especial si 1) ocurre o se espera que ocurra un evento o desviación de la tendencia esperada sobre el desempeño de un emisor o emisión y cuando se necesita información adicional para evaluar la calificación actual; 2) cuando ocurre un cambio importante en el desempeño de una emisión o emisor pero la magnitud del impacto no se ha determinado y 3) cuando se adopta un cambio en los criterios de calificación que requiera una revisión mayor.

La perspectiva puede considerarse como un complemento o característica de una calificación ya que proporciona una idea respecto a cuál podría ser la tendencia hacia delante de una calificación:

- Una perspectiva positiva indica que existe una alta probabilidad de que la calificación incremente en el mediano plazo.
- Una perspectiva negativa indica que existe una alta probabilidad de que una calificación disminuya en el mediano plazo.
- Una perspectiva estable indica que existe una baja probabilidad de que ocurra un cambio en la calificación en el mediano plazo.

#### **4. Grado de inversión**

El término grado de inversión es utilizado para describir a emisores y emisiones con niveles relativamente elevados de solvencia y calidad crediticia. Por el contrario, el término grado especulativo o de no inversión se refiere a los instrumentos de deuda o emisiones en los que el emisor tiene la capacidad de repagar pero enfrenta incertidumbres importantes como circunstancias financieras o empresariales adversas que podrían afectar su probabilidad de pago. En otras palabras, el grado de inversión indica el grado de confianza que se tiene sobre el emisor y sobre su capacidad para cubrir sus obligaciones de deuda oportunamente.

A pesar de que los términos de grado de inversión o grado especulativo son convenciones del mercado y no implican ninguna recomendación o respaldo por parte de las agencias calificadoras sobre valores específicos con fines de inversión,

la literatura sugiere que, en los mercados financieros, los agentes involucrados sí suelen incorporar esta información en su toma de decisiones dada la información que proporcionan sobre el riesgo de emisores y emisiones o instrumentos en el mercado (Kiff, Nowak y Schumacher, 2012).

## **5. Calificación individual o *Stand Alone***

Los perfiles crediticios de calificación individual o *Stand Alone* reflejan la opinión de las agencias calificadoras respecto a la solvencia crediticia de un emisor en ausencia de una intervención extraordinaria de su matriz, de sus afiliados o en ausencia de su relación con el gobierno y son sólo un componente de una calificación. Las calificaciones individuales o *Stand Alone* no tienen perspectiva y no se colocan bajo el criterio de *Credit Watch* (revisiones especiales de calificación que incorporan la opinión de la agencia respecto a la probabilidad de que ocurra un cambio en la calificación y, en algunos casos, la dirección probable de dicho cambio).

Para describir las calificaciones individuales o *Stand Alone*, las agencias calificadoras emplean un rango de escala que va de 'aaa' a 'd' para el caso de Standard & Poor's y Fitch, y que va de 'aaa' a 'c' para el caso de Moody's. Estos perfiles son paralelos al rango de escala de la calificación crediticia del emisor (ICR, *Issuer Credit Rating*, por sus siglas en inglés). El uso de minúsculas indica el estatus de componente de una calificación más que la calificación en sí, mientras que el uso de los signos "+" y "-" sobre las calificaciones individuales o *Stand Alone* gradúan la escala de la misma manera que los ICR.

El perfil de las calificaciones individuales o *Stand Alone* son útiles para medir el desempeño de un emisor en niveles más desagregados. Es importante mencionar que este tipo de perfiles individuales no se encuentran necesariamente alineados con la calificación soberana del emisor. Más adelante, se mostrarán ejemplos distintos sobre este hecho cuando se expliquen el historial crediticio de las instituciones de la banca de desarrollo y de Pemex. Se explicará cómo el perfil *Stand Alone* de las instituciones que conforman la banca de desarrollo se encuentra alineado con la calificación soberana de México debido a que su estatus financiero, incluso sin el apoyo del gobierno mexicano al cual podrían incurrir en caso de estrés financiero, es

sano y les permitiría cumplir con sus obligaciones financieras en tiempo y forma. Por el contrario, la situación del perfil *Stand Alone* de Pemex muestra un desempeño opuesto al de las instituciones de la banca de desarrollo mexicana. Esto responde a que la compañía tiene un perfil financiero débil que requiere apoyo constante del gobierno por lo que, sin dicho apoyo, Pemex se encontraría en dificultades aun más graves para sostenerse.

## **6. ¿Cómo se determina una calificación crediticia?**

Las agencias calificadoras tienen, en general, procesos similares para determinar las calificaciones que asignarán a los emisores y sus emisiones o instrumentos en un evento de acción de calificación. Las calificaciones crediticias se determinan mediante un proceso de decisión por Comité en el que intervienen analistas que evalúan toda la información que tienen disponible respecto al emisor o emisión para tomar una decisión sobre cuál es el nivel de calificación que más se ajusta a la información que tienen disponible.

En general, los procesos que las agencias calificadoras utilizan para determinar una calificación son estandarizados y comienzan con la solicitud del emisor a la calificadora para emitir su opinión (calificación). Posterior a esta solicitud, las agencias calificadoras revisan la factibilidad de proveer una calificación al emisor en cuestión. Después de haber determinado que emitir una opinión para dicho emisor es factible, las agencias proceden con una evaluación inicial en la que se asignan tareas a los analistas involucrados con el propósito de valorar el desempeño del emisor o de alguna emisión. Dentro de esta primera evaluación ocurren distintas actividades que van desde la revisión de documentos hasta reuniones entre la calificadora y el emisor. Una vez recabada toda la información, los analistas proceden con la preparación de un análisis más amplio y del material de apoyo que utilizarán durante las sesiones de reunión del comité de calificación. Tras recibir esta información, el comité evalúa la información presentada por los analistas y vota para determinar el nivel de calificación más adecuado para el emisor. Este nivel de calificación es arrojado por modelos particulares que cada agencia calificadora ha desarrollado. Dichos modelos, a los que Fitch otorga el nombre de Modelos de

Calificación Soberana (MCS), incorporan las distintas variables o determinantes relevantes para evaluar el desempeño del emisor. Sin embargo, es necesario mencionar que el resultado arrojado por el MCS no establece necesariamente el nivel de calificación final que será asignado al emisor. Esto se debe a que las agencias calificadoras suelen hacer un ajuste cualitativo que permite adaptarle al resultado del MCS los factores que no fueron enteramente cuantificables o que el mismo MCS no logró reflejar. En el caso de Fitch, por ejemplo, el MCS es un modelo de regresión múltiple que incorpora variables basadas en promedios acumulados de tres años, incluyendo uno de proyección para simular la calificación internacional de largo plazo en moneda extranjera. Moody's sigue un proceso similar, mientras que Standard & Poor's, asigna una ponderación que va de 1 (más fuerte) a 6 (más débil) a los factores que incorpora en su modelo y trata de ubicar el resultado dentro de una tabla de rangos indicativos que mostrará un nivel de calificación. No obstante, si el resultado que arroja el modelo no logra ubicarse dentro dichos rangos, los analistas realizan un ajuste suplementario para poder ubicar el resultado en el nivel de calificación más adecuado.<sup>4</sup>

Una vez determinada la calificación final, la agencia calificadora notifica al emisor el resultado, para luego proceder con la publicación oficial del comunicado sobre la acción de calificación. En este producto final, la agencia presenta la acción de calificación que se ha hecho sobre un emisor o emisión y expone las principales razones que motivaron el resultado (*rationale*), indicando el nivel de calificación y la perspectiva asignados.

Es necesario mencionar que la composición de un comité de calificación y los procesos que estos siguen internamente dependen de la naturaleza y la complejidad de la acción de calificación crediticia para cada caso. Además, es de suma importancia tener en cuenta que los emisores hacen un pago monetario a las agencias calificadoras para que estas puedan evaluarlos.

---

<sup>4</sup> Cada comunicado de acción de calificación de Fitch y Standard & Poor's suele incluir una breve descripción de la metodología que emplean para determinar una calificación, mientras que Moody's publica la información sobre su metodología en documentos separados (véase *Moody's Rating Symbols and Definitions*).

## VII. PRINCIPALES AGENCIAS CALIFICADORAS

### 1. Fitch Ratings

Tabla 1. Escala de Fitch Ratings

FITCH RATINGS	
<p>Proveedor global de calificaciones crediticias, comentarios e investigación cuyas matrices principales se encuentra en Nueva York y Londres. Fue fundada en 1914 y junto con las subsidiarias <i>Fitch Solutions</i> y <i>Fitch Learning</i> forman parte del grupo Fitch. Las calificaciones crediticias que ofrece esta agencia describen la capacidad de los emisores para cumplir con sus obligaciones de deuda. Las calificaciones e información que generan están disponibles para los inversionistas con el propósito de ayudarles a comprender el nivel de riesgo asociado con inversiones particulares.</p>	
<b>La más alta calidad crediticia</b>	
AAA	Se asigna solamente en caso de que exista una fuerte capacidad para hacer frente a las obligaciones financieras. Dicha capacidad sería poco afectada por eventos futuros previstos.
<b>Muy alta calidad crediticia</b>	
AA	Indica que existe una fuerte capacidad para hacer frente a las obligaciones financieras. Dicha capacidad no es significativamente afectada por los eventos futuros previstos.
<b>Alta calidad crediticia</b>	
A	Denota expectativas de bajo riesgo de incumplimiento y que existe una fuerte capacidad para hacer frente a las obligaciones financieras. Sin embargo, esta capacidad puede ser más vulnerable a condiciones comerciales o económicas adversas.
<b>Buena calidad crediticia</b>	
BBB	Las expectativas de riesgo de incumplimiento son actualmente bajas y la capacidad de pago de obligaciones financieras es adecuada. Sin embargo, condiciones comerciales o económicas adversas son más propensas a afectar esta capacidad.
<b>Especulación</b>	
BB	Indica una elevada vulnerabilidad de riesgo de incumplimiento, particularmente en eventos adversos de cambios en las condiciones comerciales o económicas sobre el tiempo. Sin embargo, existe flexibilidad comercial o financiera que respalda el servicio de los compromisos financieros.
<b>Alta especulación</b>	
B+	Indica la existencia de riesgo de incumplimiento material, pero se mantiene un margen de seguridad limitado. La capacidad de pago continuo es vulnerable al deterioro en el entorno comercial y económico.
<b>Substancial riesgo crediticio</b>	
CCC	El incumplimiento es una posibilidad real.
<b>Altos niveles de riesgo crediticio</b>	
CC	El incumplimiento es algo que parece probable.
<b>Cerca de quiebra</b>	
C	El proceso de incumplimiento ha empezado o el emisor ha suspendido sus pagos. La capacidad de cumplimiento de obligaciones se ve irrevocablemente deteriorada.
<b>Quiebra restrictiva</b>	
RD	Indica un emisor que ha experimentado un incumplimiento de pago no garantizado o un canje de deuda en dificultades por un bono, préstamo y otra obligación financiera importante, si bien no se ha declarado en bancarota o declaración similar y tampoco ha dejado de funcionar.
<b>Quiebra</b>	
Default	Indica que el emisor se ha declarado en bancarota, administración, administración judicial, liquidación u otro procedimiento formal de liquidación o que ha cesado su actividad.

\* Las calificaciones pueden incluir '+' o '-' para indicar estatus relativo dentro de una categoría

## 2. Moody's

Tabla 2. Escala de Moody's

MOODY'S	
Proveedor de calificaciones crediticias de los más antiguos en el mercado. Genera investigación y análisis de riesgos con el compromiso de contribuir con un desempeño de los mercados financieros más transparente e integrado. El primer sistema de calificaciones de Moody's Investor Service fue originalmente creado en 1909 por John Moody y desde entonces ha evolucionado como de acuerdo con las necesidades de los mercados de capitales. Moody's Inverstor Service y Moody's Analytics forman parte de Moody's Corporation.	
Aaa	Las obligaciones con calificación AAA son las de mejor calidad y las que tienen el menor riesgo crediticio.
Aa	Indica que las obligaciones son de alta calidad y están sujetas un bajo nivel de riesgo crediticio.
A	Indica que las obligaciones se consideran de grado medio alto y están sujetas a un bajo riesgo crediticio.
Baa	Indica que las obligaciones se consideran de grado medio y están sujetas a un riesgo de crédito moderado y, como tales, pueden poseer ciertas características especulativas.
Ba	Indica que las obligaciones se consideran especulativas y están sujetas a un riesgo crediticio sustancial.
B	Indica que las obligaciones se consideran especulativas y están sujetas a un alto riesgo crediticio.
Caa	Indica que las obligaciones se consideran especulativas, de mala reputación y están sujetas a un riesgo crediticio muy alto.
Caa	Indica que las obligaciones son altamente especulativas y es probable que estén en incumplimiento o muy cerca de éste con alguna posibilidad de recuperar el capital y los intereses.
C	Indica que las obligaciones son las más bajas y generalmente están en incumplimiento, con pocas posibilidades de recuperar el capital o los intereses.

\*Las calificaciones pueden incluir 1, 2, o 3 niveles intermedios para indicar estatus relativo

### 3. Standard & Poor's

Tabla 3. Escala de Standard & Poor's

STANDARD & POOR'S	
Organización con más de 150 años de experiencia, líder como proveedora de calificaciones crediticias. Cuenta con más de 1 millón de calificaciones entre corporaciones, gobiernos, entidades del sector financiero y valores y tiene presencia en 28 países. Para emitir una calificación crediticia los analistas, gerentes y economistas de S&P evalúan los factores y tendencias que pueden afectar la solvencia de las entidades. En sus análisis incluyen la situación financiera de la entidad, el análisis de la industria y la situación económica regional y mundial.	
AAA	Indica una capacidad extremadamente fuerte para cumplir con sus obligaciones financieras.
AA	Indica una capacidad muy fuerte para cumplir con sus obligaciones financieras.
A	Indica una capacidad fuerte para cumplir con sus obligaciones financieras, pero ésta es algo susceptible a condiciones económicas adversas y cambios en circunstancias.
BBB	Capacidad adecuada para cumplir con sus obligaciones financieras, pero mas sujeto condiciones económicas adversas.
BBB-	La capacidad de pago es adecuada pero condiciones económicas adversas pueden afectarla en mayor medida.
BB+	Vulnerable a riesgo de incumplimiento en un contexto adverso.
BB	Esta calificación es considerada la menos vulnerable en el corto plazo, pero enfrenta gran incertidumbre respecto a condiciones adversas de negocios, financieras y económicas.
B	Esta calificación es más vulnerable a las condiciones adversas económicas, comerciales y financieras, pero en el momento tiene la capacidad para hacer frente a sus obligaciones financieras.
CCC	Señala una vulnerabilidad en el momento y la dependencia de condiciones favorables de negocios, financieras y económicas para cumplir con sus obligaciones financieras.
CC	Calificación altamente vulnerable. Si bien la quiebra no ha ocurrido todavía, existe la expectativa de incumplimiento.
C	Altamente vulnerable a la falta de pago y contempla que una existe una baja probabilidad de recuperación.
D	Esta calificación denota el inminente incumplimiento de pago de una obligación financiera o el incumplimiento de una promesa imputada. También se usa cuando se ha presentado una solicitud de bancarrota o se han tomado declaraciones similares.

\* Las calificaciones pueden incluir '+' o '-' para indicar estatus relativo dentro de una categoría

#### 4. Comparación de escalas de calificación

Como se observa en los cuadros anteriores, las tres principales agencias calificadoras tienen una escala propia para establecer una calificación. No obstante, en la práctica, estas escalas son comparables entre sí. Esto quiere decir que cada nivel (notch) de calificación en escala de Moody's tiene un equivalente en la escala de Fitch y Standard & Poor's. Asimismo, las tres dividen su escala de calificaciones en niveles con grado de inversión y niveles sin grado de inversión (especulación). Como se ha mencionado anteriormente, esta división es importante pues marca el límite de la capacidad mínima de pago en la que puede incurrir un emisor, algo que anteriormente ya se ha explicado. El comparativo entre escalas de calificación de cada agencia se muestra en la siguiente tabla:

#### 5. Otras agencias calificadoras

Tabla 4. Comparativo de escalas de calificación

Grados de Riesgo	Escala Global			Escala Nacional*		
	Standard & Poor's	Moody's	Fitch	Standard & Poor's	Moody's	Fitch
Inversión	AAA	Aaa	AAA			
	AA+	Aa1	AA+			
	AA	Aa2	AA			
	AA-	Aa3	AA-	mxAAA	Aaa.mx	AAA(mex)
	A+	A1	A+	mxAA+	Aa1.mx	AA+(mex)
	A	A2	A	mxAA	Aa2.mx	AA(mex)
	A-	A3	A-	mxAA-	Aa3.mx	AA-(mex)
	BBB+	Baa1	BBB+	mxA+	A1.mx	A+(mex)
	BBB	Baa2	BBB	mxA	A2.mx	A(mex)
BBB-	Baa3	BBB-	mxA-	A3.mx	A-(mex)	
Especulación	BB+	Ba1	BB+	mxBBB+	Baa1.mx	BBB+(mex)
	BB	Ba2	BB	mxBBB	Baa2.mx	BBB(mex)
				mxBBB-	Baa3.mx	BBB-(mex)
	BB-	Ba3	BB-	mxBB+	Ba1.mx	BB+(mex)
				mxBB	Ba2.mx	BB(mex)
				mxBB-	Ba3.mx	BB-(mex)
	B+	B1	B+			
	B	B2	B			
	B-	B3	B-			
	CCC	Caa	CCC	mxB+	B1.MX	B+(mex)
	CC	Ca	CC	mxB	B2.MX	B(mex)
	C	C	C	mxB-	B3.MX	B-(mex)
				mxCCC	Caa1.mx	CCC(mex)
				mxCCC	Caa2.mx	CC(mex)
	D	D	D	mxCC	Caa3.mx	C(mex)
			e inferiores	Ca.mx, C.mx e inferiores	e inferiores	

\* Los grados de inversión y especulación en escala nacional no están alineados con los ratings en escala global  
 ---  
 Grado de inversión

Las agencias calificadoras que a continuación se describen también asignan calificación al soberano de México. Sin embargo, la relevancia que tienen para los mercados es mucho menor a la que tienen las tres principales agencias calificadoras descritas en las tablas anteriores.

**Tabla 5. Otras agencias calificadoras**

<b>Otras agencias calificadoras</b>	
<b>DBRS</b>	Agencia calificadora canadiense que tiene presencia en Toronto, Nueva York, Chicago, Ciudad de México, Londres y Frankfurt. La calificadora busca diferenciarse en el mercado por su enfoque en el pragmatismo sobre de la mecanización de factores para proporcionar análisis profundo. Actualmente, DBRS es la cuarta calificadora más grande a nivel internacional, lo que le permite ser suficientemente ágil para responder a las necesidades de sus clientes en los mercados locales. Por lo anterior, la calificadora no busca tener presencia a nivel mundial sino ser un jugador líder por sus calificaciones dentro de mercados específicos, lo cual complementa con la generación de opiniones e investigaciones en los mercados donde decide participar.
<b>HR Ratings</b>	HR Ratings es una calificadora mexicana fundada en 2007 que ha experimentado un crecimiento acelerado. En 2012, se convirtió en la primera calificadora latinoamericana certificada por la SEC para calificar valores gubernamentales en EEUU y en 2014 fue certificada por la Autoridad Europea de Valores y Mercado ( <i>European Securities and Markets Authority</i> , ESMA por sus siglas en inglés) para calificar valores en Europa. Entre las calificaciones emitidas por esta agencia se incluyen los sectores de Finanzas Públicas, Corporativas, Instituciones Financieras e Infraestructura en México. Las calificaciones de HR proporcionan opiniones integrales y transparentes y sus calificaciones incorporan tres elementos principales: un análisis dinámico y a futuro, un seguimiento constante y una total transparencia de la metodología.
<b>JCR</b>	La Agencia de Calificación Crediticia de Japón (JCR), fundada en 1985, es una proveedora de calificaciones crediticias líder en Japón por su experiencia en el análisis de riesgo. Actualmente la compañía sigue la calificación de aproximadamente el 60% de las emisiones públicas en Japón, lo que demuestra la sólida confianza del mercado en sus opiniones. Además, JCR es la única calificadora japonesa certificada por la SEC, lo que se vuelve relevante en el mundo financiero globalizado.
<b>R&amp;I</b>	Rating and Investment Information, Inc. es una agencia calificadora con valor de capitalización de 588 millones de yenes con base en Tokyo. Entre las principales actividades de la calificadora destaca la emisión de calificaciones crediticias, la investigación y el análisis sobre los mercados financieros. Esta agencia también da consultoría sobre los fondos de pensiones y evalúa la solvencia de distintas entidades. Actualmente la compañía emite calificaciones a corporaciones, instituciones financieras, gobiernos locales, empresas públicas y de inversión y soberanos.
<b>NICE RATINGS</b>	NICE Group se fundó en Corea en 1986 como un servicio de información crediticia que se ha expandido a otras áreas financieras como el servicio de cajeros automáticos, terminales de tarjetas de crédito y manejo de activos. Actualmente, NICE es la única calificadora en Corea. La calificadora cuenta con una base de datos de 4.2 millones de empresas y está comprometida con proporcionar evaluaciones profesionales y confiables para las emisoras e inversionistas. La calificadora se basa en técnicas financieras científicas, sistemáticas y vanguardistas para emitir su opinión sobre las emisiones.

## VIII. CALIFICACIÓN SOBERANA DE MÉXICO

La calificación de la deuda soberana de México se ha modificado en distintas ocasiones durante los últimos años. Si bien entre 2013 y 2014 las tres principales agencias mejoraron la calificación de largo plazo de México como resultado de una evaluación positiva sobre el desempeño macroeconómico y financiero del país, en 2019 éstas actualizaron su opinión sobre tal desempeño debido a que los factores que anteriormente impulsaron la mejora en la calificación se modificaron. Para ilustrar esto, a lo largo de este apartado se hará el análisis de cuáles fueron los factores que influyeron en acciones de calificación favorables en el periodo 2012-2018 y cómo el cambio en ellos llevó a nuevas revisiones durante 2019.<sup>5</sup>

La razón de seleccionar este periodo responde a que los cambios estructurales que la administración de Enrique Peña Nieto implementó fueron la base para que las agencias calificadoras elaborarán una nueva evaluación sobre el perfil del México, lo cual se vio reflejado en cambios positivos sobre la calificación soberana. De manera complementaria se analizarán las acciones de calificación durante 2019 con el propósito hacer una comparación entre el nivel de calificación al cierre de la administración 2012-2018 con el primero del Andrés Manuel López Obrador, quien tomó posesión el 1 de diciembre de 2018. Este contraste permitirá observar cómo las decisiones tomadas en cada administración se vieron reflejadas en las distintas acciones de calificación para México. En este sentido, el historial de las calificaciones de deuda soberana para México muestra cómo el perfil y las condiciones de la economía mexicana a través de los años se han reflejado en los distintos niveles de calificación soberana.

De las tres principales agencias calificadoras, Fitch fue la primera agencia en incrementar la calificación soberana de México durante el periodo 2012-2018 el 8 de mayo de 2013 (Tabla 6). En el comunicado de dicha acción de calificación, Fitch reconoció que la estabilización de la producción de petróleo y la reducción de la violencia relacionada con las drogas disminuyeron las preocupaciones que la agencia tuvo previamente respecto a estos temas. Esta calificadora señaló que la perspectiva

---

<sup>5</sup> Es necesario aclarar que las agencias calificadoras han revisado la calificación de México en algunas ocasiones en lo que va en 2020. Sin embargo, como se ha explicado en secciones anteriores, esta tesina está limitada al periodo 2012-2019.

estable fue un reflejo de la evaluación sobre los riesgos para la calificación soberana de México que, en ese momento se encontraban, en lo general, balanceados.

**Tabla 6. Historial crediticio de Fitch**

Largo Plazo			Corto Plazo	
Fecha	Calificación		Fecha	Calificación
15-abr-20	BBB-	(estable)	15-abr-20	F3
13-dic-19	BBB	(estable)	13-dic-19	F2
05-jun-19	BBB	(estable)	05-jun-19	F2
31-oct-18	BBB+	(negativa)	31-oct-18	F2
16-mar-18	BBB+	(estable)	16-mar-18	F2
03-ago-17	BBB+	(estable)	03-ago-17	F2
09-dic-16	BBB+	(negativa)	09-dic-16	F2
08-may-13	BBB+	(estable)	19-sep-07	F2
23-nov-09	BBB	(estable)	15-ene-02	F3
10-nov-08	BBB+	(negativa)	26-oct-95	B
19-sep-07	BBB+	(estable)		
29-mar-07	BBB	(positiva)		
07-dic-05	BBB	(estable)		
15-ene-02	BBB-	(estable)		
03-may-00	BB+	(estable)		
11-abr-00	BB	(positiva)		
30-ago-95	BB	(estable)		

Posteriormente, el 19 de diciembre de 2013, Standard & Poor's incrementó la calificación soberana de México de BBB a BBB+ (Tabla 7), apoyando su decisión en la aprobación de la enmienda constitucional para abrir el sector energético a la inversión privada, una evaluación similar a la realizada por Fitch. Standard & Poor's mencionó en su comunicado que esta acción reflejaba el historial de cautelosas políticas fiscales y monetarias de México que contribuyeron con un menor déficit gubernamental y una menor inflación, lo cual, al mismo tiempo, logró reforzar la resiliencia económica y contuvo los niveles de deuda tanto internos como externos. La perspectiva de la calificación otorgada por Standard & Poor's a esta calificación también fue estable y reflejó el balance entre los retos de la efectividad de la implementación de las reformas para los años 2014 y 2015 con los beneficios potenciales que estas reformas traerían para México.

**Tabla 7. Historial de S&P**

Largo Plazo			Corto Plazo		
Fecha	Calificación		Fecha	Calificación	
26-mar-20	BBB	(negativa)	26-mar-20	A-2	(negativa)
19-dic-19	BBB+	(negativa)	19-dic-19	A-2	(negativa)
01-mar-19	BBB+	(negativa)	01-mar-19	A-2	(negativa)
02-mar-18	BBB+	(estable)	02-mar-18	A-2	(estable)
18-dic-17	BBB+	(estable)	18-jul-17	A-2	(estable)
18-jul-17	BBB+	(estable)	18-jul-17	A-2	(estable)
23-ago-16	BBB+	(negativa)	23-ago-16	A-2	(negativa)
19-dic-13	BBB+	(estable)	19-dic-13	A-2	(estable)
12-mar-13	BBB	(positiva)	12-mar-13	A-2	(positiva)
09-jul-12	BBB	(estable)	09-jul-12	A-2	(estable)
28-jul-11	BBB	(estable)	28-jul-11	A-3	(estable)
14-dic-09	BBB	(estable)	14-dic-09	A-3	(estable)
11-may-09	BBB+	(negativa)	11-may-09	A-2	(negativa)
08-oct-07	BBB+	(estable)	08-oct-07	A-2	(estable)
02-jul-07	BBB	(positiva)	02-jul-07	A-3	(positiva)
03-nov-05	BBB	(estable)	03-nov-05	A-3	(estable)
01-nov-05	BBB	(estable)	01-nov-05	A-3	(estable)
31-ene-05	BBB	(estable)	31-ene-05	A-3	(estable)
07-feb-02	BBB-	(estable)	07-feb-02	A-3	(estable)

En línea con los incrementos de calificación por parte de Fitch y Standard & Poor's, Moody's incrementó la calificación soberana de México un nivel de Baa1 a A3 el 5 de febrero de 2014 (Tabla 8). La decisión de Moody's fue resultado de una evaluación positiva sobre el paquete de reformas estructurales aprobadas en 2013, las cuales fortalecerían el potencial de crecimiento de México y sus fundamentos fiscales en el mediano plazo. Para Moody's estos factores, la aprobación del paquete de reformas manifestaba la voluntad y la capacidad política para cambios que rebasan sus expectativas iniciales y representaba un cambio estructural cuyo impacto sobre la calificación crediticia del país sería favorable debido a que ello incrementaba las expectativas de crecimiento en el mediano plazo. Vale la pena mencionar que Moody's consideró que con lo anterior el perfil crediticio de México se equiparaba con los de dos países que representaban un importante punto de referencia dentro de la categoría A de sus calificaciones (Polonia con A2 y Malasia con A3).

**Tabla 8. Historial de Moody's**

Largo plazo			Corto plazo		
Fecha	Calificación		Fecha	Calificación	
17-abr-20	Baa1	(negativa)	-	-	
05-jun-19	A3	(negativa)	-	-	
11-abr-18	A3	(estable)	-	-	
27-abr-17	A3	(negativa)	-	-	
31-mar-16	A3	(negativa)	-	-	
05-feb-14	A3	(estable)	-	-	
06-ene-05	Baa1	(estable)	-	-	
12-mar-03	Baa2	(positiva)	-	-	
06-feb-02	Baa2	(estable)	29-may-02	S.C.	
04-sep-01	Baa3	(positiva)	06-feb-02	P-2	(estable)
07-mar-00	Baa3	(estable)	09-abr-92	NP	(estable)
10-ago-99	Ba1	(positiva)			
09-jun-99	Ba2	(estable)			
10-feb-99	Ba2	(negativa)			
06-ene-95	Ba2	(estable)			
23-dic-94	Ba2	(estable)			
18-dic-90	Ba2	Asignación			

Reconocer los argumentos que llevaron a las agencias calificadoras a incrementar el nivel de la calificación soberana de México es importante porque determinaron los lineamientos y características del perfil crediticio de México que no sólo las calificadoras sino otros agentes de los mercados financieros continuaron monitoreando hacia adelante. De hecho, tras dichas acciones, la discusión respecto al desempeño de México después de 2013 comenzó a centrarse en la continuidad de la implementación de las reformas estructurales, los resultados mostrados tras su implementación, los que se esperaban de éstas y su impacto sobre la economía mexicana. Existe evidencia que, tras la aprobación del paquete de reformas, los mercados financieros asimilaron positivamente dicho suceso y el peso mexicano mostró una apreciación respecto al dólar pues dio confianza a los inversionistas. Esto también se vio reflejado en un aumento en los flujos de inversión, principalmente en la Inversión Extranjera Directa (IED) (Ver Anexo I).

Como parte del monitoreo al desempeño de México tras la implementación de las reformas estructurales, los mercados comenzaron a poner especial atención al

cumplimiento del proceso de consolidación fiscal en el país dada su importancia en la definición de la trayectoria de deuda, lo cual se convirtió en el determinante principal en la evaluación de la calificación soberana de México por parte de Fitch, Standard & Poor's y Moody's. Lo anterior es sumamente importante pues significa que las agencias calificadoras reconocieron que la estrategia de consolidación fiscal era fundamental para evitar que el nivel de deuda continuara incrementado, y con ello disminuir los riesgos para la sostenibilidad de las finanzas públicas del país. En otras palabras, continuar con el proceso de consolidación fiscal significaba una reducción en la posibilidad de que el gobierno tuviera que recurrir a ajustes extraordinarios para cumplir con sus obligaciones y lograr el equilibrio fiscal, lo cual se convertiría en una vulnerabilidad para la calificación soberana de México.

En 2016, las agencias calificadoras reconocieron que el desempeño de México había cambiado respecto al escenario original que plantearon cuando incrementaron la calificación soberana entre 2013 y 2014 y modificaron la perspectiva de la calificación de estable a negativa. Entre los factores generales que propiciaron ese cambio de perspectiva se incorporó 1) la evaluación de un entorno externo adverso, 2) la incertidumbre generada en el mercado tras la elección de Donald Trump como presidente de Estados Unidos debido a la amenaza de éste por cancelar del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN) y 3) las dudas respecto al logro de la consolidación fiscal dado el estatus financiero de Pemex. En dicha ocasión, fue Moody's la primera calificadora en tomar acción el 31 de marzo de 2016 al disminuir la perspectiva de la calificación de México de estable a negativa debido a dos factores principales (véase nuevamente la Tabla 8). El primero respondió a un moderado desempeño económico y a los factores externos continuos que desafiaron las políticas fiscales del gobierno y los esfuerzos de consolidación fiscal, además del incremento en el riesgo sobre las razones de deuda, las cuales Moody's consideró que no se estabilizarían en el corto plazo. El segundo factor respondió a los pasivos contingentes en la forma de un posible apoyo por parte del gobierno a Pemex dadas las presiones de liquidez de la compañía lo cual, en opinión de Moody's, retrasaría el proceso de consolidación fiscal. Este segundo punto es importante porque muestra

la gran importancia que tiene Pemex para el gobierno federal y la estrecha relación que existe entre ambos.

En este sentido, debido a que la situación financiera de Pemex es uno de los factores principales vinculados con la trayectoria de la deuda de México es pertinente analizar cuál ha sido la relación entre las calificaciones de la compañía con la del soberano de México. Hay que considerar que uno de los argumentos que las agencias calificadoras han empleado al emitir una calificación sobre Pemex es precisamente la relación que la compañía tiene con el gobierno. Es decir, dada la estrecha relación entre ambos, las agencias calificadoras suelen considerar dicho vínculo como un factor favorable y determinante al evaluar el perfil crediticio de México. El argumento detrás de esto está marcado por el hecho de que al ser tan importante para el gobierno, éste siempre proveerá a la compañía el apoyo necesario en casos de estrés financiero, por lo cual representa un gasto para el gobierno federal. Lo anterior ayuda a comprender la razón por la que la calificación de Pemex suele responder a la calificación del soberano de México. Esto sugiere que, en condiciones normales, ambas podrían ubicarse en el mismo nivel. Sin embargo, esta afirmación ha tenido algunas excepciones (Ver Anexo IV). En agosto de 2015, la calificación asignada a Pemex por parte de Moody's se ubicó bajo el criterio de revisión especial (*Credit Watch*). En ese momento ambas calificaciones, la del soberano de México y la de Pemex, se encontraban en el mismo nivel. Cuando la revisión de este criterio concluyó, la calificación de Pemex disminuyó de A3 a Baa1 en noviembre del mismo año. Posteriormente, la calificación de Pemex fue puesta nuevamente bajo *Credit Watch* a principios de 2016, para finalmente ubicarse en el nivel Baa3 en marzo de ese año, en el nivel mínimo requerido para mantener el grado de inversión en escala de Moody's. Mientras esto sucedió, Moody's mantuvo la calificación del soberano de México en el nivel A3 y le asignó una perspectiva negativa para reflejar los retos que supondría el desempeño de Pemex para la calificación soberana en un contexto de crecimiento económico débil y bajos precios del petróleo. Con estos argumentos, Moody's mencionó en el comunicado de acción de calificación sobre México que, hacia adelante, evaluaría el progreso logrado en el proceso de consolidación fiscal y la implementación de recortes al gasto de Pemex para enfrentar las presiones de

liquidez de la empresa. Asimismo, mencionó que la estabilización de la perspectiva del soberano respondería a que se tomaran las medidas necesarias para contener los gastos del gobierno y los pasivos contingentes relacionados con Pemex que permitieran continuar con el proceso de consolidación fiscal de acuerdo con lo planeado, incluso en un entorno de bajo crecimiento.

Contrastando con lo anterior, el nivel de la calificación para Pemex asignado por parte de Standard & Poors y Fitch, se mantuvo en línea con la del soberano de México hasta principios de 2019, si bien la perspectiva de sus calificaciones se modificó en distintas en ocasiones.

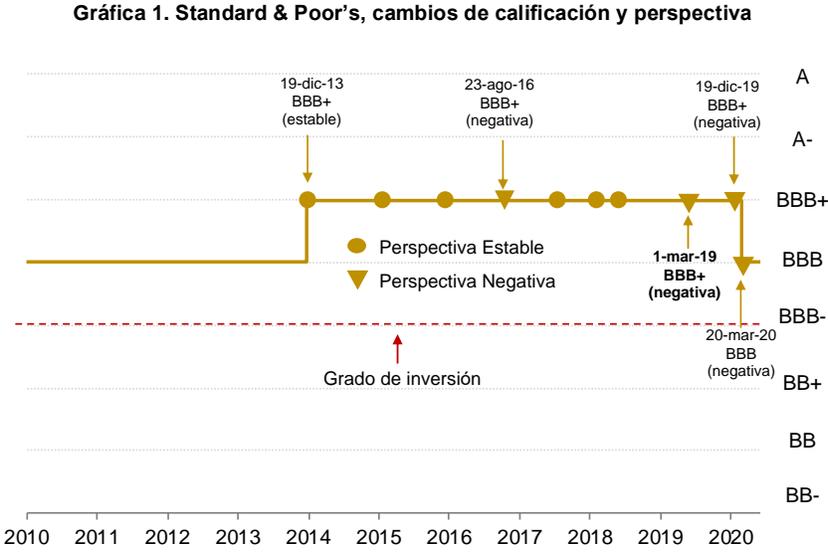
Fitch revisó la perspectiva del soberano de México de estable a negativa el 9 de diciembre de 2016 (Tabla 6). Para esta agencia, la disminución en la perspectiva fue resultado de los riesgos a la baja para el crecimiento de México en los últimos años y de los retos que estos supondrían para la estabilización de la carga de la deuda. Aunado a esto, la agencia consideró que la victoria de Donald Trump como presidente de Estados Unidos incrementaba la incertidumbre económica y la volatilidad de los precios de activos en México debido a la propuesta de renegociación del TLCAN y el endurecimiento de sus medidas de control migratorio. Standard & Poor's, por su parte, disminuyó la perspectiva de la calificación soberana de México el 23 de agosto de 2016 (Tabla 7). Para esta agencia, la revisión de la perspectiva reflejó la posibilidad de que la calificación de México disminuyera en un horizonte de 24 meses a partir de la fecha de esta acción si el nivel de deuda del gobierno o la carga de intereses presentaran un deterioro superior a lo esperado, ya que esto aumentaría la vulnerabilidad de las finanzas públicas de México ante choques adversos.

Señalar el cambio de perspectiva por parte de las tres agencias calificadoras es relevante puesto que, como se ha mencionado, una perspectiva negativa indica que existe una alta probabilidad de que la calificación disminuya en el mediano plazo. Esto quiere decir que, si el desempeño de México en un horizonte de mediano plazo tras el cambio de perspectiva empeoraba, la calificación soberana de México tendría una mayor probabilidad de disminución. Sin embargo, luego de esta evaluación con un tono negativo denotado por la perspectiva, Standard & Poor's y Fitch decidieron estabilizar la perspectiva de la calificación soberana de México el 18 de julio y el 3 de

agosto de 2017, respectivamente, mientras que Moody's lo hizo el 11 de abril de 2018. Estas acciones fueron resultado de una mejora en la percepción del desempeño de las finanzas públicas de México, la expectativa de la estabilización de la carga de la deuda pública y una disminución de los riesgos que amenazaban el crecimiento de México.

El 1 diciembre de 2018, México tuvo un cambio de gobierno. Las declaraciones del nuevo presidente antes de tomar posesión, habían causado preocupación a las agencias calificadoras por el hecho de mencionar su intención para revertir algunas de las reformas estructurales de la administración pasada, si bien esta percepción no tuvo en ese momento impacto directo sobre la calificación soberana de México. Sin embargo, conforme avanzaron las decisiones de la nueva administración, las agencias comenzaron a reevaluar los efectos de sus nuevas propuestas para las calificación soberana de México.

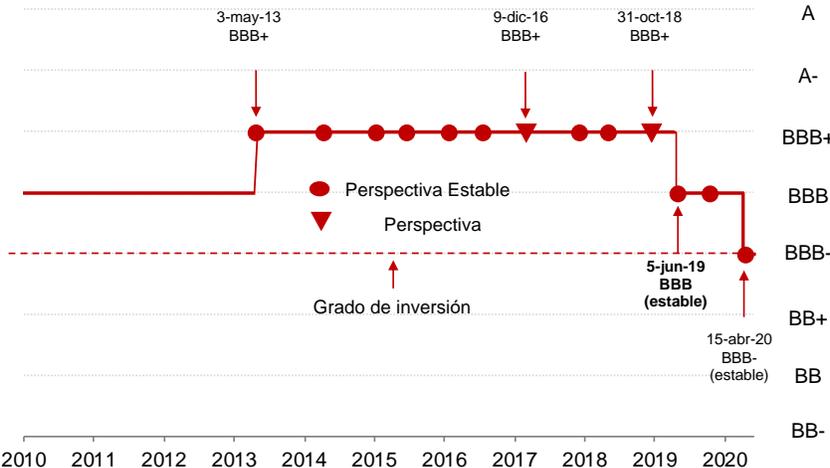
La primera agencia en reflejar su cambio de opinión sobre México tras una reevaluación de las perspectivas de la nueva administración fue Standard & Poor's el 1 de marzo de 2019, al revisar nuevamente la perspectiva de la calificación soberana de México (BBB+ en ese momento) de estable a negativa (Gráfica 1).



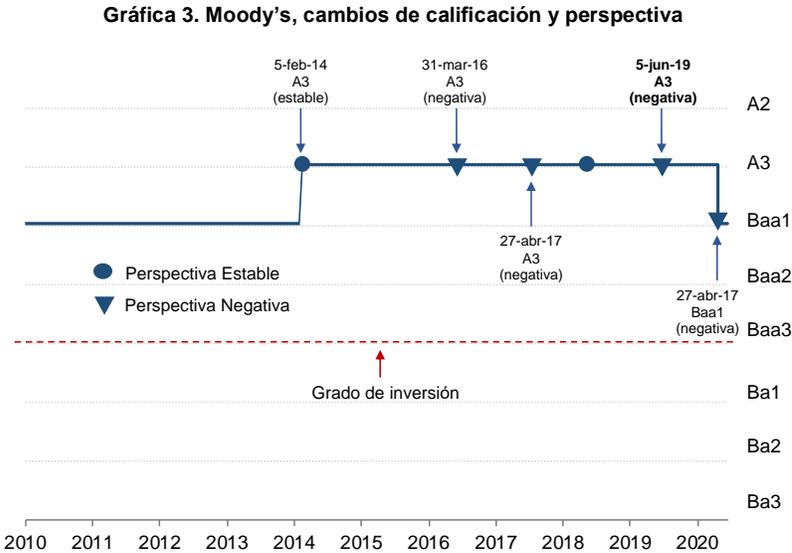
De acuerdo con el comunicado publicado por esta agencia, la acción reflejó el riesgo del cambio en la política del nuevo gobierno para reducir la participación del sector privado en el sector energético, además de otros eventos que la agencia consideró tuvieron una disminución sobre la confianza de los inversionistas, considerando que ello tendría como consecuencia un incremento en el nivel de los pasivos contingentes del país y un deterioro en los prospectos de crecimiento. En la metodología de Standard & Poor's, este cambio en la perspectiva reflejó al menos 1/3 de probabilidad de que la calificación soberana de México se redujera en el horizonte de un año.

En el mismo sentido, Fitch realizó una nueva evaluación sobre la calificación soberana de México el 5 de junio de 2019 al disminuirla un nivel de BBB+ a BBB (Gráfica 2). Para esta calificadora, la disminución en la calificación reflejó la combinación del riesgo al alza para las finanzas públicas del soberano debido al deterioro de Pemex junto con la debilidad continua de la perspectiva macroeconómica, la cual se intensificó con las tensiones comerciales y con el surgimiento de la incertidumbre sobre las nuevas políticas nacionales y las limitaciones fiscales. Es importante mencionar que esta disminución a la calificación soberana fue precedida por una revisión a la baja de la perspectiva, que alertaba ya sobre la incertidumbre política bajo la nueva administración y los crecientes pasivos contingentes de Pemex.

**Gráfica 2. Fitch, cambios de calificación y perspectiva**



El mismo 5 de junio, Moody's revisó la calificación de México, afirmándola en A3 pero modificando su perspectiva de estable a negativa (Gráfica 3). De acuerdo con la percepción de Moody's, el debilitamiento en el marco de política en ese momento afectó la confianza de los inversionistas, generando implicaciones negativas tanto para el crecimiento como para la trayectoria de la deuda de México.



Posterior a estas acciones, Standard & Poor's y Fitch revisaron nuevamente la calificación de México a finales de 2019, mientras que Moody's no realizó ninguna acción adicional. Con el propósito de mostrar cuál fue la opinión de las calificadoras sobre el desempeño de México al cierre de 2019 (comparativo en el Anexo II), se describen a continuación las últimas acciones de calificación sobre el soberano de México de Standard & Poor's y Fitch y se añade la Moody's, quien sólo realizó una acción sobre la calificación soberana de México durante el 2019 (la del 5 de junio mencionada anteriormente). Estas descripciones resultaron útiles para tener una intuición sobre los factores que el mercado continuaría evaluando hacia 2020 sobre el desempeño de México y fueron útiles también para tener una buena idea sobre la dirección hacia la cual éstos podrían moverse si los determinantes incorporados en la evaluación de estas agencias calificadoras sobre México continuaran modificándose.

Al respecto, es necesario mencionar que pudiera suceder que se dieran eventos extraordinarios que modificaran el panorama para México hacia adelante, independientemente de los factores que normalmente se incorporan durante las revisiones a la calificación<sup>6</sup>.

## **1. Últimas acciones de calificación al cierre de 2019**

### **1.1 Standard & Poor's**

Acción: Afirmación de la calificación BBB+ y de la perspectiva negativa (19-dic-19)

- Principales factores que motivaron la acción sobre la calificación
  - La afirmación de la calificación BBB+ reflejó el equilibrio de la democracia en México que había logrado mantener estabilidad política a pesar de que no ser capaz de crear un dinamismo económico como lo han hecho otras economías emergentes.
  - El historial de moderado crecimiento económico de país que ha reflejado el esfuerzo de años de políticas fiscales y monetarias cautelosas, así como un régimen de tipo de cambio flexible que logró mantener la confianza de los inversionistas y la estabilidad económica, a pesar de la incertidumbre del entorno global.
- Factores que contribuyeron con la acción sobre la perspectiva
  - La opinión de que existe una probabilidad de reducción de calificación en el horizonte de un año.
  - La perspectiva negativa fue el reflejo de señales mixtas provenientes de las decisiones de política del primer año de la nueva administración, particularmente las del sector energético.
  - En la evaluación de la perspectiva, Standard & Poor's consideró también que existe el riesgo de no lograr un crecimiento balanceado para las distintas regiones de México.

---

<sup>6</sup> Esta aclaración resulta pertinente pues como se sabe, las acciones más recientes por parte de las agencias calificadoras en lo que va de 2020 han sido el resultado de una reevaluación completa del perfil crediticio de México, en un contexto en el que éste ha sido severamente afectado por la pandemia del COVID-19. Como se estableció en los objetivos de esta tesina, el propósito de ésta es el análisis del periodo 2012-2018 y su comparación con los 12 meses de 2019.

- Sensibilidad de la calificación
  - Al alza: la estabilización de la perspectiva o una mejora en la calificación resultarían de una gestión económica efectiva que mantuviera un déficit fiscal moderado, que impulsara la inversión y que mejorara la confianza de los inversionistas. Esto tendría que acompañarse de la contención de los pasivos contingentes por parte de las compañías de energía propiedad del Estado.
  - A la baja: la ausencia de señales de una sólida mejora en la trayectoria de crecimiento y los incrementos en los pasivos contingentes del sector energético, ya que esto debilitaría las finanzas públicas y el perfil crediticio de México.

## 1.2 Fitch

Acción: Afirmación de la calificación BBB y de la perspectiva estable (13-dic-19)

- Principales factores que motivaron la acción sobre la calificación
  - De acuerdo con Fitch, este nivel de calificación está respaldado por la diversificación de la economía y el historial de políticas económicas disciplinadas que han contribuido con la estabilidad económica y contenido los desequilibrios. Si bien la agencia señala que algunas de las decisiones de la administración de López Obrador resultaron polémicas durante 2019, las elecciones de política macroeconómica durante ese año fueron relativamente ortodoxas.
  - Dichas fortalezas contrarrestaron en ese momento las limitantes de las calificaciones de México, incluyendo su crecimiento económico moderado y por debajo de la media para los países con calificación BBB, los bajos ingresos fiscales y la limitada penetración crediticia.
- Factores que contribuyeron con la acción sobre la perspectiva
  - Al revisar la calificación de BBB+ a BBB en junio de 2019, Fitch asignó perspectiva estable para balancear el cambio de calificación. En la acción de calificación esta acción de diciembre de 2019, la afirmación de la perspectiva

reflejaba mismo hecho, con la advertencia de que cambios o un debilitamiento de marco de política económica podrían deteriorar tanto la perspectiva como la calificación.

- Sensibilidad de la calificación
  - Al alza: la mejora en las perspectivas de crecimiento e inversión, respaldadas por políticas macroeconómicas creíbles, la disminución en la carga de la deuda por parte de Pemex, así como como de sus pasivos contingentes, y la mejora en los indicadores de gobernanza.
  - A la baja: la debilidad en la consistencia y credibilidad del marco de política macroeconómica, el incremento de la deuda del gobierno y el deterioro en los indicadores de gobernanza.

### **1.3 Moody's**

Acción: Afirmación de la calificación A3 y cambio de perspectiva de estable a negativa (5-jun-19)

- Principales factores que motivaron la acción sobre la calificación
  - Las afirmación de la calificación de México consideró, por un lado, la extensa y diversificada economía del país, su elevada fortaleza fiscal y la baja susceptibilidad a eventos de riesgo en ese momento. Por el otro, los desafíos relacionados con las débiles tasas de crecimiento, la debilidad institucional comparada con sus pares de calificación y el gran sector informal.
  - En dicho sentido, Moody's consideró que el historial de México para mantener políticas macroeconómicas prudentes le permitió enfrentar choques durante la última década, incluyendo los del precio del petróleo y las renegociaciones del TLCAN, mientras mantuvo la confianza de los inversionistas locales y extranjeros.
- Factores que contribuyeron con la acción sobre la perspectiva
  - La decisión de revisar la perspectiva fue considerada ante una menor predictibilidad de políticas, lo cual afectaría adversamente las perspectivas

de crecimiento económico y supondría riesgos de mediano plazo para la perspectiva fiscal de México.

- Lo anterior se añadió a la opinión de Moody's de que 2019 sería un año difícil para la economía mexicana con riesgos a la baja.

- Sensibilidad de la calificación

- Al alza: un incremento en la calificación resultaba poco probable en el horizonte de un año para Moody's, si bien consideró que la perspectiva pudo estabilizarse con la recuperación de la confianza en la habilidad del gobierno para establecer e implementar políticas predecibles. El único escenario en el que esta agencia consideró que la calificación de México pudo mejorar respondía a un fortalecimiento considerable del balance general del gobierno.
- A la baja: una mayor evidencia de que el crecimiento en el mediano plazo continuara deteriorándose, así como el incremento en el déficit fiscal que ocasionara un incremento de la deuda debido al apoyo financiero a Pemex o por cualquier otro motivo.

Como se mencionó al principio de la tesina, gran parte de la literatura sobre agencias calificadoras muestra evidencia de que existe correlación entre los diferenciales de las tasas de los bonos y el nivel de calificación soberana en el momento del evento (Cantor y Packer, 1996). La importancia de considerar el nivel de la calificación soberana de un país radica precisamente en este hecho porque indica que la asignación de una calificación soberana tiene incidencia en los mercados financieros. Como se sabe, la colocación de liquidez en los mercados y el movimiento de esta dentro ellos es una buena señal para determinar hacia donde se están moviendo los capitales, es decir, puede mostrar señales de hacia donde se está moviendo la inversión. Por ello, establecer un orden en las calificaciones tomando como referencia el grado de inversión es de gran importancia pues influye en la demanda de los instrumentos colocados en el mercado, en particular de los bonos (Kiff, Nowak, y Schumacher, 2012).

Es importante mencionar que la calificación del soberano tiene un peso importante en la determinación de la calificación de las instituciones públicas y las empresas privadas porque ancla las expectativas. Los gobiernos generalmente buscan calificaciones crediticias para facilitar su propio acceso (y el acceso de sus emisiones e instrumentos) a los mercados internacionales de capital, donde muchos inversores prefieren valores calificados sobre valores no calificados de riesgo crediticio aparentemente similar (Cantor y Packer, 1996), es decir, respecto a sus pares de calificación. En este sentido, el que se reafirmen las calificaciones que tiene México con las principales agencias calificadoras y se tenga una perspectiva estable, envía un mensaje positivo a toda la economía en su conjunto, proporcionando certidumbre a todos aquellos que buscan obtener financiamiento bajo condiciones favorables a lo largo del año.

A nivel macroeconómico, la calificación funciona como un indicador que genera certidumbre en los mercados financieros. Una buena calificación no sólo amplía las posibilidades de acceso a financiamiento para el gobierno, también tiene gran importancia para los inversionistas institucionales alrededor del mundo (inversión privada) y para el mercado local. En el pasado, los gobiernos mostraban preferencia por buscar calificaciones de sus obligaciones en moneda extranjera porque éstas eran más atractivas que las ofrecidas en moneda nacional para los inversionistas internacionales. Sin embargo, en los últimos años, los inversionistas han mostrado mayor interés por instrumentos emitidos en monedas diferentes, lo que ha llevado a que más soberanos también obtengan calificaciones de bonos en moneda nacional, si bien las calificaciones en moneda extranjera, siguen siendo las más frecuentes e influyentes en los mercados (Cantor y Packer, 1996). Esto ayuda a explicar por qué las calificaciones soberanas no sólo son importantes para los gobiernos y el capital extranjero, sino también para el mercado nacional. La razón para afirmar esto sigue la misma lógica que para los gobiernos, pues los inversionistas privados también buscan tener opiniones confiables respecto al riesgo crediticio de los emisores que les brinden información sobre la calidad de una emisión y sobre la probabilidad del emisor para cubrir su deuda. En otras palabras, para atraer buenas inversiones es necesario contar una calificación crediticia y ésta debe, además, encontrarse en un

buen nivel. Así, puede comprenderse por qué mantener un orden sobre la calificación y la estabilidad de su perspectiva tiene un efecto importante en el costo de financiamiento tanto para el gobierno como para el capital privado. De aquí la importancia de que los gobiernos deban procurar un desempeño estable que logre reflejarse en la continuidad de una buena calificación y de una perspectiva favorable. Se ha explicado ya que las agencias calificadoras consideran ciertos determinantes durante el proceso de asignación de una calificación, dentro del cual contar con fundamentos macroeconómicos sólidos tienen un gran peso. Comprender esto es fundamental pues permite entender que durante el proceso de asignación de una calificación puede llegar a crearse un mecanismo virtuoso en el que mantener la solidez de los fundamentos macroeconómicos contribuye con la mejora de una calificación y de su perspectiva. Es decir, al contar con una evaluación favorable dichos fundamentos, los niveles de calificación tienden a mejorar o, al menos, a mantenerse estables. Esta permanencia se traduce en lo explicado anteriormente: un mejor acceso al financiamiento en los mercados tanto para los gobiernos como para la atracción de mayor capital. Como se sabe, el componente de inversión es fundamental en las métricas del desempeño de un país por lo que, en última instancia, el conjunto de lo anterior podría traducirse en un mayor crecimiento. Esto implicaría la continuidad o una mejora en las condiciones macroeconómicas, lo cual tendría nuevamente un efecto positivo sobre la evaluación de la calificación.

Para México, lo anterior pudo hacerse evidente con el reconocimiento por parte de Fitch, Standard & Poor's y Moody's de los sólidos fundamentos macroeconómicos del país durante los últimos años, a lo cual se agregaba una expectativa positiva sobre los resultados de la aprobación del paquete de reformas estructurales, la cual logró incrementar la calificación crediticia con una perspectiva estable entre 2013 y 2014. Para los años siguientes, la atención sobre el desempeño de México se centró en la continuidad de la implementación de dichas reformas y de la consolidación fiscal como factores fundamentales para preservar los fundamentos macroeconómicos sólidos. Como se ha descrito, los cambios posteriores en la opinión de las calificadoras sobre la capacidad del gobierno para mantener tales fundamentos, aunada a la expectativa de un menor crecimiento y el impacto de algunos riesgos

(internos y externos), modificaron la perspectiva y la calificación de México en los años siguientes. Esto permite comprender la importancia que tiene mantener el círculo virtuoso que se ha mencionado, pues el manejo responsable de las finanzas públicas y los fundamentos macroeconómicos del país han probado tener cambios positivos en sus niveles de calificación y de su perspectiva.

## **IX. LA BANCA DE DESARROLLO**

De acuerdo con lo establecido por Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV), las instituciones de la banca de desarrollo en México son entidades que forman parte de la Administración Pública Federal y tienen personalidad jurídica y patrimonio propios. Además, están constituidas con el carácter de sociedades nacionales de crédito, cuyo objetivo fundamental es facilitar a personas físicas y morales el acceso al financiamiento, así como proporcionarles asistencia técnica y capacitación en los términos de sus respectivas leyes orgánicas.

Con la Reforma Financiera implementada en 2014 se realizaron algunas modificaciones a las leyes de las instituciones de crédito, las cuales permitieron a las instituciones de la banca de desarrollo tener una mayor autonomía de gestión para facilitar el otorgamiento de créditos. En este sentido es necesario explicar, para fines de esta tesina, que la banca de desarrollo en México tiene una relación estrecha con Estado mexicano, pues a través de sus instituciones, el gobierno se apoya para promover el crecimiento económico mediante el apoyo financiero a empresas productivas. Este hecho demuestra la importancia que tiene la calificación soberana de México para estas instituciones. Actualmente, el sistema de banca de desarrollo mexicano está conformado por las siguientes entidades:

- Nacional Financiera (NAFIN)
- Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos (BANOBRAS)
- Banco Nacional de Comercio Exterior (BANCOMEXT)
- Sociedad Hipotecaria Federal (SHF)
- Banco del Ahorro Nacional y Servicios Financieros (BANSEFI)
- Banco Nacional del Ejército, Fuerza Aérea y Armada (BANJÉRCITO)

Como parte del desempeño de sus funciones, las instituciones de la banca de desarrollo deben mantener su capital garantizado y la sustentabilidad de sus operaciones. Este punto es de suma importancia porque vincula a estas instituciones con el gobierno mediante la garantía de que éste último, en caso de estrés financiero, les otorgará el apoyo financiero necesario. Dicho vínculo es el que las agencias calificadoras toman en cuenta para evaluar el desempeño de las instituciones de la banca de desarrollo, ya que consideran que el apoyo por parte del gobierno está implícito como un factor positivo que otorga certidumbre sobre el desempeño financiero de estas instituciones. Esto quiere decir que las calificaciones asignadas al soberano de México impactan directamente las calificaciones de las instituciones de la banca de desarrollo mexicana. Dado este vínculo, la calificación en escala global de estas instituciones se encuentra en línea con la perspectiva y las calificaciones del soberano de México para el caso de las tres principales agencias calificadoras<sup>7</sup> (Anexo II). No obstante, es necesario destacar que, dentro de la evaluación de las instituciones de la banca de desarrollo, las agencias calificadoras evalúan también el desempeño del perfil individual o *Stand Alone* de estas instituciones. Como se explicó anteriormente, el perfil *Stand Alone* refleja la opinión de las agencias sobre la solvencia crediticia de un emisor en ausencia de una intervención extraordinaria de su matriz, de sus afiliados o en ausencia de su relación con el gobierno. Es decir, la evaluación del perfil *Stand Alone* de estas instituciones excluye el factor apoyo del gobierno mexicano, por lo que el nivel de un *Stand Alone* suele ubicarse por debajo de la calificación soberana. Adicionalmente, las agencias calificadoras asignan calificaciones en escala nacional a estas instituciones para otorgar una opinión sobre ellas dentro del contexto económico mexicano. En este tipo de escala de calificación, las instituciones de la banca de desarrollo mexicana se encuentran en el nivel máximo de escala para las tres principales agencias calificadoras.

La determinación del nivel de calificación en escala global para las instituciones de la banca de desarrollo tiene como antecedente una acción de calificación sobre el soberano de México. La ley orgánica de cada una de estas instituciones expone que

---

<sup>7</sup> Cada agencia califica a un conjunto de instituciones de la Banca de Desarrollo distinto.

existe una garantía que determina que el gobierno mexicano será responsable de las operaciones de dichas instituciones, por lo que la capacidad de soporte del país se refleja en la calificación de cada institución, directamente sobre el grado de inversión. En este sentido, una acción de calificación positiva refleja una mayor certidumbre para quienes busquen el acceso a financiamiento mediante estas instituciones. Otro factor clave que las agencias calificadoras incorporan en su evaluación de desempeño de las instituciones de la banca de desarrollo es el importante rol que tienen para el gobierno mexicano. En términos generales, estas instituciones desempeñan un papel estratégico para el gobierno porque tienen el propósito de cumplir con algunos objetivos de política económica, tales como el acceso a distintos planes de financiamiento e inversión, proyectos de infraestructura, desarrollo de proyectos regionales o de gobiernos locales.

En otras palabras, al existir un vínculo estrecho entre estas instituciones y el gobierno mexicano, las vulnerabilidades a las que se encuentra expuesto este último, influyen también en el desempeño de estas instituciones. En términos de calificaciones soberanas, esto quiere decir que cualquier cambio en las calificaciones de México se verá reflejado directamente en las calificaciones de las instituciones de la banca de desarrollo (sensibilidad de calificación), es decir, un incremento o una disminución en la calificación soberana de México se aplicará en el mismo sentido sobre la perspectiva y la calificación de estas instituciones.

Un factor de gran relevancia en el hecho de poder observar las calificaciones de la banca de desarrollo en el mismo nivel del soberano es la buena situación financiera en la que se encuentran sus instituciones. Considerar este hecho es muy importante porque sugiere que no existen factores lo suficientemente fuertes que comprometan el apoyo que el gobierno federal les daría en caso de estrés financiero.

## X. PETRÓLEOS MEXICANOS (Pemex)

A diferencia de la evaluación que las agencias calificadoras tienen sobre las instituciones de la banca de desarrollo, la opinión sobre Pemex es distinta dada su situación financiera. Si bien el supuesto de que el gobierno mexicano otorgará apoyo a Pemex en caso de estrés financiero se cumple, la situación financiera de esta compañía es muy distinta a la que presentan las instituciones de la banca de desarrollo debido a los graves problemas de liquidez y los elevados niveles de deuda a los que se encuentra sujeta.

Las dificultades financieras de Pemex han causado que su historial crediticio muestre un rezago respecto a la calificación del soberano de México. Al cierre de 2019, el nivel de calificación que Fitch y Moody's asignaron a Pemex difería del nivel de la calificación del soberano, mientras que Standard & Poor's lo mantuvo en el mismo (Anexo IV). Como se ha mencionado anteriormente, Fitch y Standard Poor's revisaron las calificaciones del soberano en dos ocasiones durante 2019, mientras que Moody's sólo lo hizo en una ocasión. Como se ha explicado también, cada acción de cada calificación sobre el soberano de México suele tener un impacto sobre la revisión de Pemex, CFE y las instituciones de la banca de desarrollo, por lo que estas acciones de calificación sobre México fueron seguidas por una sobre Pemex. Las calificadoras habían advertido en ocasiones anteriores sobre la situación financiera de Pemex y, tras el deterioro de esta y de la perspectiva de la calificación soberana de México, Fitch decidió actuar de una manera más severa al revisar la calificación de Pemex, disminuyéndola tres niveles a lo largo de 2019, realizando incluso una acción que no fue precedida por una sobre el soberano (29-ene), mientras que Moody's y Standard & Poor's revisaron la perspectiva a negativa.

La primera acción de Fitch sobre la calificación de Pemex fue una disminución de dos nivel desde BBB+ a BBB- con perspectiva negativa (29-ene), justo en el mínimo requerido para mantener el nivel de grado de inversión. De acuerdo con Fitch, la acción reflejó el continuo deterioro del perfil *Stand Alone* de Pemex, el cual cambió de b- a ccc a causa de los débiles niveles del flujo de efectivo de la compañía y de su subinversión. El cambio del perfil *Stand Alone* a ccc también reflejó un cambio en la percepción de la calificadora sobre el apoyo del gobierno a la compañía, el cual

consideró que cambió de “muy fuerte” a “fuerte”. Según Fitch, esta evaluación consideró que las medidas de apoyo que implementó la nueva administración del gobierno federal, dentro de las que destacó la inyección por 25 mil millones de pesos, no serían suficientes para contrarrestar el deterioro de la compañía. Un argumento adicional sobre el cambio en la calificación es el hecho de que, desde la perspectiva de esta calificadora, el gobierno mostró una lenta reacción en su intento por mejorar el perfil *Stand Alone* de Pemex, con lo cual demostró que no estaba reconociendo la relevancia del perfil financiero de la compañía y su rol estratégico para la deuda soberana del país. Respecto a la perspectiva, Fitch mencionó que ésta reflejaba la posibilidad de un deterioro adicional en el perfil *Stand Alone* de la compañía y sugería que transferencias adicionales por parte del gobierno podrían resultar en un incremento de la deuda, además de que dificultaría las posibilidades de reinversión de capital. La segunda acción fue una disminución a la calificación, la cual respondió a la disminución de la calificación del soberano de México (6-jun). En esta ocasión la disminución fue de un nivel, desde BBB- a BB+ con perspectiva negativa, con lo que Pemex perdió el grado de inversión para Fitch, ubicándose dos niveles por debajo de la calificación soberana. Esto respondió a la debilidad de su perfil *Stand Alone* y a la lenta acción del gobierno para fortalecer su estructura de capital. En la acción de calificación del 29 de enero de 2019, Fitch ya había mencionado que estos factores eran los principales a considerar en la evaluación del desempeño de Pemex. En este sentido, el debilitamiento del perfil individual *Stand Alone* impidió a Fitch reevaluar el vínculo entre el gobierno mexicano y Pemex y su incentivo para apoyar a la compañía como “muy fuerte” y lo mantuvo como “fuerte”. De acuerdo con Fitch, un debilitamiento mayor del perfil individual podría llevar a la calificadora a evaluar el vínculo como “moderado”, lo cual podría resultar en acciones adicionales negativas sobre la de calificación de Pemex, independientemente de las acciones sobre el soberano. Asimismo, la lenta acción por parte del gobierno permitió ver que éste no reconocía del todo la viabilidad del perfil financiero de la compañía y su importancia estratégica para el gobierno y el país.

Standard & Poor's, por su parte, revisó la perspectiva de estable a negativa (4 de marzo) para reflejar la misma acción que tomó sobre el soberano. Para esta

calificadora, la afirmación de la calificación BBB+ continuaba reflejando la opinión de la existencia de una estrecha relación entre el gobierno y Pemex, que supone una probabilidad muy alta de apoyo por parte del gobierno a la compañía en un escenario de dificultades financieras. Para Standard & Poor's, dicha afirmación derivaba de la importancia que Pemex tiene tanto para el gobierno mexicano como para el sector energético. Por el contrario, Standard & Poor's revisó a la baja el perfil *Stand Alone* de Pemex de bb- a b para mostrar que existe un deterioro constante en los perfiles de riesgo y de negocios de la compañía. El cambio en la evaluación de este perfil es de gran importancia pues de continuar revisándose a la baja tendría consecuencias sobre la calificación de Pemex. Adicionalmente, la disminución en el perfil *Stand Alone* de Pemex reflejó para Standard & Poor's el deterioro de los fundamentales crediticios de la compañía, consecuencia del alcance limitado del plan del gobierno para reducir los riesgos a los que se enfrenta la compañía.

Por último, la acción que tomó Moody's sobre Pemex fue similar a la de Standard & Poor's en cuanto a la disminución del perfil *Stand Alone* de b3 a caa1 y el cambio de perspectiva. La asignación de perspectiva negativa reflejó el cambio en la percepción del desempeño del soberano de México dada la importancia entre Pemex y el gobierno, factor que continúa soportando el nivel de calificación Baa3. En otras palabras, la perspectiva negativa reflejó la preocupación de Moody's por el debilitamiento del marco de política en México en dos aspectos fundamentales que tendrían implicaciones negativas para el crecimiento del país y para la deuda. Estos dos aspectos son similares a las preocupaciones manifestadas por Fitch y Standard & Poor's, pues responden a la incertidumbre de las políticas que mermaron la confianza de los inversionistas y las perspectivas económicas de largo plazo, así como un menor crecimiento. Otro factor que añadieron fueron los cambios en la política energética, que para México suponen riesgos en las perspectivas fiscales de mediano plazo.

Con estas acciones, Moody's y Fitch ubicaron la calificación de Pemex en el nivel mínimo requerido para mantener el grado de inversión, dos niveles por debajo del soberano de México. Si la calificación soberana llegara a disminuir nuevamente, la calificación de Pemex disminuiría también para ambas calificadoras. La

consecuencia inmediata de esto sería que Pemex perdería el grado de inversión, lo cual se traduciría en condiciones menos favorables para acceder a financiamientos externos y al encarecimiento de los mismos (costo de financiamiento), ya que los agentes cuestionarían la capacidad de Pemex para mejorar sus niveles de deuda y se preocuparían aun más por su desempeño financiero.

Esto quiere decir que si Pemex pierde capacidad para obtener financiamiento en condiciones favorables, obstaculizaría al mismo tiempo su capacidad para invertir en proyectos financiados mediante deuda. Como consecuencia, Pemex podría no estar en condiciones de hacer las inversiones necesarias para mantener los niveles actuales de producción e incrementar sus reservas probadas de hidrocarburos<sup>8</sup>. Si alguna de esas situaciones ocurre al mismo tiempo en el que las operaciones de flujo de caja son menores a los recursos necesarios para financiar los gastos de capital o no se pueda cumplir con el servicio de pago de deuda, Pemex estaría forzada a reducir aún más los gastos planeados y tendría que implementar medidas de austeridad adicionales o vender activos adicionales para aumentar su capacidad de fondeo. En consecuencia, el perfil crediticio de la compañía podría deteriorarse aún más de lo esperado por las mismas agencias calificadoras, incluso si la calificación de México no disminuyera. Sin embargo, no debe olvidarse la existencia de la alta probabilidad de que el gobierno continúe apoyando financieramente a la compañía. Mientras este factor siga siendo el principal evaluado por las calificadoras, Pemex tendrña un gran contrapeso para contrarrestar el débil desempeño de su situación financiera. Además, no puede descartarse que en algún momento surjan factores externos o adicionales que puedan comprometer la calificación soberana de México y su capacidad para otorgar apoyo a Pemex, lo cual implícitamente podría modificar el grado de apoyo del gobierno hacia la compañía. Esto debilitaría la evaluación de los calificadores sobre la compañía, teniendo como consecuencia una nueva revisión a su calificación y la pérdida del grado de inversión.

---

<sup>8</sup> De acuerdo con la Comisión Nacional de Hidrocarburos (CNH), las reservas probadas de hidrocarburos son los volúmenes de petróleo crudo, condensado, gas natural y líquidos de gas natural que se espera sean comercialmente recuperables en una fecha previamente establecida. El término probadas se refiere a que su potencial de recuperación es alto.

## XI. COMISIÓN FEDERAL DE ELECTRICIDAD (CFE)

Comisión Federal de Electricidad es otra de las instituciones a la que las agencias calificadoras ponen especial atención. La razón de esto radica en que CFE es una empresa que también es propiedad del Estado y es la principal empresa generadora de energía eléctrica en el país y una de las más grandes en América Latina. Al cierre de 2019, las tres calificadoras ubicaron la calificación de largo plazo en moneda extranjera en línea con la calificación del soberano de México de la siguiente manera: A3 con perspectiva negativa para Moody's (5 de junio), BBB+ con perspectiva negativa para Standard & Poor's (1 de marzo) y BBB con perspectiva estable para Fitch (6 de junio). En los tres casos, la calificación de CFE fue un reflejo de las acciones precedentes sobre la calificación de México porque incorporan el fuerte vínculo que existe entre la compañía y el gobierno federal. Este vínculo es producto del rol crítico que tiene CFE para el gobierno como generadora de energía, lo cual explica por qué el gobierno le otorgaría apoyo financiero en caso de ser necesario. No obstante, estas tres agencias reconocen que a pesar de que estas atribuciones representan fortalezas para el perfil crediticio de CFE, existen otros factores que suponen retos para su desempeño, tales como el sustancial programa de inversión al que está sujeta, la incertidumbre respecto al impacto que las medidas de cambios en la reforma energética podría tener sobre su desempeño y las pérdidas técnicas y no técnicas que han llegado a limitar la rentabilidad de la empresa.

Adicionalmente, la evaluación del perfil *Stand Alone* de CFE captura el creciente endeudamiento de la compañía, el cual ha utilizado para financiar sus necesidades de inversión a largo plazo que han sido requeridas para satisfacer la demanda futura de electricidad. En este contexto, y dada la estrecha de relación que existe entre el gobierno y la compañía, la calificación de CFE podría verse presionada a la baja si la calificación soberana de México disminuyera o si el apoyo implícito del gobierno hacia ella disminuyera. Asimismo, un deterioro del perfil *Stand Alone* resultaría de una reducción material de la actual posición dominante de CFE en el mercado o de un alto apalancamiento que deteriorare las métricas crediticias de la compañía.

## **XII. LA IMPORTANCIA DE UN BUEN PERFIL CREDITICIO**

Los mercados financieros están integrados por los mercados de deuda, los mercados de acciones y el mercado cambiario. Conocer esta composición es de suma importancia porque está muy relacionada con la función de las agencias calificadoras vía la posibilidad de endeudamiento. Para el caso de una calificación soberana, la relación mercados financieros–emisor proviene del hecho de que un gobierno en sus distintos niveles (federal, estatal, local, empresas paraestatales) regularmente necesita recurrir al financiamiento para cumplir con sus obligaciones o para realizar algunos proyectos. Para ello, debe valerse de préstamos (créditos), que normalmente se obtienen mediante la emisión de instrumentos de deuda. Es aquí donde el papel de las agencias calificadoras toma relevancia, puesto que son quienes opinarán, mediante una calificación crediticia, cuál es el nivel de riesgo que tiene un emisor para adquirir o emitir deuda. En otras palabras, la opinión de las calificadoras importa porque proporciona información que contribuirá con el acceso y costo de financiamiento al que los emisores, en este caso los gobiernos, podrían incurrir dado el nivel de calificación con el que cuenten.

El buen desempeño de las condiciones de un país mejora también la percepción del riesgo-país por parte de las agencias calificadoras. Por ejemplo, la inversión extranjera directa (IED) es un variable que puede reflejar el impacto de una acción de calificación y normalmente está denominada en una moneda extranjera (Ver Anexo I). Los inversionistas, como puede pensarse, tienen preferencia por emisiones calificadas. Un estudio realizado por Peilin Cai en 2006 concluyó que es más probable que los flujos de IED se dirijan a países con un sector bancario más desarrollado y con más estabilidad financiera debido a que el deterioro de las calificaciones en un país puede alentar a los inversionistas a trasladarse a otras regiones o países donde las calificaciones crediticias se hayan deteriorado menos o hayan mejorado. De hecho, en gran parte de la literatura relacionada con agencias calificadoras se ha encontrado evidencia de que las calificaciones están correlacionadas con distintas variables del entorno financiero. Algunos estudios como el de Cantor y Packer (1996), que ya se ha comentado anteriormente, están basados en los diferenciales de las tasas de los bonos soberanos para algunas economías avanzadas y emergentes y

han encontrado que una variable de calificación única puede explicar en gran porcentaje la variación en los diferenciales, lo que sugiere que los mercados de capital o accionarios no sólo reaccionan a los cambios en la calificación, sino que las calificaciones responden sistemáticamente a las condiciones del mercado, tal y como lo reflejan los diferenciales de las tasas de rendimiento de los bonos soberanos según el estudio mencionado. Esto sugiere, en última instancia, que las asignaciones de calificación podrían dar señales de hacia dónde estarían moviéndose los flujos de inversión para algunas economías.

Dado lo anterior, es válido pensar que la información que proporcionen las agencias calificadoras sobre un emisor tiene efectos sobre el funcionamiento del sistema financiero porque tienen el poder de guiar a los tomadores de decisiones a actuar en función del resultado que esperan obtener dado un nivel de calificación. Esto importa porque no sólo miden el nivel de riesgo sino que también lo limitan (grado de inversión), bajo el supuesto de que todos los emisores tienen el deseo de aspirar a la mejor calificación posible.

Existe también evidencia (historial crediticio) de que cuando las agencias calificadoras otorgan opiniones poco favorables o realizan acciones de calificación negativas, los emisores sobre los que recae dicha acción suelen tomar medidas para disminuir los riesgos que pudieran poner en riesgo su nivel de calificación. Incluso, han llegado a tomar en cuenta las consideraciones sugeridas por las calificadoras para mejorar su calificación. En el caso de México, por ejemplo, se ha podido observar que las acciones de calificación han respondido a eventos relacionados con el desempeño del gobierno y de las políticas que este ha adoptado en distintos años, pero también han incorporado la evaluación de eventos externos que pudieran influir en el desempeño del perfil de la calificación soberana. Al mismo tiempo, se ha podido observar que la falta de acción para disminuir la percepción de riesgo sobre un evento ha tenido como consecuencia una acción de calificación negativa, como en el caso de Pemex.

### **XIII. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES**

Gran parte de la literatura revisada muestra que las agencias calificadoras tienen un impacto en el comportamiento de los mercados financieros. Como se ha descrito anteriormente, la opinión de estas agencias es considerada por los agentes involucrados en los mercados en la toma de decisiones porque generan información sobre el riesgo crediticio que refleja la capacidad que tiene un emisor para cumplir con sus obligaciones financieras. Esta evaluación está categorizada por niveles, lo cual facilita la comprensión del significado de una calificación dentro de una escala, pues cada uno de los niveles muestra información particular sobre el desempeño de un emisor o emisión, tal y cómo se muestra en las primeras tres tablas mostradas en esta tesina (escalas de calificación de Fitch, Standard & Poor's y Moody's). Esto no sólo facilita la comparación del desempeño de un emisor con otros de características similares, sino que también otorga mayor certidumbre sobre su comportamiento financiero.

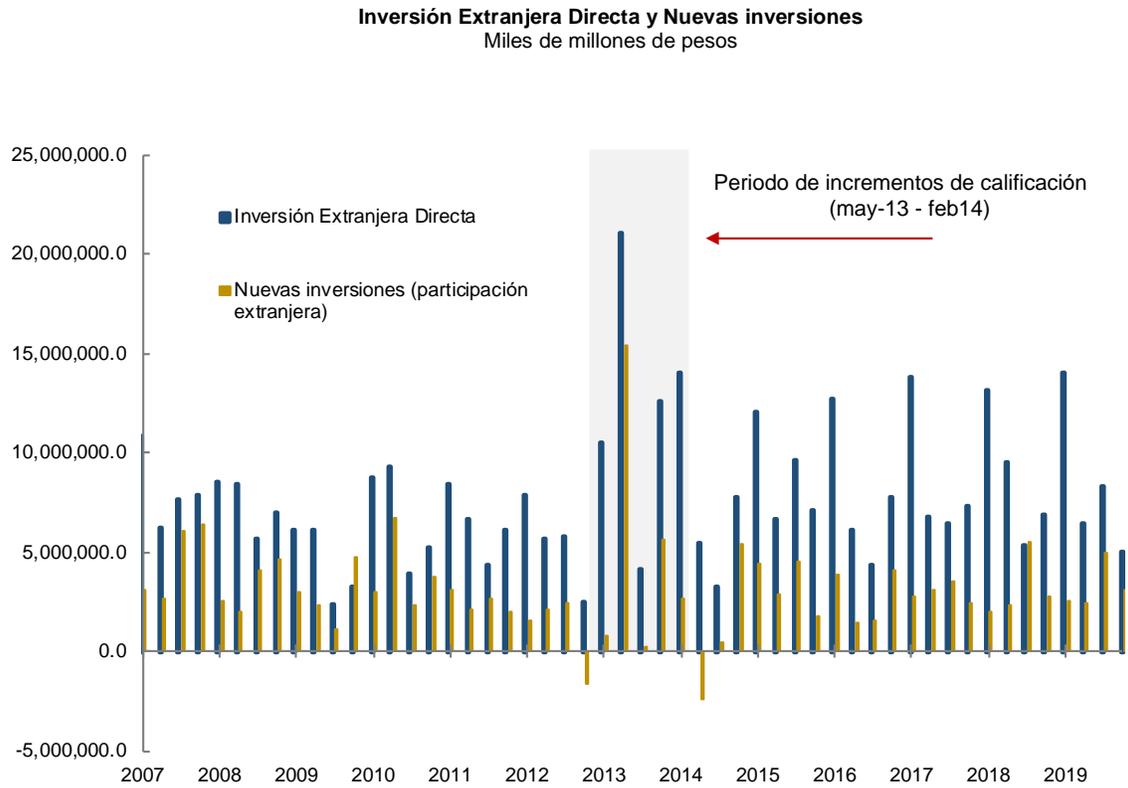
La evaluación que las agencias calificadoras han hecho sobre el desempeño de México a lo largo de los años ha tenido un impacto sobre la opinión que los mercados financieros han generado sobre el perfil crediticio del país. Durante los años 2013 y 2014, el incremento en el nivel de la calificación soberana de México por parte de las tres principales agencias calificadoras y la permanencia del mismo nivel de calificación en los años siguientes, dio certidumbre a los mercados sobre el rumbo que llevaba el país, a pesar de los factores negativos que contribuyeron con los cambios en la perspectiva durante 2016. Si bien esta percepción sobre México se reevaluó de una manera menos favorable en 2019, los niveles de calificación asignados al soberano de México permanecieron por encima del grado de inversión para las tres calificadoras. No obstante, las revisiones a la calificación realizadas por parte de Fitch, Standard & Poor's y Moody's durante 2019 manifestaron que el gobierno debe poner especial atención a la situación financiera de Pemex, pues deterioros mayores en su situación financiera continuarían teniendo efectos negativos tanto sobre la calificación de la compañía como sobre la calificación soberana de México.

Esto es muy importante en el entorno actual dado que el nivel de calificación de Pemex asignado por Moody's y Fitch ya se encuentra por debajo del grado de inversión. Para los mercados, esto se ha traducido en una menor certidumbre respecto al desempeño que tendrá el soberano de México en el mediano plazo. Si a esto se añaden los argumentos sobre la falta de claridad de las políticas de la nueva administración que han expresado las calificadoras en sus últimas revisiones a la calificación soberana, es válido pensar que los mercados continuarán considerando los mensajes de advertencia sobre el riesgo crediticio (la capacidad de pago) de México proporcionado por las calificadoras hasta que el entorno en el país mejore y se traduzca en revisiones favorables sobre la calificación. De no suceder, esto podría traducirse en un incremento de los costos de financiamiento, tener efectos sobre el tipo de cambio y propiciar la salida de capitales (IED), lo cual continuaría teniendo revisiones poco favorables sobre la calificación, perpetuando así el círculo vicioso, en este caso, del que se ha hablado anteriormente.

En la medida que la que las calificadoras continúen mostrando la influencia que tienen en los mercados, será necesario también monitorear que éstas cumplan con sus funciones de una manera transparente. De la misma manera en la que existe literatura que prueba la influencia de estas agencias ejercen en el mercado, existen también autores que cuestionan la efectividad de sus metodologías. En este sentido, podría resultar de gran utilidad un análisis más profundo que incorpore los dos puntos vista, de manera que pueda tenerse una visión equilibrada sobre la influencia que ejercen en los mercados, pues el juicio emiten, como se mostró a lo largo de este trabajo, ha probado ser crucial para la toma de decisiones de los agentes en el entorno financiero.

## XIV. ANEXOS ESTADÍSTICOS

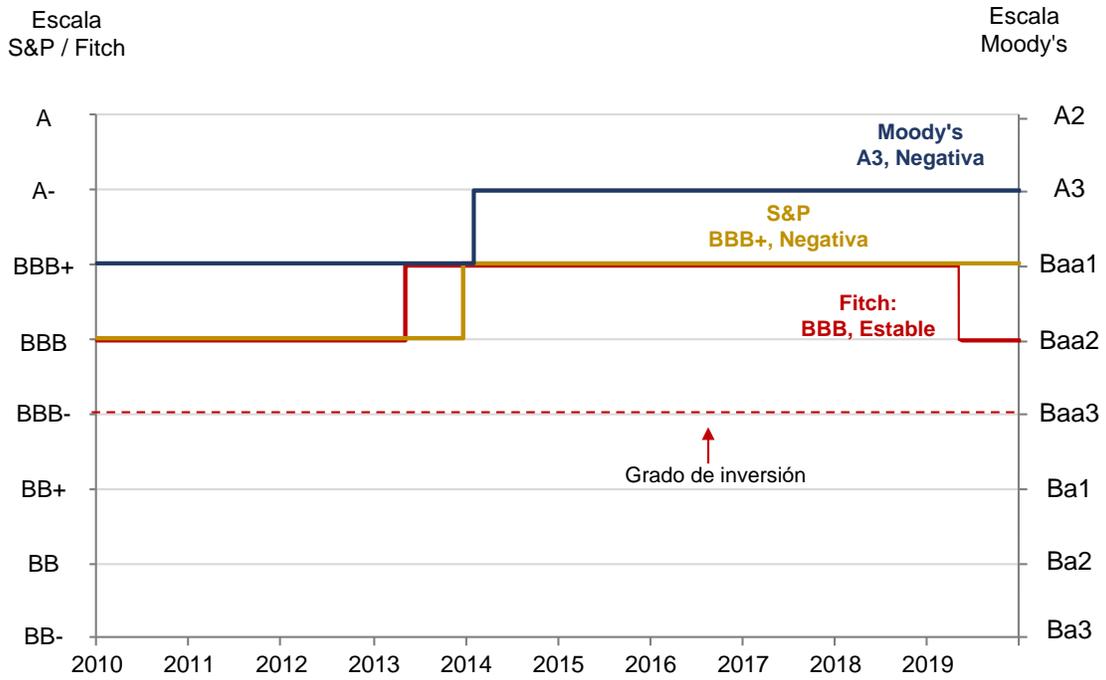
### Anexo I. Inversión Extranjera Directa (IED)



Fuente: Elaboración propia con información de Banco de México

## Anexo II. Comparativo de calificación soberana de México

Historial de calificaciones soberanas por calificador al cierre de 2019  
Nivel (notches)



### Anexo III. Calificaciones de la Banca de Desarrollo

Calificación de la banca de desarrollo al cierre de 2019

Entidad	Moody's	S&P	Fitch Ratings
Soberano de México	A3 (Negativa)	BBB+ (Negativa)	BBB (Estable)
Nafin	A3 (Negativa)	BBB+ (Negativa)	BBB (Estable)
Banobras	A3 (Negativa)	BBB+ (Negativa)	BBB (Estable)
Bancomext	A3 (Negativa)	BBB+ (Negativa)	BBB (Estable)
SHF	Se retiró calificación (2015)	No asigna calificación	Sin calificación en escala global
Bansefi	No asigna calificación	No asigna calificación	Sin calificación en escala global
Banjercito	No asigna calificación	No asigna calificación	Sin calificación en escala global

## Anexo IV. Historial de calificaciones de Pemex y CFE

Tabla a. Historial crediticio de Pemex y CFE (Fitch Ratings)

Pemex			CFE		
Fecha	Calificación		Fecha	Calificación	
17-abr-20	BB-	(estable)	17-abr-20	BBB-	(estable)
03-abr-20	BB	(negativa)	13-ago-10	BBB	(estable)
06-jun-19	BB+	(negativa)	06-jun-19	BBB	(estable)
29-ene-19	BBB-	(negativa)	01-nov-18	BBB+	(negativa)
19-oct-18	BBB+	(estable)	20-jun-18	BBB+	(estable)
03-ago-17	BBB+	(estable)	03-ago-17	BBB+	(estable)
28-jun-17	BBB+	(negativa)	23-jun-17	BBB+	(negativa)
09-dic-16	BBB+	(negativa)	09-dic-16	BBB+	(negativa)
01-jul-16	BBB+	(estable)	01-jul-16	BBB+	(estable)
07-may-15	BBB+	(estable)	13-may-15	BBB+	(estable)
09-may-14	BBB+	(estable)	14-may-14	BBB+	(estable)
14-may-13	BBB+	(estable)	14-may-13	BBB+	(estable)
29-jun-12	BBB	(estable)	06-may-13	BBB	(estable)
08-jul-11	BBB	(estable)	11-may-13	BBB	(estable)
04-may-10	BBB	(estable)	12-may-13	BBB	(estable)
26-ene-09	BBB	(estable)			
02-abr-07	BBB-	(positiva)			
07-dic-05	BBB-	(estable)			
24-nov-04	BBB-	(estable)			
15-ene-02	BBB-	(estable)			
03-may-00	BB	(positiva)			
09-mar-00*	BB	(positiva)			

\*Fecha de asignación

**Tabla b. Historial crediticio de Pemex y CFE (Standard & Poor's)**

Pemex			CFE		
Fecha	Calificación		Fecha	Calificación	
26-mar-20	BBB	(negativa)	27-mar-20	BBB	(negativa)
04-mar-19	BBB+	(negativa)	04-mar-19	BBB+	(negativa)
31-ago-18	BBB+	(estable)	28-jun-18	BBB+	(estable)
23-ago-17	BBB+	(estable)	18-jul-17	BBB+	(estable)
18-jul-17	BBB+	(estable)	13-jun-17	BBB+	(negativa)
23-ago-16	BBB+	(estable)	23-ago-16	BBB+	(estable)
29-ene-16	BBB+	(estable)	27-jun-16	BBB+	(estable)
10-sep-15	BBB+	(estable)	19-jun-15	BBB+	(estable)
14-oct-14	BBB+	(estable)	30-jun-14	BBB+	(estable)
20-dic-13	BBB+	(estable)	20-dic-13	BBB+	(estable)
09-ago-13	BBB	(positiva)	12-mar-13	BBB	(positiva)
12-mar-13	BBB	(positiva)	11-ene-12	BBB	(estable)
17-ago-11	BBB	(estable)	28-jul-11	BBB	(estable)
11-may-09	BBB+	(negativa)	17-dic-10	BBB	(estable)
08-oct-07	BBB+	(estable)	11-may-09	BBB+	(negativa)
02-jul-07	BBB+	(positiva)	08-oct-07	BBB+	(estable)
22-may-06	BBB	(estable)	03-jul-07	BBB+	(positiva)
01-feb-05	BBB	(estable)	12-may-04	BBB-	(estable)
12-may-04	BBB-	(estable)	13-jul-00	BB+	(positiva)
14-oct-03	BBB-	(estable)	13-mar-00	BB+	(positiva)
11-sep-02	BBB-	(estable)	02-oct-98	BB	(estable)
19-nov-01	BB+	(positiva)			
07-feb-01	BB+	(positiva)			
17-jul-00	BB+	(positiva)			
04-jul-00	BB+	(positiva)			
15-sep-99	BB	(positiva)			
02-oct-98	BB	(estable)			
02-sep-97	BB	(positiva)			

**Tabla c. Historial crediticio de Pemex y CFE (Moody's)**

Pemex			CFE		
Fecha	Calificación		Fecha	Calificación	
17-abr-20	Ba2	(negativa)	17-abr-20	Baa1	(negativa)
06-jun-19	Baa3	(negativa)	06-jun-19	Baa1	(negativa)
12-abr-18	Baa3	(estable)	12-abr-18	Baa1	(estable)
27-abr-17	Baa3	(negativa)	28-abr-17	Baa1	(negativa)
31-mar-16	Baa3	(negativa)	08-dic-16	Baa1	(negativa)
24-nov-15	Baa1	(negativa)	01-abr-16	Baa1	(negativa)
20-feb-15	A3	(estable)	11-feb-14	Baa1	(estable)
19-jun-14	A3	(estable)	01-nov-06	Baa1	(estable)
06-ene-05	Baa1	(estable)			
17-dic-03	Baa1	(estable)			
09-sep-02	Baa1	(estable)			
07-feb-02	Baa1	(estable)			
15-ago-01	Baa2	(estable)			
07-mar-00	Baa3	(estable)			
10-ago-99	Ba1	(positiva)			
17-abr-97	Ba2	Asignación			
05-mar-97	Retirada	Retirada			
28-feb-95	Ba2	(estable)			
10-ene-91*	Ba2	(estable)			

\* Fecha de asignación

## Anexo V. Comparativo de calificación Pemex- soberano de México

**Comparativo calificaciones Pemex-Soberano\***  
Escala global, moneda extranjera

	FITCH		STANDARD & POOR'S		MOODY'S	
	Soberano	Pemex	Soberano	Pemex	Soberano	Pemex
2019	BBB (estable)	BB+ (negativa)	BBB+ (negativa)	BBB+ (negativa)	A3 (negativa)	Baa3 (negativa)
2018	BBB+ (negativa)	BBB+ (negativa)	BBB+ (estable)	BBB+ (estable)	A3 (estable)	Baa3 (estable)
2017	BBB+ (estable)	BBB+ (estable)	BBB+ (estable)	BBB+ (estable)	A3 (negativa)	Baa3 (negativa)
2016	BBB+ (negativa)	BBB+ (negativa)	BBB+ (negativa)	BBB+ (negativa)	A3 (negativa)	Baa3 (negativa)
2015	BBB+ (estable)	BBB+ (estable)	BBB+ (estable)	BBB+ (estable)	A3 (estable)	Baa1 (negativa)
2014	BBB+ (estable)	BBB+ (estable)	BBB+ (estable)	BBB+ (estable)	A3 (estable)	A3 (estable)
2013	BBB+ (estable)	BBB+ (estable)	BBB+ (estable)	BBB+ (estable)	Baa1 (estable)	Baa1 (estable)
2012	BBB (estable)	BBB (estable)	BBB (estable)	BBB (estable)	Baa1 (estable)	Baa1 (estable)
2011	BBB (estable)	BBB (estable)	BBB (estable)	BBB (estable)	Baa1 (estable)	Baa1 (estable)
2010	BBB (estable)	BBB (estable)	BBB (estable)	BBB (estable)	Baa1 (estable)	Baa1 (estable)
2009	BBB (estable)	BBB (estable)	BBB (estable)	BBB (estable)	Baa1 (estable)	Baa1 (estable)
2008	BBB+ (negativa)	BBB (estable)	BBB+ (estable)	BBB+ (estable)	Baa1 (estable)	Baa1 (estable)
2007	BBB+ (estable)	BBB (estable)	BBB+ (estable)	BBB+ (estable)	Baa1 (estable)	Baa1 (estable)
2006	BBB (estable)	BBB- (estable)	BBB (estable)	BBB (estable)	Baa1 (estable)	Baa1 (estable)

\*Las agencias calificadoras revisan las calificaciones durante distintas ocasiones en un mismo año. La tabla sólo denota el nivel de calificación y la perspectiva al cierre del año indicado.

## Anexo VI. Acaparamiento de calificaciones NRSRO

Porcentaje de acaparamiento por categoría del total de calificaciones NRSRO

Calificadora NRSRO	Instituciones Financieras	Compañías de seguros	Emisores corporativos	Activos de valores respaldados	Valores del gobierno	Total de calificaciones
DBRS	7.8%	0.8%	2.4%	10.7%	1.2%	2.4%
FITCH	23.3%	15.8%	16.5%	21.9%	11.6%	13.5%
HR RATINGS	0.4%	No aplica	0.2%	No aplica	0.0%	0.1%
JCR	0.6%	0.3%	2.2%	No aplica	0.0%	0.2%
MOODY'S	23.5%	11.9%	25.1%	33.3%	33.8%	32.3%
STANDARD & POOR'S	37.2%	31.7%	46.0%	24.5%	53.4%	49.5%

\*El cuadro muestra sólo las agencias calificadoras que asignan calificaciones a México

Fuente: Elaboración propia con información de la Comisión de Mercados y Valores (SEC) de Estados Unidos

## XV. GLOSARIO

**Agencia calificadora:** Instituciones independientes cuya función principal es analizar y evaluar la solvencia crediticia de instituciones financieras, empresas y gobierno (emisores), y de los productos o instrumentos que estos puedan proveer.

**Calificación crediticia:** Opinión prospectiva sobre la calidad crediticia de un deudor respecto a una obligación financiera específica, una clase u obligaciones financieras específicas, o un programa financiero específico. Refleja la opinión de las calificadoras sobre la capacidad de pago del deudor y su voluntad para cumplir sus compromisos financieros en tiempo y forma.

**Calificación soberana:** Calificación de riesgo crediticio del gobierno de un estado soberano o país. Esta calificación es la principal que emiten las agencias calificadoras e incorpora, además de la evaluación de riesgo crediticio, la evaluación de la situación actual de un país y las expectativas de sus principales variables macroeconómicas y fiscales bajo distintos escenarios.

**Grado de inversión:** Indica el grado de confianza que se tiene sobre el emisor y sobre su voluntad para cubrir sus obligaciones de deuda oportunamente.

**Información asimétrica:** se refiere a las transacciones en las que una de las partes posee mejor información que la otra.

**NRSRO:** Organización Calificadora Reconocida Nacionalmente (*Nationally Recognized Statistical Rating Organization*, NRSRO, por sus siglas en inglés)

**Perspectiva:** Dirección potencial que podría tener una calificación de largo plazo en un periodo de mediano plazo, que generalmente abarca de seis meses a dos años.

**Stand Alone:** Reflejan la opinión de las agencias calificadoras respecto a la solvencia crediticia de un emisor en ausencia de una intervención extraordinaria de su matriz, de sus afiliados o en ausencia de su relación con el gobierno. Son sólo un componente de una calificación.

## XVI. BIBLIOGRAFÍA

- Banco de México, Revisiones Recientes a la Perspectiva de la Calificación Crediticia de México y Pemex, Extracto del Informe Trimestral Julio – Septiembre, Recuadro 7, pp. 77-79, 2018.
- Bassel Committee on Banking Supervision, 2005, “Studies on the Validation of the Internal Rating Systems”, Bassel Committee on Banking Supervision Working Paper No. 14
- Bathia, Ashok Vir, 2002, 202, “Sovereign Credit Ratings Methodology: An Evaluation”, FMI Working Paper 02/170
- Brooks, Robert, y Christopher Mann, 2003, “The National Market Impact of Sovereign Rating Changes,” *Journal of Banking and Finance*, Vol. 28, páginas 81-118.
- Cai, Peilin, Kim Suk-Joong, y Gan Quan, 2006, “The Effects of Sovereign Credit Rating on Foreign Direct Investment”, University of Sydney, JEL Code: G15, F34.
- Cantor, Richard, y Frank Packer, 1996, “Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings,” *FRNBY Economic Policy Review*, octubre, páginas 37-54, Nueva York: Reserva Federal del Banco de Nueva York.
- Cole, Harold, y Thomas F. Cooley, 2014, “Rating Agencies”, National Bureau of Economic Research, Working Paper 19972.
- Comisión Nacional Bancaria y de Valores, “Banca de Desarrollo”, disponible en <https://www.cnbv.gob.mx/SECTORES-SUPERVISADOS/BANCA-DE-DESARROLLO/Descripcion-del-Sector/Paginas/default.aspx>
- Elkhoury, Marwan, 2008, “Credit Rating Agencies and Their Potential Impact on Developing Countries”, Naciones Unidas Working Paper, clasificación UNCTAD/OSG/DP/2008/1
- Engelmann, Bernd, Evelyn Hayden, y Dirk Tasche, 2003, “Testing Rating Accuracy,” *Risk*, Vol. 16, pp. 82-86.
- Fitch Ratings, 2013, “Fitch Upgrades Mexico’s IDR to ‘BBB+’; Outlook Stable”, May, Fitch Ratings.
- Fitch Ratings, 2016, “Fitch Revises Outlook on Mexico to Negative; Affirms IDRs at ‘BBB+’”, diciembre, Fitch Ratings.

Fitch Ratings, 2017, "Fitch Revisa Perspectiva de México a Estable; Afirma Calificaciones en 'BBB+', agosto, Fitch Ratings.

Fitch Ratings, 2018, "Fitch Affirms Mexico at 'BBB+'; Outlook Stable", marzo, Fitch Ratings.

Fitch Ratings, 2018, "Fitch Affirms PEMEX's IDRs at 'BBB+' and National Rating at 'AAA(mex)'; Outlook Revised to Negative", octubre, Fitch Ratings.

Fitch Ratings, 2019, "Fitch Affirms Mexico at 'BBB'; Outlook Stable", diciembre, Fitch Ratings.

Fitch Ratings, 2019, "Fitch Downgrades Mexico to 'BBB'; Outlook Revised to Stable", junio, Fitch Ratings.

Fitch Ratings, 2019, "Fitch Downgrades PEMEX to 'BB+' Following Sovereign Downgrade, junio, Fitch Ratings.

Fitch Ratings, 2019, "Fitch Downgrades PEMEX's IDRs to 'BBB-'; Outlook Negative", enero, Fitch Ratings.

Haan de, Jakob, y Fabian Amttenbrink, 2011, "Credit Rating Agencies", Banco de Países Bajos, Working Paper No. 278.

Host, Alen, Cvecic, Igor, y Zaninovic Vinko, 2012, "Credit Rating Agencies and their impact on spreading the financial crisis on the Eurozone", University of Rijeka, Clasificación JEL: G01, G11, G20, F40.

Hung, Mingyi, Pepa Kraft, Shiheng Wang, y Gwen Yu, 2019, "Market Power and Credit Rating Standards: Global Evidence", mayo, Universidad de Hong Kong, versión escrita (seminario).

Ismailescu, Iuliana, y Kazemi Hosseinm 2010, "the Reaction of Emerging Market Credit Default Swap Spreads to Sovereign Credit Rating Changes," Journal of Banking and Finance, Números de clasificación F30, G11, G14, G15.

Kiff, John, Sylvia Nowak, y Liliana Schumacher, 2012, "Are Rating Agencies Powerful? An Investigation into the Impact and Accuracy of Sovereign Ratings", FMI Working Paper 12/23.

Larrain, Guillermo, Helmut Reisen, y Julia von Maltzan, 1997, "Emerging Market Risk and Sovereign Credit Ratings", OECD Working Paper No. 124

Liu, Pu, y Anjan Takor, 1984, "Interest Yields, Credit Rating and Economic Characteristics of State Bonds," Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 16, páginas 344-51.

Moody's Investor Service, 2020, "Rating Symbols and Definitions", Moody's Investors Service, enero.

Moody's Investors Service, 2014, "Moody's upgrades Mexico's sovereign rating to A3 from Baa1; stable outlook", febrero, Moody's Investors Service.

Moody's Investors Service, 2015, "Moody's downgrades PEMEX's ratings to Baa1; lowers BCA to ba3. Negative outlook", noviembre, Moody's Investors Service.

Moody's Investors Service, 2016, "Moody's changes Mexico's Outlook to negative from Stable; affirms A3 rating, marzo, Moody's Investors Service.

Moody's Investors Service, 2016, "Moody's downgrades PEMEX's ratings to Baa3; downgrades BCA to b3; negative outlook, marzo, Moody's Investors Service.

Moody's Investors Service, 2016, "Moody's reviews energy companies in Latin America for downgrade", enero, Moody's Investors Service.

Moody's Investors Service, 2018, "Moody's affirms PEMEX's Baa3 global scale ratings and changes outlook to stable", abril, Moody's Investors Service.

Moody's Investors Service, 2018, "Moody's cambia la perspectiva de las calificaciones de México a estable, de negativa; Afirma las calificaciones en A3", abril, Moody's Investors Service.

Moody's Investors Service, 2019, Moody's Investors Service, "Moody's cambia la perspectiva de las calificaciones de México a estable, de negativa; Afirma las calificaciones en A3", abril, Moody's Investors Service", junio, Moody's Investors Service.

Moody's Investors Service, 2019, Moody's Investors Service, "Moody's changes PEMEX's outlook to negative; affirms Baa3 ratings", junio, Moody's Investors Service.

Secretaría de Hacienda y Crédito Público, "Banca de Desarrollo", disponible en [http://www.shcp.gob.mx/ApartadosHaciendaParaTodos/banca\\_desarrollo/index.html](http://www.shcp.gob.mx/ApartadosHaciendaParaTodos/banca_desarrollo/index.html)

Standard & Poor's Global Ratings, 2010, "Stand-Alone Credit Profiles: One Component of a Rating", octubre, Standard & Poor's Global Ratings.

Standard & Poor's Global Ratings, 2016, "S&P Global Ratings revisa a negativa de estable perspectiva de las calificaciones soberanas en escala global de México; confirma calificaciones", agosto, Standard & Poor's Global Ratings.

Standard & Poor's Global Ratings, 2017, "S&P Global Ratings revisa a estable de negativa la perspectiva de las calificaciones soberanas en escala global de México; confirma calificaciones", julio, Standard & Poor's Global Ratings.

Standard & Poor's Global Ratings, 2018, "Definiciones de Calificaciones de S&P Global Ratings", Standard & Poor's Global Ratings.

Standard & Poor's Global Ratings, 2018, "Mexico 'BBB'+/A-2' Foreign Currency And 'A-/A-2' Local Currency Ratings Affirmed; Outlook Still Stable", marzo, Standard & Poor's Global Ratings.

Standard & Poor's Rating Services, 2013, "Mexico Long-Term Foreign Currency Rating Raised to 'BBB+', Local Currency Rating Raised to 'A'; Outlook Is Stable", diciembre, Standard & Poor's Rating Services.

Standard & Poor's Rating Services, 2014, "Guía sobre aspectos fundamentales de las calificaciones crediticias. ¿Qué son las calificaciones crediticias y cómo funcionan?", Standard & Poor's Rating Services.

Standard & Poor's, 2019, "Mexico 'BBB+/A-2' Foreign Currency Ratings Affirmed; Outlook Remains Negative", diciembre, Standard & Poor's Global Ratings.

Standard & Poor's, 2019, "Mexico Outlook Revised To Negative On Potential For Lower Growth Prospects; 'BBB+/A-2' Foreign Currency Ratings Affirmed", marzo, Standard & Poor's Global Ratings.

Standard & Poor's, 2019, "PEMEX Outlook Revised To Negative On Similar Action On Mexico; SACP Cut To 'b-' From 'bb-' On Weak Credit Fundamentals", marzo, Standard & Poor's Global Ratings.

U.S. Securities and Exchange Commission, "Learn More About NRSROs", disponible en <https://www.sec.gov/ocr/ocr-learn-nrsros.html>

U.S. Securities and Exchange Commission, 2020, "Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations", enero, disponible en <https://www.sec.gov/files/2019-annual-report-on-nrsros.pdf>