

S&P Global Ratings revisó la perspectiva crediticia de México de estable a negativa

4 de marzo 2019

www.banorte.com
@analisis_fundam

Gabriel Casillas

Director General Adjunto
Análisis Económico y Bursátil
gabriel.casillas@banorte.com

Delia Paredes

Director Ejecutivo Análisis Económico
delia.paredes@banorte.com

Juan Carlos Alderete, CFA

Economista Senior, México
juan.alderete.macal@banorte.com

Francisco Flores

Economista, México
francisco.flores.serrano@banorte.com

- El viernes pasado, *S&P Global Ratings* modificó la perspectiva de la calificación crediticia de México en ‘BBB+’ de ‘estable’ a ‘negativa’
- De acuerdo a la propia calificadora, el cambio significa que existe al menos un tercio de probabilidad de un recorte de la calificación en los próximos 12 meses
- Entre las razones detrás del cambio, la agencia mencionó el riesgo del cambio en la política del gobierno para disminuir la participación del sector privado en el sector energético, además de otros factores que han reducido la confianza de los inversionistas
- Consideramos que México no perderá el grado de inversión, dada la importancia que el presidente ha puesto en mantener la estabilidad macroeconómica
- Los activos mexicanos operan con una mayor prima de riesgo respecto a su calificación crediticia, pero con participantes del mercado que reconocen que permanecerá el grado de inversión

S&P Global Ratings modificó la perspectiva crediticia de México de “estable” a “negativa”. El viernes pasado, la agencia anunció la ratificación de la calificación soberana de largo plazo de México en ‘BBB+’, modificando la perspectiva crediticia de ‘estable’ a ‘negativa’ (ver recuadro abajo). De acuerdo a la propia calificadora, este ajuste refleja que existe al menos un tercio de probabilidad de un recorte de la calificación en los próximos doce meses. En consecuencia y en línea con este cambio, el día de hoy la agencia también modificó a la baja la perspectiva de Pemex para ser consistente con el soberano. Por otra parte, cabe recordar que la última ocasión en que esta agencia había realizado un *cambio* en el soberano fue en julio de 2017, cuando regresó la perspectiva a ‘estable’ tras un recorte a ‘negativa’ en agosto de 2016. Adicionalmente, en marzo de 2018 confirmó las calificaciones y la perspectiva en Estable, tras mencionar que en su escenario base anticipaban que México, EE.UU. y Canadá finalmente llegarían a un acuerdo comercial que preserve en gran medida el comercio y los vínculos transfronterizos que apuntalan la economía de América del Norte.

Estrategia de Renta fija y Tipo de Cambio

Alejandro Padilla

Director de Estrategia
Renta Fija y Tipo de Cambio
alejandro.padilla@banorte.com

Santiago Leal

Subdirector de Estrategia
Tipo de Cambio
santiago.leal@banorte.com

Leslie Orozco

Gerente de Estrategia
Renta Fija y Tipo de Cambio
leslie.orozco.velez@banorte.com

Documento destinado al público en general

Calificación crediticia de México

	Calificación	Grado de inversión/ especulativo	Perspectiva	Último cambio en calificación y/o perspectiva
Fitch	BBB+	Inversión	Negativa	31-oct-18
Standard & Poor's	BBB+	Inversión	Negativa	1-mar-19
Moody's	A3	Inversión	Estable	11-abr-18

Fuente: Bloomberg

Principales factores de riesgo. La agencia mencionó que el cambio en perspectiva refleja el riesgo de que el reciente cambio en políticas públicas dirigido a reducir la participación de la iniciativa privada en el sector energético, aunado a otros eventos que han afectado negativamente la confianza de los inversionistas, pudieran aumentar los pasivos contingentes del soberano y disminuir el crecimiento económico. De ser así, el consecuente debilitamiento del perfil financiero del soberano podría llevar a una baja de la calificación.

En particular, la nueva estrategia para el sector energético coloca una carga financiera adicional a Pemex, con una carga fiscal elevada incluso a pesar del reciente cambio en su esquema tributario. La combinación de un débil perfil financiero y la necesidad de tomar un rol más activo en el sector por parte de Pemex podría aumentar el riesgo de mayores pasivos contingentes para el soberano, que evalúan actualmente como limitados. Tomando en cuenta las políticas anteriores y eventos recientes, la agencia asume que existe una probabilidad “casi cierta” de respaldo extraordinario del gobierno, por lo que iguala la calificación de Pemex con la del soberano.

Adicionalmente, existe el riesgo de que una menor inversión del sector privado genere menor crecimiento del país, lo que podría contribuir a generar mayor incertidumbre (sobre todo en los mercados financieros) y un deterioro fiscal. En este sentido, resaltan que varias de las acciones de la actual administración han afectado la confianza y podrían presionar a la baja las expectativas de crecimiento e inversión de mediano plazo. En particular, menciona que la administración planea cambiar la ley sobre consultas públicas que podría resultar en votaciones públicas más frecuentes sobre políticas públicas, lo que posiblemente inyectaría mayor incertidumbre. Por el contrario, un mantenimiento de déficits fiscales moderados, impulso a la inversión, generar confianza entre los inversionistas y una contención de los potenciales pasivos contingentes de Pemex fortalecería el panorama de crecimiento, lo que apoyaría un regreso de la perspectiva a estable.

La estabilidad macroeconómica continuará. La agencia espera que el nuevo gobierno de México implemente políticas económicas pragmáticas que balanceen las prioridades económicas y sociales con las necesidades de mantener la estabilidad macroeconómica. En particular, esperan continuidad en las políticas monetarias, cambiarias y comerciales y moderados cambios en el enfoque de la política fiscal. Esperan que el perfil externo se mantenga estable en los próximos tres años, con las necesidades de financiamiento externo bruto oscilando alrededor de 90% de los ingresos de cuenta corriente y reservas utilizables. Además, el déficit de cuenta corriente se mantendría en torno a 2-2.4% del PIB en los próximos dos años y que la IED se ubique apenas debajo de 2% del PIB. En términos de crecimiento, la agencia estima el crecimiento del PIB en 2019 de 1.8%, ligeramente por encima de nuestro pronóstico de 1.5% (consenso: 1.6%) y que la inflación se ubique en 3.5%, en línea con nuestro pronóstico.

A pesar de lo anterior, considerando los cambios que se han propuesto hasta ahora por parte de la administración federal, la agencia considera que: “...*existe el riesgo de un crecimiento económica deficiente y una mayor centralización de la toma de decisiones que pueda debilitar la estabilidad macroeconómica. En especial, si se enfrentan disyuntivas de política pública difíciles. Esto podría afectar negativamente la efectividad institucional...*”.

Consideramos que México no perderá el grado de inversión. En específico, reiteramos nuestra expectativa de que la deuda soberana de nuestro país mantendrá el grado de inversión –con calificación ‘BBB-’ o superior–. Es importante mencionar que la calificación actual se ubica tres escalones por encima del límite de grado de inversión (ver recuadro abajo), mientras que el gobierno actual ha prometido y cumplido con la responsabilidad fiscal. Adicionalmente, como ya fue mencionado, en el pasado hemos observado revisiones a la baja en la perspectiva crediticia sin resultar en un recorte de calificación por parte de la misma calificadora.

Calificaciones crediticias globales

S&P Global	Fitch Ratings	Moody's
A-		A3
BBB+		Baa1
BBB		Baa3
BBB-		Baa3
BB+		B1

↓ 3 escalones
↓ 4 escalones

Fuente: S&P Global, Fitch Ratings, Moody's

Nota: La calificación en negrita es la actual de acuerdo a cada agencia calificadora

A pesar de lo anterior, reconocemos que existen temas que el gobierno deberá atender si desea que el cambio de perspectiva no se convierta en una degradación. En particular, la agencia es muy clara en dos grandes temas: (1) La necesidad de brindar confianza a la inversión privada; y (2) los retos que enfrenta Pemex. Sobre este segundo punto, consideramos que las acciones que anunciadas recientemente por la Secretaría de Hacienda para capitalizar a la petrolera y disminuir su carga fiscal son positivas. Para detalles, ver: “*La SHCP anuncia medidas para reforzar a Pemex*”, 29 de enero de 2019, <[pdf](#)>. En este contexto, creemos que es muy importante otorgar confianza no solo en términos de la fuente de los recursos, sino también en su uso. Los acreedores y tenedores de bonos de Pemex, así como los analistas y calificadoras quieren certidumbre de que se les pagará la deuda en el mediano y largo plazo.

En este respecto, vemos dos principales opciones. En primer lugar, se decide optar por proyectos financieramente rentables que aseguren ese pago de deuda (esquema de la administración anterior). En segundo, se transita a un nuevo paradigma en donde se pueden invertir recursos en proyectos no necesariamente rentables, financieramente hablando, mientras que el gobierno le da apoyo explícito completo a la deuda de Pemex. En nuestra opinión, los temas que preocupan a los inversionistas pueden ser resueltos. Dada la importancia que el presidente ha puesto en mantener la estabilidad macroeconómica, anticipamos que el gobierno llevará a cabo las acciones correspondientes para evitar una degradación crediticia.

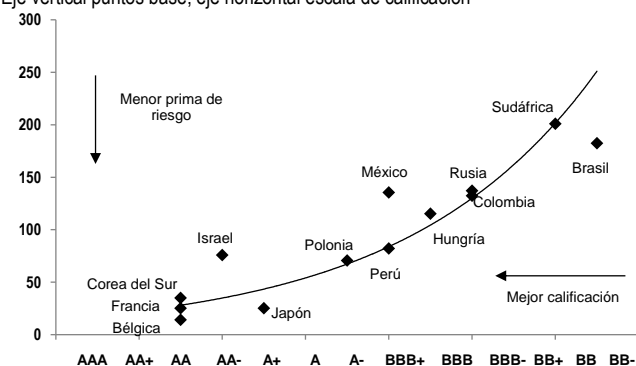
De nuestro equipo de estrategia de renta fija y tipo de cambio

Los activos mexicanos operan con una mayor prima de riesgo respecto a su calificación crediticia, pero con participantes del mercado que reconocen que permanecerá el grado de inversión. Los bonos soberanos y el peso operan con modestas presiones este lunes después de que *Standard & Poor's* decidiera el viernes por la tarde modificar la perspectiva de la calificación soberana de México de “Estable” a “Negativa”. Este desempeño defensivo sugiere que estas noticias ya están descontadas en los activos mexicanos. La prima de riesgo país opera 50pb por arriba de otras contrapartes en mercados emergentes con mismo perfil crediticio (e.g. Perú) o a los mismos niveles de otros países con calificación “BBB-” (e.g. Colombia), con una expectativa de que el grado de inversión se mantenga hacia delante.

Los participantes del mercado están conscientes de los vientos en contra expresados por la agencia calificadoradora pero mantienen un grado de optimismo de que las cuentas externas y fiscales, así como el marco macroeconómico, se mantengan estables. Adicionalmente, las ganancias de *carry* por las tasas de interés tan atractivas han sido un sustento importante para los inversionistas. No obstante, éstos permanecerán vigilantes al desempeño de Pemex y las implicaciones sobre las cuentas fiscales, lo que ha aumentado la prima de riesgo de la petrolera (gráfica inferior derecha). En términos generales, reconocemos que los niveles actuales de la prima de riesgo país son congruentes con las condiciones actuales de México, sugiriendo que el valor por acarreo ajustado por riesgo permanecerá atractivo para los inversionistas globales.

CDS de 5 años y calificación crediticia de S&P

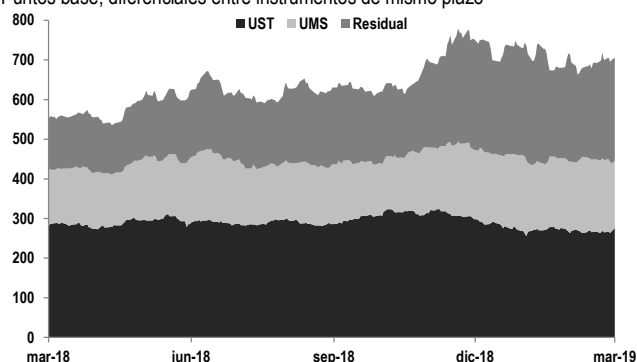
Eje vertical puntos base, eje horizontal escala de calificación



Fuente: Banorte con información de Bloomberg y S&P

Bono de Pemex de 10 años en USD por componente de primas

Puntos base, diferenciales entre instrumentos de mismo plazo



Fuente: Banorte con información de Bloomberg

Comparativo de empresas petroleras en Latinoamérica

Puntos base, información al 4 de marzo de 2019

		Calificación crediticia			CDS		Diferencial vs U.S. Treasury	
		Moody's	S&P	Fitch	5 años	10 años	5 años	10 años
Pemex	México	Baa3	BBB+	BBB-	301	358	335	449
Ecopetrol¹	Colombia	Baa3	BBB-	BBB	--	--	145	181
Petrobras	Brasil	Ba2	BB-	BB-	203	293	238	306
YPF¹	Argentina	B2	B	B	--	--	630	638
PDVSA	Venezuela	C	D	C	8,140	8,140	3,916	2,762

Fuente: Banorte con información de Bloomberg

1. Bono de 7 años en lugar de 10 años

Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olivera, Delia María Paredes Mier, Alejandro Padilla Santana, Manuel Jiménez Zaldívar, Tania Abdul Massih Jacobo, Katia Celina Goya Ostos, Juan Carlos Alderete Macal, Marissa Garza Ostos, Víctor Hugo Cortes Castro, José Itzamna Espitia Hernández, Hugo Armando Gómez Solís, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Valentín III Mendoza Balderas, Santiago Leal Singer, Francisco José Flores Serrano, Gerardo Daniel Valle Trujillo, Francisco Duarte Alcocer, Jorge Antonio Izquierdo Lobato y Leslie Thalía Orozco Vélez, certificamos que los puntos de vista que se expresan en este documento son reflejo fiel de nuestra opinión personal sobre la(s) compañía(s) o empresa(s) objeto de este reporte, de sus afiliadas y/o de los valores que ha emitido. Asimismo declaramos que no hemos recibido, no recibimos, ni recibiremos compensación distinta a la de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. por la prestación de nuestros servicios.

Declaraciones relevantes.

Conforme a las leyes vigentes y los manuales internos de procedimientos, los Analistas tienen permitido mantener posiciones largas o cortas en acciones o valores emitidos por empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores y que pueden ser el objeto del presente reporte, sin embargo, los Analistas Bursátiles tienen que observar ciertas reglas que regulan su participación en el mercado con el fin de prevenir, entre otras cosas, la utilización de información privada en su beneficio y evitar conflictos de interés. Los Analistas se abstendrán de invertir y de celebrar operaciones con valores o instrumentos derivados directa o a través de interpósita persona, con Valores objeto del Reporte de análisis, desde 30 días naturales anteriores a la fecha de emisión del Reporte de que se trate, y hasta 10 días naturales posteriores a su fecha de distribución.

Remuneración de los Analistas.

La remuneración de los Analistas se basa en actividades y servicios que van dirigidos a beneficiar a los clientes inversionistas de Casa de Bolsa Banorte y de sus filiales. Dicha remuneración se determina con base en la rentabilidad general de la Casa de Bolsa y del Grupo Financiero y en el desempeño individual de los Analistas. Sin embargo, los inversionistas deberán advertir que los Analistas no reciben pago directo o compensación por transacción específica alguna en banca de inversión o en las demás áreas de negocio. Actividades de las áreas de negocio durante los últimos doce meses.

Actividades de las áreas de negocio durante los últimos doce meses.

Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V., a través de sus áreas de negocio, brindan servicios que incluyen, entre otros, los correspondientes a banca de inversión y banca corporativa, a un gran número de empresas en México y en el extranjero. Es posible que hayan prestado, estén prestando o en el futuro brinden algún servicio como los mencionados a las compañías o empresas objeto de este reporte. Casa de Bolsa Banorte o sus filiales reciben una remuneración por parte de dichas corporaciones en contraprestación de los servicios antes mencionados.

En el transcurso de los últimos doce meses, Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V., no ha obtenido compensaciones por los servicios prestados por parte de la banca de inversión o por alguna de sus otras áreas de negocio de las siguientes empresas o sus filiales, alguna de las cuales podría ser objeto de análisis en el presente reporte.

Actividades de las áreas de negocio durante los próximos tres meses.

Casa de Bolsa Banorte, Grupo Financiero Banorte o sus filiales esperan recibir o pretenden obtener ingresos por los servicios que presta banca de inversión o de cualquier otra de sus áreas de negocio, por parte de compañías emisoras o sus filiales, alguna de las cuales podría ser objeto de análisis en el presente reporte.

Tenencia de valores y otras revelaciones.

Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no mantiene inversiones, al cierre del último trimestre, directa o indirectamente, en valores o instrumentos financieros derivados, cuyo subyacente sean valores, objeto de recomendaciones, que representen el 1% o más de su cartera de inversión de los valores en circulación o el 1% de la emisión o subyacente de los valores emitidos.

Ninguno de los miembros del Consejo, directores generales y directivos del nivel inmediato inferior a éste de Casa de Bolsa Banorte, Grupo Financiero Banorte, funge con algún cargo en las emisoras que pueden ser objeto de análisis en el presente documento.

Los Analistas de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no mantienen inversiones directas o a través de interpósita persona, en los valores o instrumentos derivados objeto del reporte de análisis.

Guía para las recomendaciones de inversión.

	Referencia
COMPRA	Quando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.
MANTENER	Quando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.
VENTA	Quando el rendimiento esperado de la acción sea menor al rendimiento estimado del IPC.

Aunque este documento ofrece un criterio general de inversión, exhortamos al lector a que busque asesorarse con sus propios Consultores o Asesores Financieros, con el fin de considerar si algún valor de los mencionados en el presente reporte se ajusta a sus metas de inversión, perfil de riesgo y posición financiera.

Determinación de precios objetivo

Para el cálculo de los precios objetivo estimado para los valores, los analistas utilizan una combinación de metodologías generalmente aceptadas entre los analistas financieros, incluyendo de manera enunciativa, más no limitativa, el análisis de múltiplos, flujos descontados, suma de las partes o cualquier otro método que pudiese ser aplicable en cada caso específico conforme a la regulación vigente. No se puede dar garantía alguna de que se vayan a lograr los precios objetivo calculados para los valores por los analistas de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V., ya que esto depende de una gran cantidad de diversos factores endógenos y exógenos que afectan el desempeño de la empresa emisora, el entorno en el que se desempeña e influyen en las tendencias del mercado de valores en el que cotiza. Es más, el inversionista debe considerar que el precio de los valores o instrumentos puede fluctuar en contra de su interés y ocasionarle la pérdida parcial y hasta total del capital invertido.

La información contenida en el presente reporte ha sido obtenida de fuentes que consideramos como fidedignas, pero no hacemos declaración alguna respecto de su precisión o integridad. La información, estimaciones y recomendaciones que se incluyen en este documento son vigentes a la fecha de su emisión, pero están sujetas a modificaciones y cambios sin previo aviso; Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no se compromete a comunicar los cambios y tampoco a mantener actualizado el contenido de este documento. Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no acepta responsabilidad alguna por cualquier pérdida que se derive del uso de este reporte o de su contenido. Este documento no podrá ser fotocopiado, citado, divulgado, utilizado, ni reproducido total o parcialmente sin previa autorización escrita por parte de, Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V.

GRUPO FINANCIERO BANORTE S.A.B. de C.V.
Directorio de Análisis

Gabriel Casillas Olvera	Director General Adjunto Análisis Económico y Bursátil	gabriel.casillas@banorte.com	(55) 4433 - 4695
Raquel Vázquez Godínez	Asistente Dir. General Adjunta Análisis Económico y Bursátil	raquel.vazquez@banorte.com	(55) 1670 - 2967

Análisis Económico

Delia María Paredes Mier	Directora Ejecutiva Análisis y Estrategia	delia.paredes@banorte.com	(55) 5268 - 1694
Katia Celina Goya Ostos	Subdirector Economía Internacional	katia.goya@banorte.com	(55) 1670 - 1821
Juan Carlos Alderete Macal, CFA	Subdirector Economía Nacional	juan.alderete.macal@banorte.com	(55) 1103 - 4046
Miguel Alejandro Calvo Domínguez	Gerente Economía Regional	miguel.calvo@banorte.com	(55) 1670 - 2220
Francisco José Flores Serrano	Gerente Economía Nacional	francisco.flores.serrano@banorte.com	(55) 1670 - 2957
Francisco Duarte Alcocer	Analista Economía Internacional	francisco.duarte.alcocer@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2707
Lourdes Calvo Fernández	Analista (Edición)	lourdes.calvo@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2611

Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio

Alejandro Padilla Santana	Director Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	alejandro.padilla@banorte.com	(55) 1103 - 4043
Santiago Leal Singer	Subdirector Estrategia de Tipo de Cambio	santiago.leal@banorte.com	(55) 1670 - 2144
Leslie Thalía Orozco Vélez	Gerente Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	leslie.orozco.velez@banorte.com	(55) 5268 - 1698

Análisis Bursátil

Manuel Jiménez Zaldivar	Director Análisis Bursátil	manuel.jimenez@banorte.com	(55) 5268 - 1671
Víctor Hugo Cortes Castro	Análisis Técnico	victorh.cortes@banorte.com	(55) 1670 - 1800
Marissa Garza Ostos	Conglomerados / Financiero / Minería / Químico	marissa.garza@banorte.com	(55) 1670 - 1719
José Itzamna Espitia Hernández	Aerolíneas / Aeropuertos / Cemento / Fibras / Infraestructura	jose.espitia@banorte.com	(55) 1670 - 2249
Valentín III Mendoza Balderas	Autopartes / Bienes Raíces / Comerciales / Consumo Discrecional	valentin.mendoza@banorte.com	(55) 1670 - 2250
Jorge Antonio Izquierdo Lobato	Analista	jorge.izquierdo.lobato@banorte.com	(55) 1670 - 1746
Itzel Martínez Rojas	Analista	itzel.martinez.rojas@banorte.com	(55) 1670 - 2251

Análisis Deuda Corporativa

Tania Abdul Massih Jacobo	Directora Deuda Corporativa	tania.abdul@banorte.com	(55) 5268 - 1672
Hugo Armando Gómez Solís	Subdirector Deuda Corporativa	hugoa.gomez@banorte.com	(55) 1670 - 2247
Gerardo Daniel Valle Trujillo	Analista Deuda Corporativa	gerardo.valle.trujillo@banorte.com	(55) 1670 - 2248

Banca Mayorista

Armando Rodal Espinosa	Director General Banca Mayorista	armando.rodal@banorte.com	(81) 8319 - 6895
Alejandro Eric Faesi Puente	Director General Adjunto de Mercados y Ventas Institucionales	alejandro.faesi@banorte.com	(55) 5268 - 1640
Alejandro Aguilar Ceballos	Director General Adjunto de Administración de Activos	alejandro.aguilar.cebillos@banorte.com	(55) 5268 - 9996
Arturo Monroy Ballesteros	Director General Adjunto Banca Inversión Financ. Estruct.	arturo.monroy.ballesteros@banorte.com	(55) 5004 - 1002
Gerardo Zamora Nanez	Director General Adjunto Banca Transaccional y Arrendadora y Factor	gerardo.zamora@banorte.com	(81) 8318 - 5071
Jorge de la Vega Grajales	Director General Adjunto Gobierno Federal	jorge.delavega@banorte.com	(55) 5004 - 5121
Luis Pietrini Sheridan	Director General Adjunto Banca Patrimonial y Privada	luis.pietrini@banorte.com	(55) 5004 - 1453
René Gerardo Pimentel Ibarrola	Director General Adjunto Banca Corporativa e Instituciones Financieras	pimentelr@banorte.com	(55) 5268 - 9004
Ricardo Velázquez Rodríguez	Director General Adjunto Banca Internacional	rvelazquez@banorte.com	(55) 5004 - 5279
Víctor Antonio Roldan Ferrer	Director General Adjunto Banca Empresarial	victor.rolan.ferrer@banorte.com	(55) 5004 - 1454