



COLUMNA INVITADA

GUILLERMO ZAMARRIPA*

¿Qué implica una reducción en la calificación de Pemex?

En la semana, Moody's dio a conocer una reducción en la calificación crediticia de Petróleos Mexicanos (Pemex). Además, señaló que la perspectiva sobre la empresa es negativa, lo que da un indicio de probables nuevas bajas. Este hecho es una señal importante de lo que le puede pasar a México si sigue por el camino de mantener el déficit y de un mayor endeudamiento.

Empezaré por definir el contexto. Pemex es la empresa más grande de México con un régimen fiscal específico que es muy oneroso. El objetivo es apoyar los ingresos del gobierno federal.

Típicamente se argumentaba que la solidez de Pemex venía de que, al ser propiedad del gobierno, tenía el respaldo en caso de algún problema.

También este vínculo puede jugar en contra. Si hay debilidad en Pemex se podría extrapolar a que igualmente la hay en el gobierno. Este último escenario es el que nos puede afectar.

El argumento de Moody's es estrictamente financiero. Un primer indicador financiero negativo es que Pemex tiene salidas de efectivo importantes por impuestos y derechos que disminuyen su flujo operativo. Dicho flujo es menor a la inversión. Este hecho implica que para financiar la inversión se requiere de un mayor endeudamiento de la empresa.

Un segundo indicador, que es más preocupante, es que todo el flujo de inversión no le ha permitido a Pemex aumentar su nivel de producción. La información de producción de la empresa muestra una baja en los niveles durante los últimos años y no hay información que permita concluir sobre un cambio en la tendencia.

Un tercer indicador es el creciente nivel de deuda, la cual ha sido necesaria para financiar el déficit de caja.

La conclusión del análisis de los números financieros de la empresa es que la baja en calificación es justificada.

Ahora pasemos al análisis de las implicaciones de esta baja.

La deuda de mayor calificación en

México es la del gobierno federal. A la deuda de Pemex se le considera como *cuasi* gubernamental. Lo que la baja implica es que ya se está generando una opinión de que al menos parte de nuestro arreglo institucional de endeudamiento no es sostenible.

Esto que inició en México con Pemex en la semana es algo que ha pasado en otros países de la región.

El caso más notorio es el de Brasil. En septiembre de este año, Standard & Poor's redujo la calificación de ese país, sacándolos de la zona de grado de inversión.

Nuestro caso hoy no es grave, pero si no se toman medidas podemos tener una dinámica como la de Brasil.

Sobre la solución financiera hay varias opciones. La primera es seguir como estamos: dejar el hueco financiero en Pemex y que las cuentas del gobierno federal se mantengan igual. El efecto serán nuevas bajas de calificación.

Pemex es la empresa más grande de México con un régimen fiscal específico que es oneroso. El objetivo es apoyar los ingresos del gobierno federal.

La segunda es reducir la carga fiscal de Pemex para nivelar su flujo de tal manera que no se endeude más. El efecto será menores ingresos para el gobierno.

Ante esto, el gobierno puede no ajustar su gasto y registrar un mayor endeudamiento. Este camino nos puede llevar al escenario de menores calificaciones para el gobierno.

Si el gobierno opta por ajustar el gasto se estaría corrigiendo la situación de fondo.

En conclusión, lo que sucedió es un aviso de que se tiene que arreglar el problema de mayor endeudamiento en México. La estrategia de mandar el déficit de flujo a Pemex ya se agotó.

*Director General del FUNDEF
guillermozamarripa@itam.mx