

MÁS ALLÁ DE CANTARELL



Pablo Zárate

@pzarater

México no está en bancarrota. ¿Y Pemex?

Para plantear que México está en bancarrota, nuestro presidente electo ha ido en contra de muchos expertos y analistas. Casi literalmente, sugirió usar datos alternativos.

Si el propósito era hacer un análisis técnico y no mandar un mensaje político, había una salida más fácil: podría haberse enfocado en Pemex. Como **Manuel Molano**, del Instituto Mexicano para la Competitividad, plantea: “El país no está en bancarrota, pero Pemex igual y sí”.

El capital social de Pemex es multimillonariamente negativo. Tiene una deuda de más de 100,000 millones de dólares. Para darle contexto al número, la deuda ajustada implica que se necesitan más de seis años de ventas de Pemex completitas (EBITDA), sin considerar costos ni impuestos, para poder saldarla.

La situación empeora mientras más le rascas a los indicadores. Hoy por hoy, ni producir petróleo ni refinarlo son actividades autosostenibles para Pemex desde la perspectiva financiera. En un reporte reciente, Moody's recordó que, desde el 2014, el margen operativo de refinación ha sido consistentemente negativo. En términos generales, por cada litro de gasolina producido en México, Pemex pierde dinero. Sólo recientemente, como **Carlos Treviño** le explicó a **Jude Webber** del *Financial Times*, se han podido generar ganancias moderadas — y eso sólo recortando la producción de gasolinas muy significativamente —.

Exploración y Producción ha generado márgenes positivos consistentemente dentro de Pemex. Pero, cuando se consideran todos los costos implícitos en la producción de cada barril (desde costos exploratorios hasta financieros, medidos a través del *leveraged full cycle ratio* o LFCR), el resultado es poco alentador. De cada dólar que Pemex invierte en su ciclo completo de producción en el 2018, Moody's estima que la compañía sólo recuperará 86 centavos. El 2019, de acuerdo con la misma calificadora, pinta igual.

Con una deuda muy pesada y una muy limitada capacidad de generación de efectivo en sus ciclos completos de producción, la conclusión aquí no requiere datos alternativos. Las calificadoras consideran a la deuda de Pemex una deuda de alto riesgo. Para tomar un poco de su lenguaje prestado, si analizáramos sus bonos individualmente, nos daríamos cuenta de que son chatarra (*junk bonds*). El salvavidas que eleva la deuda de Pemex a los codiciados peldaños de grado de inversión es el supuesto de un apoyo implícito del gobierno. Si Pemex truena financieramente hablando, el gobierno la salva; los acreedores pueden reclamar sus pagos.

Para ser justo, el presidente electo sí transitó parte del camino propuesto, decidiendo sostener los dichos de la bancarrota a partir de datos del sector petrolero. Planteó, con toda la razón, que se había prometido una producción de 3 millones de barriles diarios, que estamos a leguas petroleras de tener.

Donde se quedó corto es al hablar de la nueva inversión atraída. Criticó que hayan llegado “60,000 millones de pesos; 15,000 millones de pesos por año”. No mencionó que la inversión irá acelerando conforme las empresas alcancen fases productivas, como los casos recientes de compromisos de inversiones de varios miles de millones de dólares en Hockhi y en Amoca lo demuestran.

Pero, en la lógica de nuestro presidente electo, hubo una ausencia aun más notable. Pemex tiene, para ella sola, más de 90% de las reservas probadas del país y todavía más de la producción. Las recientes caídas en reservas y producción son de Pemex y sólo de Pemex. Las rondas, en cambio, han ido incrementado la producción y reservas conforme los proyectos van madurando. La parte de la reforma energética que claramente ha fracasado es la que no se ha logrado terminar de reformar.

Regreso a Molano: “Hay que cercenar un brazo con gangrena, aunque estemos muy encariñados con él”. Quizás Pemex sea más que un brazo y esto complique el tratamiento. Pero es claro que hay que reformarla, transformarla y, por primera vez, cortar su enfermiza relación, de décadas, con varias secretarías de Estado. Si hay una bancarrota que identificar y atender, hace sentido empezar por aquí.