

# TENDENCIAS FINANCIERAS MULTIVA

## Baja la calificación crediticia de Pemex

**E**l martes 29 de enero, la agencia calificadora Fitch Ratings bajó dos niveles la calificación de los bonos de largo plazo en moneda extranjera de Pemex de 'BBB+' a 'BBB-' y los bonos de largo plazo denominados en pesos los degradó de 'AAA (mex)' a 'AA (mex)', con perspectiva negativa. Este deterioro se aplica a 80,000 millones de dólares de bonos y a las emisiones a largo plazo en escala nacional.

De acuerdo con Fitch Ratings, esto es consecuencia del deterioro del perfil crediticio individual de la paraestatal —la calificación de Pemex si no tuviera el apoyo del gobierno— que pasó de tener “alto riesgo de incumplimiento” ('B-') a “vulnerable y dependientes de condiciones económicas favorables para cumplir sus compromisos” ('CCC'). Es decir, sin el respaldo del estado, su deuda equivale a “bonos basura”. Entre los argumentos que acompañaron la revisión destacan los siguientes:

■ Fitch proyecta que la compañía reportará un flujo libre de efectivo negativo en 2018 y 2019 de entre 3 mil y 4 mil millones de dólares (entre 57 mil y 76 mil millones de pesos). Esto, sin contar la inversión que se necesitaría para reponer las reservas y detener la caída anual de producción de alrededor de 9 mil y 14 mil mdd (171 mil y 266 mil millones de pesos). Los niveles actuales de ventas e inversión no son suficientes para revertir la caída en la producción.

■ Las transferencias de Pemex al gobierno ascienden a casi 10% de los ingresos del gobierno (27.37 mil millones de dólares o 520 mil millones de pesos por ingresos petroleros). Durante los últimos años esto equivale al 45% de las ventas de la empresa o al 80% de su EBITDA ajustado. En cambio, el respaldo del gobierno hacia Pemex ha sido moderado (el presupuesto para 2019 contempla inyecciones de capital por 1,315 millones de dólares o 25 mil millones de pesos).

■ La inacción del gobierno para prevenir el deterioro de la calificación individual de Pemex muestra que no hay incentivos para apoyar a la paraestatal en caso de que esto fueran necesario. El gobierno no ha fallado en dar mayor importancia a la viabilidad financiera de la empresa o al papel estratégico que esta tiene para México. Este vínculo empresa-Estado compara desfavorablemente con el de sus pares internacionales (i.e. Petrobras, Ecopetrol, Petroperu).

**Fitch proyecta que la compañía reportará un flujo libre de efectivo negativo en 2018 y 2019 de entre 3 mil y 4 mil millones de dólares.**

■ El nivel de endeudamiento de Pemex estimado para 2018 equivale a 10 veces su flujo operativo. Entre septiembre 2017 y septiembre 2018, la deuda total ascendió a 106 mil mdd (2,013 mdp); mientras que su EBITDA ajustado antes de gastos netos de pensiones fue de 27.6 mil mdd (524.33 mdp). El indicador de apalancamiento de Pemex, de deuda total a reservas probadas (IP), también se ha deteriorado.

■ El gobierno corporativo de Pemex se considera débil, especialmente ante cambios de gobierno. La Ley de Pemex actual permite al presidente de México nombrar al director General de la empresa. La iniciativa para modificar esta ley propone que la administración federal pueda seleccionar el personal de los dos niveles por debajo del director general.

El lunes 28 de enero la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP) reconoció que la producción de petróleo crudo disminuyó casi 50% en menos de 15 años —la producción cayó de 3.4 millones de barriles al día (mdbd) en 2014 a 1.8 mdbd en 2018— debido a diversos factores; entre los que destacó una elevada carga tributaria que no ha permitido los niveles de inversión necesarios. En este sentido, la SHCP anunció dos medidas para reducir esta carga, fortalecer la posición financiera de Pemex y reestablecer su capacidad productiva. En mayor detalle:

1. Incentivos fiscales para proyectos de extracción y exploración. Aumentará el límite de los costos deducibles de impuestos de los proyectos de Pemex relacionados con estas actividades. De acuerdo con la SHCP, esto representa cerca de 11,000 millones de pesos adicionales para Pemex durante seis años (579 millones de dólares). Lo anterior se implementará homologando el límite de deducción de costos respecto a lo ofrecido en las licitaciones del periodo 2015-2018.

2. Régimen especial para la recuperación de petróleo. Los proyectos con recuperación secundaria y terciaria, técnicas para alcanzar la producción potencial de campos maduros estarán sujetos a una menor carga impositiva. De acuerdo con la SHCP esta medida no tiene impacto en el presupuesto, toda vez que beneficia producción adicional a la proyectada para 2019.

La SHCP destacó que “el fortalecimiento de la lucha contra la evasión y elusión fiscal” permitirá la implementación gradual de estas medidas para compensar los recursos que Pemex necesita.

Desafortunadamente estas medidas llegaron tarde, un día antes de la baja de calificación. Además, la carencia de un plan específico para llevarlas a cabo deja este plan de acción en buenas intenciones.

\*Tipo de cambio *spot* al cierre del martes 29 de enero: 18.9975 pesos por dólar

Llama al 01-800-2262668  
o síguenos en Twitter: @bancomultiva  
o Ingresa a [www.multiva.com.mx](http://www.multiva.com.mx)