

Las angustias petroleras

Desde mediados de 2018 se han acrecentado las preocupaciones de analistas e inversionistas sobre el futuro financiero de Pemex. El fortalecimiento de esta empresa requiere un cambio drástico en su enfoque empresarial.

Las presiones sobre Pemex se han visto reflejadas, entre otros aspectos, en un incremento considerable de las tasas de interés a las que se negocian globalmente sus bonos, con una ampliación de la brecha respecto al costo de financiamiento del Gobierno Federal.

Las tensiones se agudizaron en enero de 2019 como consecuencia del descenso de dos peldaños de la calificación de la deuda de Pemex por parte de la agencia Fitch a un nivel de BBB-. Esta nota es equivalente a la emitida desde hace algún tiempo por Moody's y se coloca a sólo un escalón de perder el "grado de inversión".

A juzgar por los diferenciales recientes en los instrumentos de cobertura contra impago entre Pemex y el Gobierno Federal, los mercados financieros parecen estimar que la compañía recibirá degradaciones adicionales.

RAZONES Y PROPORCIONES

Manuel Sánchez González

@mansanchezg



La importancia de Pemex para el Gobierno y la economía hacen que el deterioro de su calidad crediticia tenga repercusiones amplias.

Por ejemplo, es posible que la garantía implícita del Gobierno

en las obligaciones de la compañía se traduzca en presiones fiscales y en un aumento del costo del financiamiento soberano. Además, el sistema bancario puede verse afectado en su posición acreedora y las condiciones de fondeo podrían deteriorarse para las empresas.

Los problemas que explican la fragilidad financiera de la petrolera no son nuevos y reflejan la visión política y de corto plazo que por mucho tiempo ha guiado su manejo.

Específicamente, por más de tres décadas, desde el descubrimiento del yacimiento Cantarell, la compañía se dedicó a extraer crudo a bajo costo y transferir los recursos al Gobierno mediante un régimen fiscal muy restrictivo. Como resultado, se descuidó la inversión requerida para la modernización tecnológica en todas las áreas.

Durante esos años, Pemex registró márgenes operativos muy elevados para estándares internacionales, a pesar de mostrar una productividad laboral muy pobre. La canalización de ingresos netos al Gobierno reducía las utilidades después de impuestos a niveles mínimos.

Con el declive del complejo Cantarell, Pemex ha dependido cada vez más de otros campos cuyo costo de extracción es su-

perior. Asimismo, desde 2005 la producción de crudo ha registrado un persistente descenso, con lo que los volúmenes de extracción en 2018 fueron la mitad de los obtenidos quince años antes.

A pesar de que desde 2014 se aligeró moderadamente su carga impositiva, en los últimos años Pemex aceleró su endeudamiento, altamente concentrado en moneda extranjera, hasta alcanzar niveles de apalancamiento excesivos. A raíz de la caída de los precios internacionales del petróleo, se contrajo aún más la inversión y se exacerbó su déficit financiero. Durante los últimos diez años la compañía ha exhibido capital negativo, por lo que ha sido técnicamente insolvente.

En enero pasado, el Gobierno anunció un apoyo monetario a Pemex muy inferior al otorgado en 2016. En ambos casos, se trató de paliativos temporales que no resolvieron los problemas de fondo.

Para que la empresa dé un giro hacia niveles de inversión que permitan impulsar rentablemente la producción y la restitución de reservas probadas, se requiere un nuevo modelo de negocio. Este no se basaría en la inyección de más recursos gubernamentales ni, mucho menos, en orientar la extracción de crudo a

la refinación interna, como lo ha planteado la administración.

Se necesitaría un giro de visión hacia criterios empresariales, como lo hacen, en particular, los negocios insolventes. Ello implicaría enfocar la operación en áreas lucrativas, y vender activos no esenciales que le permitan abatir el endeudamiento.

Adicionalmente, como ha ocurrido en otros países latinoamericanos, sin perder el control estatal, Pemex podría colocar acciones en los mercados bursátiles internacionales con el fin de capitalizarse y mejorar su gobierno corporativo. Esta emisión podría promoverse reduciendo la carga tributaria a niveles comparables a los de las empresas petroleras mundiales.

El saneamiento y la transformación de Pemex hacia la rentabilidad eliminarían las preocupaciones sobre los riesgos asociados a su crónica fragilidad financiera. Tales medidas, aunadas a la revitalización de la participación privada en el sector energético, fortalecerían las finanzas públicas, facilitarían el suministro de insumos esenciales e impulsarían la actividad económica.

Exsubgobernador del Banco de México y autor de *Economía Mexicana para Desencantados* (FCE 2006)