

FINANCIAL TIMES



Aumenta la presión sobre la petrolera del Estado. JORGE CARBALLO

México y su lucha por mantener el grado de inversión

Calificadoras. Cuando S&P bajó la perspectiva de Pemex e hizo lo mismo con la del país, vinculó el destino de las dos partes

COLBY SMITH
LONDRES

El martes pasado, el subsecretario de Hacienda de México le dijo al FT exactamente lo que los inversionistas querían escuchar: el costoso proyecto de la refinería de petróleo Dos Bocas se pondría en pausa. Los 2 mil 500 millones de dólares (mdd) de fondos asignados se canalizarían para ayudar a revertir una caída de 15 años de producción de petróleo de Pemex, la deficitaria compañía petrolera estatal con miles de millones de dólares en deuda, y con pagos por realizar pronto.

Las perspectivas de que la administración hiciera un esfuerzo concertado para apuntalar a

Pemex llegaron como una grata sorpresa. Hace un mes, el gobierno presentó un paquete de medidas de rescate financiero para la empresa que era menos impresionante, en el cual se incluían recortes de impuestos, inyecciones de capital y pagos anticipados de pagarés de pensiones. Los inversionistas se pusieron nerviosos. El anuncio hizo que las agencias de calificación rebajaran la de Pemex y pusieran en duda la condición de grado de inversión de México.

El presidente Andrés Manuel López Obrador amplificó esos temores poco después al contradecir a su subsecretario de Hacienda y aumentar la apuesta en el proyecto. No solo

había muchos fondos para seguir adelante, dijo, sino que se podría anunciar una licitación tan pronto como el 18 de marzo, el aniversario de la creación de Pemex después de la expropiación petrolera en 1938.

Así que con más de 100 días en el cargo como presidente de México, y a pesar de los altos niveles de aprobación (por encima de 80 por ciento de acuerdo con algunas mediciones), López Obrador puede estar enfrentando su mayor desafío con los inversores: cómo proteger la condición de grado de inversión del país.

Cuando S&P Global recortó la perspectiva de Pemex de estable a negativa a principios de marzo, poco después de que hi-

zo lo mismo con la perspectiva soberana de México, la agencia calificadora vinculó explícitamente el destino del país a la de su compañía petrolera en un informe en el que explica su decisión.

La perspectiva negativa de Pemex y de sus subsidiarias refleja la de la soberana. Bajo la nueva administración, esperamos una relación más estrecha entre Pemex y el gobierno, donde este último estará muy involucrado en todas las decisiones estratégicas para ejecutar su política energética... por lo tanto, continuamos correlacionando las calificaciones de Pemex y sus subsidiarias con las perspectivas soberanas.

Moody's pintó un paralelismo similar en un informe un mes antes, advirtiendo que dado que los pagos anuales de amortización aumentarán de 6 mil 600 mdd en 2019 a más de 9 mil millones de dólares en 2020 y 2021, Pemex requerirá apoyo adicional si la confianza del mercado no mejora sustancialmente.

Independientemente de si el apoyo soberano adquiere la forma de desgravación fiscal o inyecciones de liquidez, la necesidad de proporcionar asistencia financiera a la empresa productiva del Estado ejercerá presión en las finanzas del gobierno, complicando el compromiso de las autoridades de mantener bajos los déficits fiscales... en el mediano plazo, una necesidad recurrente de apoyo financiero elevaría la deuda del gobierno federal por encima de

Y ADEMÁS

Ineficiencias de Pemex

Pemex también es ineficiente, concluye la consultora internacional Capital Economics. La producción de petróleo por empleado es de alrededor de 15 barriles por día, aproximadamente la mitad del nivel que obtienen los empleados de Rosneft y Petrobras. En marcado contraste, los empleados de Ecopetrol y Equinor tienen un promedio de aproximadamente 80 barriles por día.

Es por esta razón que los inversionistas y las agencias calificadoras quedaron frustrados en febrero cuando se enteraron de los planes del gobierno. Eso "no es nada", dice Glossop. De hecho, la mayoría de los fondos ya se habían prometido y el alivio fiscal ascendió a menos de 1 mil millones de dólares. Según Glossop, esto mostró una falta de voluntad o una incapacidad por parte del gobierno para resolver lo que realmente perjudica a la compañía petrolera.

40 por ciento del producto interno bruto, lo que afectaría el perfil crediticio del soberano.

Como Eric Ollum, de Citigroup, lo dijo en Alphaville, México está atrapado entre la espada y la pared. La “pared” es el compromiso de López Obrador de administrar un superávit primario de 1 por ciento, por encima del nivel de 0.6 por ciento en 2018 y mantener la estabilidad macroeconómica durante tres años.

La “espada” es el hecho de que Pemex puede necesitar un rescate mucho antes. Y al tener en cuenta que la compañía ahora está en “modo de clasificación”, según Ollum, se corre el riesgo de que el gobierno espere demasiado para llegar con un plan creíble que se centre menos en medidas provisionales y más en soluciones permanentes.

Pemex tiene dos problemas evidentes. Primero, su producción de petróleo registra una caída todos los años desde 2004. El año pasado, descendió un 7 por ciento adicional. Para compensar este déficit, las importaciones de gasolina aumentaron 65 por ciento en los últimos cinco años, de acuerdo con Oxford Economics:

Con una capacidad reducida para generar ingresos, Pemex ha visto que aumenta su carga de la deuda. A partir de septiembre, la compañía tiene deudas por 107 mil millones de dólares en su balance, una cuarta parte de las cuales vencen entre este año y el próximo. El verdadero dolor llega en 2024 y más adelante, cuando la deuda de Pemex aumenta.

Lo que es más preocupante, las necesidades de gasto de Pemex para este año cancelan más o menos los 47 mil 900 millones de dólares en efectivo que la compañía tiene a la mano, así como la ayuda que recibe del gobierno de México. Como lo indica Moody's a continuación, la deuda que vence de Pemex, los pagos de intereses y el gasto de capital, entre otros gastos, podrían llevar a un déficit de alrededor de 500 mdd:

Sosteniendo estos temas se encuentra algo fundamentalmente más problemático. Primero, Pemex enfrenta tasas de impuestos efectivas excepcionalmente altas, con 95 por ciento de sus utilidades antes de impuestos que fueron para el gobierno durante las últimas dos décadas. Eso supera la tasa que paga PDVSA de Venezuela, Equinor de Noruega, Ecopetrol de Colombia, Rosneft de Rusia y Petrobras de Brasil, señala Edward Glossop de Capital Economics. Lo que es más, significa que Pemex gastó miles de millones de dólares en pagos de impuestos en lugar de invertir en exploración y producción. ■