



## MÁS ALLÁ DE CANTARELL

Pablo Zárate

@pzarater

# El mayor riesgo a la calificación de Pemex es el gobierno

**H**asta ahora, la hemos librado. A pesar de los contro- versiales anuncios de inversión de Pemex en proyec- tos como Dos Bocas o la inexplicable pausa en el desa- rrollo de nuevas alianzas estratégicas (farmouts) para Pemex, su deuda aún retiene el grado de inversión. Estamos apenas a un peldaño de que una segunda calificadora considere ‘basura’ (junk) a la deuda de Pemex – algo que para Pemex costaría, por lo menos, 37 mil millones de pesos en pocos años sin obtener ningún beneficio y podría ponernos en una espiral de destrucción de valor económico mucho mayor. Pero aún no hemos caído.

Es falso que la calificación esté sostenida por la confianza de inversionistas o calificadoras en los nuevos planes de Pemex. En cuanto se publicó el plan de negocios de Pemex, de hecho, algunos tenedores de bonos de Pemex anticiparon públicamente que habría downgrade de calificación. Pero, más allá de las opiniones coyunturales, la evaluación crediticia de referencia (baseline credit assessment, que refleja la calificación intrínseca de la compañía, o standalone credit rating) lleva mucho tiempo en territorio basura. Y sigue desplomándose. Apenas en junio, Moody’s explicó el downgrade del BCA de Pemex a caal argumentando que la declinación en reservas probadas continúa y que las inversiones anunciadas probablemente serán insuficientes para restituir reservas en 2019 y 2020 al ritmo deseado (aunque, como expliqué la semana pasada, Pemex sostiene lo contrario). Además, las reservas probadas que ya cuentan con infraestructura para poder producirse (reservas probadas desarrolladas) alcanzan para menos de 5 años de producción al ritmo actual. Si Pemex quiere mantener los ritmos de producción actuales, pronto se necesitará mucha inversión. En este contexto, tener los recursos que se van a necesitar en obras o proyectos no estratégicos de exploración y producción realmente desayuda.

Pero probablemente no marque una diferencia hacia adelante. Es triste decirlo: aún si las ambiciosas metas de producción y restitución de reservas siguen incumpléndose, la refinería cuesta más o se demora, estas malas noticias difícilmente serían la causa de que se reduzca la calificación de Pemex. En su análisis, de hecho, Moody’s asume que este va a ser el caso. Para usar lenguaje técnico, la baja correlación entre las promesas gubernamentales y resultados de Pemex ya están descontados.

La mirada en realidad está puesta en el gobierno y sus finanzas. Moody’s reconoce “el compromiso del gobierno, en el corto plazo, a una política fiscal prudente”. Pero aún así le ha dado una perspectiva negativa a la calificación del soberano (la cual si está algunos peldaños por encima del umbral de grado de inversión) – y ha citado esta perspectiva negativa como una espada de Damocles que pende sobre el grado de inversión de Pemex.

El mayor riesgo a la calificación de Pemex, pues, es el propio gobierno. Como la calificadora explica, la perspectiva negativa sobre la calificación del soberano refleja la “preocupación de que el marco de políticas públicas se está debilitando en dos aspectos primordiales”. El primer punto de debilidad es la toma de decisiones gubernamentales impredecibles, que está lastimando la confianza de las inversionistas y los prospectos de crecimiento económico en el mediano plazo. El segundo es “un menor crecimiento, junto con cambios en la política energética y el rol de Petróleos Mexicanos”, que introducen riesgos a la perspectiva fiscal de México.

En pocas palabras, para la calificación crediticia, donde hay más margen para errores es en los resultados de Pemex. No por que no importe sino porque ya se asumió como altamente probable que las malas noticias continúen. Donde realmente está toda la presión del análisis, es en los resultados económicos. O en que el gobierno de muestras adicionales de que Petróleos Mexicanos se vuelva a consolidar cada vez más como un monopolista. Una gota así derramaría el vaso de inmediato.