

FINANCIAL TIMES

Pemex, atrapado entre endeudamiento y fisco

Mercado petrolero. La mayoría de las ganancias de la compañía se van al gobierno en impuestos y le queda muy poco para impulsar la producción; los analistas ven necesarias reformas a su estructura tributaria

JUDE WEBBER Y COLBY SMITH
CIUDAD DE MÉXICO Y NUEVA YORK

Frente a una crisis de liquidez en el año nuevo, Pemex se está quedando sin soluciones rápidas para cubrir los pagos de la deuda y los analistas advierten que son necesarias reformas de supervivencia a la estructura tributaria de la compañía petrolera más endeudada del mundo.

La petrolera estatal mexicana recientemente cobró bonos del gobierno etiquetados para ayudar a cubrir las enormes obligaciones de pensiones. Con eso se compró un respiro del pago de deuda de 2 mil millones de dólares que vence en enero.

Pero incluso después de esa maniobra financiera, que recaudó 4 mil 800 mdd, la firma más grande de México aún puede que tenga que emitir deuda en enero y requerir más ayuda estatal en 2021.

“Es un agujero cada vez más grande”, dijo Simon Weaver, estratega de Morgan Stanley, y agregó: “A menos de que tengan suerte y la producción se recupere, ellos van a tener que considerar otras maneras. Una reforma fiscal más amplia es la solución más realista”.

Si bien alguna vez fue la lucrativa *vaca lechera* del Estado mexicano, Pemex ahora depende de ayuda financiera tras el apoyo de un gobierno cuyos propios recursos se encontraban bajo una fuerte tensión incluso antes de que el covid-19 empujara a México hacia la peor recesión en un siglo.

Pemex está atrapado en un dilema tipo Catch-22: la mayoría de sus ganancias se van al gobierno en impuestos, y le queda muy poco para invertir en impulsar la producción, y esto la obliga a utilizar deuda para financiar el gasto de capital.

Dado que el gobierno se comprometió a no aumentar la montaña de deuda de Pemex de 110.3 mil millones de dólares, la compañía tuvo que seguir pidiendo ayuda.

“La situación de Pemex es mucho peor de lo que todos en el mercado creen”, dijo un exfuncionario de alto nivel, y añadió que “quemar dinero a la velocidad de la luz”.

La carga fiscal de Pemex se redu-



Centro de Proceso Pol-A de Pemex, ubicado en la plataforma continental de Ciudad del Carmen, Campeche. C. GUADARRAMA/ARCHIVO

LAS CLAVES

Dos Bocas

La construcción de la refinería de Dos Bocas, en Tabasco, es una carga para el gasto de capital de Pemex, limita sus exportaciones y hará que sus ingresos en dólares serán menores, advirtió la calificadora Moody's.

Riesgos

En un documento, la agencia indicó que la refinería tiene dudosos retornos de inversión y riesgos de sobrecostos, lo que presionará las finanzas de la petrolera.

Carga financiera

Moody's consideró que el proyecto supone una carga para los recursos de gestión la petrolera estatal mexicana, que requerirá más apoyo del gobierno federal para financiar la inversión de capital.

Costos

Aunque el gobierno federal cree que el proyecto tenga un costo de 8 mil millones de dólares, Moody's estima que sea de hasta 12 mil millones.

jo de 65 por ciento en 2019 a 58 por ciento este año y se prevé que caiga a 54 por ciento en 2021. El año pasado solo financió 11 por ciento del presupuesto nacional, cerca de una cuarta parte de su contribución a las arcas del gobierno en 2008.

Pero las menguantes fuentes de ingresos del mismo gobierno, y su necesidad de usar recursos para financiar programas sociales, significan que aún no podrá considerar la reforma fiscal integral que Pemex necesita para sobrevivir.

A mediados de noviembre, Pemex intercambió 129 mil mdp (6 mil millones de dólares) en pagarés no canjeables que entregó el gobierno por deuda soberana estándar, y luego los cobró.

Los pagarés, una forma de vales del gobierno, tenían la intención de ayudar a reducir los pasivos por pensiones que Gonzalo Monroy, un analista del sector energía, estima que aumentará

de 77 mil mdd en 2019 a 84 mil millones de dólares en 2020.

“No han dicho cómo monetizaron los bonos. La propiedad extranjera aumentó significativamente (en noviembre), por lo que o los vendieron en el extranjero (en el mercado) o, y creo que es más probable, firmaron un acuerdo de recompra con bancos extranjeros en el que intercambiaron estos nuevos bonos líquidos del gobierno con bancos extranjeros y estos les dieron efectivo con la promesa de que Pemex los volvería a comprar en el futuro”, señaló Weaver.

“Son muy buenos para encontrar formas creativas (de refinanciar a Pemex) y esta es otra”, dijo.

Pemex ya recurrió antes a los pagarés. Aaron Gifford, analista de deuda soberana de los mercados emergentes de T Rowe Price, dijo que cree que ahora Pemex ya los agotó, impulsando los pasivos de pensiones sin fondos.

Aún así, al usar deuda soberana, Pemex envió al mercado una señal de respaldo del gobierno.

La deuda de Pemex no tiene ninguna garantía explícita del gobierno. Sin embargo, el presidente Andrés Manuel López Obrador, un nacionalista con respecto al sector de energía, dejó en claro que hará todo lo posible para rescatar a una empresa que recuerda como el motor del desarrollo nacional desde su juventud en el sureño estado petrolero de Tabasco.

En otra ayuda, la Secretaría de Energía impuso recientemente nuevas reglas sobre las importaciones de combustible, recortando los permisos de importación de 20 a cinco años en una medida que la comisión antimonopolio de México dijo que obstaculizará la inversión privada en el sector.

Pemex recaudó 6 mil 500 millones de dólares en 2020, pero enfrenta 6 mil mdd en vencimientos de deuda en 2021.

Greg Magnuson, analista de Neuberger Berman, dijo que la última operación de deuda “podría ser un preludio de un regreso al mercado para abordar los vencimientos a corto plazo en el nuevo año”.

Waever, de Morgan Stanley espera que Pemex emita 10 mil millones de dólares durante el año, con una venta de 5 mil mdd en enero.

Una venta de bonos es probable que resulte bien: la deuda de Pemex se rebajó a chatarra este año, lo que la convierte en un atractivo de alto rendimiento en un mundo con tasas de interés negativas. Los rendimientos actuales de sus bonos de referencia con vencimiento en 2027 rondaban 5.4 por ciento, lo que representa una marcada disminución respecto a cerca de 8 por ciento a principios de noviembre.

Sin embargo, los analistas coinciden en que Pemex necesita más que soluciones rápidas.

“La capacidad de implementar continuamente medidas de apoyo puntuales y *ad hoc* va a disminuir con el tiempo”, dijo Patti McConachie, analista *senior* del gestor de activos Columbia Threadneedle.

Sin embargo, López Obrador se comprometió a no implementar cambios fiscales en los primeros tres años de su gobierno, ya que busca mantener la mayoría legislativa de su partido en las elecciones de mitad de periodo.

La calificadora Moody's Investors Service estima que Pemex tiene 10 mil millones de dólares en flujo de efectivo negativo y de alguna manera tendrá que generar casi 15 mil mdd el próximo año.

Pero Gifford dijo que puede ser más bajo (un monto “manejable” de entre 10 mil y 11 mil millones de dólares) si la empresa refinancia la deuda y mantiene la producción y la inversión sin cambios. Los datos de Comisión Nacional de Hidrocarburos (CNH) muestran que la producción de Pemex registró una caída de 6 por ciento de enero a octubre. ■