MEDIO: PORTAL ANIMAL POLITICO

FECHA: 05/MARZO/2021

Comunicación Financiera

Pemex y Fitch: una relación que se mantiene vigente

La señal sobre una postura cada vez más cerrada en torno a las complejidades que enfrenta Pemex no abona a generar certidumbre.

*Por **Víctor Gómez Ayala***

5 de marzo, 2021

El pasado 2 de marzo, en un comunicado enviado a la Bolsa Mexicana de Valores, Petróleos Mexicanos (Pemex) anunció que dio por terminada su relación contractual con la agencia calificadora Fitch Ratings. Derivado de esto, el vínculo existente entre la empresa más grande del país y una de las tres agencias de riesgo crediticio más importantes a nivel global se cerró por esta vía. No obstante, dicha decisión también acarreará nuevas formas de interacción entre ambas entidades.

Es crucial señalar que las causas e implicaciones de esta disposición obedecen a diferentes factores. Entre las causas no es posible saber cuál, entre las que se han hecho vocales por las propias autoridades -y algunas otras- fue la determinante. A su vez, en lo que concierne a las implicaciones, hemos visto algunas materializarse en estos días, y seguramente conoceremos algunas otras en las próximas semanas y meses.

En cuanto a las causas, Pemex señaló desde su comunicado inicial que la decisión obedecía a "la optimización en la contratación de servicios de calificación de valores (…) para hacer frente al complejo contexto económico actual". Un día más tarde, el propio director general de la empresa refirió en la conferencia mañanera organizada por el presidente que, guiado por un principio de austeridad, la decisión le había permitido a la empresa ahorrar cerca de 350 mil dólares estadounidenses.

Por supuesto, la cifra no es menor en el contexto actual que vive el país, particularmente después de atravesar la crisis económica más severa en casi un siglo. Pero para entender lo que este monto significa para Pemex hay que contrastarla con sus propios números, así como evaluarla frente al beneficio que recibe por este servicio.

De acuerdo con los resultados financieros no dictaminados de la empresa al cuarto trimestre de 2020, presentados el pasado viernes 26 de febrero, Pemex tuvo ingresos en todo 2020 por 47 mil 809 millones de dólares. Ciertamente, sus gastos también fueron cuantiosos, totalizando en el año 41 mil 670 millones de dólares en costos de ventas. Al considerar otros gastos, la empresa registró una pérdida operativa equivalente a 1 mil 729 millones de dólares. Y una vez que cumplió con sus obligaciones operativas, Pemex solventó el costo financiero neto de su deuda (6 mil 642 millones de dólares), la pérdida de otras operaciones financieras (6 mil 425 millones de dólares) y el pago de impuestos y derechos (9 mil 313 millones de dólares). Todo lo anterior, implicó una pérdida neta en 2020 para Pemex por 24 mil 110 millones de dólares.

Esta cifra significa que Pemex perdió en promedio 45 mil 746 dólares por minuto en el año de la pandemia. Las pérdidas acumuladas en 8 minutos del 2020 habrían sido suficientes para cubrir el costo del contrato con Fitch. ¿Se trata entonces de un tema de austeridad? La respuesta es simple: no para los órdenes de magnitud que tiene la operación de la empresa.

¿Entonces qué motiva la decisión? Otro argumento que ha saltado a la vista es la posición que tiene la calificación de la deuda de largo plazo que le asigna Fitch a los bonos denominados en moneda extranjera emitidos por Pemex. Primero hay que entender que el servicio de evaluación de riesgo que hacen las agencias varía en función del tipo y cantidad de emisiones que hace el contratante de sus servicios. Pemex emite deuda en pesos, pero también lo hace en dólares estadounidenses, euros, francos suizos, yenes japoneses y libras esterlinas. Asimismo, sus títulos de deuda tienen diferentes plazos de vencimiento. De acuerdo con su último reporte, de los 113 mil 227 millones de dólares que Pemex contabiliza en deuda de mercado, 19 mil 605 millones es deuda con plazo menor a un año, del resto, tres cuartas partes se deben pagar a partir de 2025.

De acuerdo con la última acción de calificación que publicó Fitch sobre Pemex el pasado 17 de abril de 2020, la empresa recibió una calificación de largo plazo en moneda extranjera 'BB-'. Esta nota se ubica en la zona de grado especulativo, en la que pierde la categoría de "grado de inversión", o, como coloquialmente se señala, sus bonos se consideran basura. Fitch no es la única agencia que califica la deuda de Pemex en esta categoría –también lo hace Moody's–, pero sí es la que le otorga la calificación más baja en ese rango.

El escenario más probable que podría explicar esta decisión contempla que, frente a la necesidad cada vez más astringente de moderar gastos por parte de la empresa, y tomando en cuenta la posición relativa de la nota otorgada por Fitch, Pemex tomó la decisión de rescindir su contrato. Sin embargo, las consecuencias de esta decisión son relevantes, al menos por tres razones: la relación con sus reguladores, la temporalidad y las repercusiones sobre la evaluación de la nota de la deuda del gobierno federal.

En el primer caso es necesario recordar que Pemex requiere cumplir con la regulación local e internacional para la emisión de deuda. Un factor determinante para hacerlo consiste en contar con la evaluación de riesgo por parte de una agencia calificadora autorizada. A nivel doméstico, Pemex es evaluada por Moody's, Standard & Poor's y HR Ratings, cuya presencia es local y en algunos países de Latinoamérica. En el contexto global, las tres agencias dominantes son Moody's, Standard & Poor's y Fitch. Al respecto, las reglas de la Comisión de Bolsa y Valores de Estados Unidos (SEC, por sus siglas en inglés), que regula la mayoría de las emisiones de deuda a nivel global, establece como criterio que al menos dos agencias evalúen el riesgo del emisor. En sentido estricto, Pemex no viola esta disposición al cancelar su contrato con Fitch.

En segundo término, es indispensable señalar la temporalidad de la decisión. Como comentamos previamente, la última decisión de Fitch sobre la nota de Pemex ocurrió hace casi un año, por lo que la cancelación del contrato ocurre en fechas críticas para el proceso de evaluación de la agencia, al estar cerca de cumplirse el plazo de 12 meses, tiempo que tradicionalmente toman las agencias para actualizar sus calificaciones. Pemex decidió dar por terminada la relación en medio de ese proceso de revisión después del año más complicado de su historia y con severos cuestionamientos sobre su fragilidad financiera, a pesar del apoyo irrestricto que ha recibido por parte del gobierno federal.

Finalmente, un aspecto clave es la relación inherente entre la nota de Pemex y la calificación de la deuda del gobierno federal, conocida como deuda soberana. De acuerdo con Fitch, a la vez que el gobierno federal es la principal fortaleza de la capacidad de pago de Pemex, la empresa representa la principal fuente de pasivos contingentes para el gobierno federal. La excepcionalidad de la relación simbiótica que guardan ambas entidades complica la tarea de las agencias, pero también hace inevitable la conducción de la evaluación para la deuda de Pemex si se desea valuar cabalmente el riesgo soberano.

Es esta razón la que ha motivado a Fitch a declarar públicamente que seguirá informando la nota de Pemex. A ello habría que agregar el interés del propio público inversionista que tiene en su poder títulos de deuda en una diversidad de monedas alrededor del mundo, tanto directamente como a través de instrumentos financieros derivados. Pemex es la empresa petrolera más endeudada del mundo y su fuerza gravitacional en los mercados internacionales de deuda es innegable.

Es quizás esto último lo que genera el mayor sinsabor: las señales sobre los riesgos que enfrenta Pemex no son halagüeñas, al grado que se prefiere prescindir de un servicio clave para evaluar su riesgo crediticio, sin que ello signifique que seguirá disfrutando indirectamente de este beneficio. Es claro que, dado el tamaño de la operación de Pemex, el monto del gasto en la relación contractual no resulta significativo, ni pondría en peligro su estructura financiera de mantenerse. Por el contrario, la señal sobre una postura cada vez más cerrada en torno a las complejidades que enfrenta Pemex no abona a generar certidumbre. Pareciera que un entorno global mucho más favorable, con perspectivas francamente positivas en torno a los precios internacionales del petróleo y un renovado apoyo del gobierno federal, lo más sensato habría sido contribuir a incrementar la confianza de los mercados para ejecutar las operaciones de refinanciamiento de deuda que Pemex debe realizar este año. Desafortunadamente, en la retórica de los otros datos, esa no parece ser la realidad.

* Víctor Gómez Ayala (@Victor_Ayala) es Subdirector de Análisis Económico en Finamex Casa de Bolsa, donde se especializa en análisis de política fiscal y energética. Desde hace 6 años es profesor de macroeconomía avanzada en el ITAM.

#YoSoyAnimal