

# La gran ironía detrás del manejo de la deuda de Pemex

El manejo de la deuda de Pemex no puede seguir igual por tiempo indefinido, así que tarde o temprano se deberá reestructurar a la petrolera estatal.

La forma en que ahora funcionan los bonos de deuda de Petróleos Mexicanos (Pemex) es insostenible para el Gobierno de México.

De acuerdo con Gonzalo Monroy, director general de la empresa de consultoría GMEC, la deuda de Pemex está en “un momento muy especial, único”, porque a pesar que sus colocaciones “ya son prácticamente bonos basura”, el respaldo incondicional del Gobierno de México a la paraestatal significa que los bonistas de la paraestatal están “recibiendo una mayor prima cuando invierten en los papeles de Pemex, pero con el riesgo real de un bono soberano”.

Se trata de una diferencia importante. En datos del Banco de México ([Banxico](#)), la tasa de interés más alta en la subasta de valores gubernamentales al 31 de agosto pasado era de 6.5%, para los bonos de tasa fija a cinco años.

Pero los títulos de deuda de Pemex, según [los reportes de la empresa productiva del estado](#), pueden presentar tasas de interés de hasta 9.1% (en el caso de los certificados bursátiles en moneda nacional) o 9.25% (para las emisiones internacionales valuadas en dólares). Es decir, una diferencia de casi tres puntos porcentuales.

La emisión de deuda de Pemex se ha encarecido tanto, en gran parte, porque las calificaciones crediticias de sus bonos también han ido empeorando rápidamente en los últimos tres años. En agosto del 2017, [Fitch Ratings](#) calificaba a la paraestatal con el grado BBB+, reflejando su confianza en que la petrolera tendría una capacidad adecuada para cumplir sus compromisos financieros. No solo eso, sino que incluso mejoró su perspectiva a futuro, de negativa a estable.

Pero para la revisión de [abril de 2020](#), Fitch Ratings ya había degradado la calificación crediticia de Pemex a BB-, una calificación ya considerada como “bonos basura” por su nivel de riesgo y factor de especulación. Evoluciones similares se han visto en las calificaciones de [otros agentes](#), desde HR Ratings y Moody's hasta Standard & Poor's.

Rosanety Barrios, experta en política y regulación energética, apunta que hay varias razones detrás de esta rápida caída en las calificaciones crediticias de Pemex. Entre las que menciona, sale a relucir que su nivel de producción parece estar estabilizando en niveles muy bajos, de 1.6 millones de barriles diarios. “Con este nivel de producción, no parece ser que esta estructura gigante llamada Pemex pudiera ser rentable”, asegura.

En este contexto, el actual Gobierno federal ha movilizado una cantidad millonaria de recursos para aliviar las obligaciones financieras de la paraestatal. Solo en 2021, de acuerdo con el documento de [Pre-Criterios Generales de la Política Económica 2022](#) de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP), se le otorgaron 96 mil 700 millones de pesos (MP) a Pemex para la amortización de su deuda. Esta cifra es superior a los 73 mil 300 MP que dejó de pagar a la federación por la reducción de los Derechos de Utilidad Compartida (DUC).

Sin embargo, este “soporte irrestricto del Gobierno a Pemex”, como lo describe Severo López Mestre, especialista en energía, “es políticamente inestable, por cambios de administración o por necesidades concretas de presupuesto”. Y en el mediano y largo plazo, advierten los especialistas, podría resultar en problemas serios tanto para la administración federal en turno como para la estructura de la paraestatal.

## Los riesgos a la deuda soberana

Ya se empiezan a ver señales de quiebre en la situación de la deuda de Pemex. En su reporte financiero para el [último trimestre del 2018](#), la paraestatal informaba que su deuda financiera total ascendía a unos 105 mil 800 millones de dólares (MD). Para el [segundo trimestre del presente año](#), la cifra había crecido ya a 115 mil 100 MD.

En este contexto, Gonzalo Monroy clarifica que en los últimos tres años no ha habido un mayor endeudamiento neto para Pemex. Es decir, no se han hecho emisiones de deuda para “resarcir los huecos en el financiamiento que tiene Pemex”.

Sin embargo, por esa razón advierte que el aumento en el monto total de la deuda de la paraestatal “no se ha ido a un pozo, a una refinería, a un campo. Es simplemente a tasas de interés más altas”. Esto, ilustra, lleva a un modelo similar al de una tarjeta de crédito personal, en el que se contrata una nueva tarjeta de crédito para pagar la que se vence la próxima semana. “Así empiezas un modelo donde te terminas ahorcando”, dice Monroy.

Esta situación, en un entorno donde el Gobierno federal respalda incondicionalmente a Pemex, tarde o temprano debería llevar a que la deuda soberana reciba una calificación crediticia más baja. Esta transición de riesgo, según Rosanety Barrios, quien fuera alta funcionaria de la secretaría de Energía del gobierno mexicano, se explica por la dinámica entre la productividad de Pemex y el crecimiento económico esperado para México.

La especialista asegura que si el Gobierno “no tiene una estrategia ganadora para Pemex [ni un] soporte claro que le permita mejorar su nivel de ingresos para seguir mandando dinero a un hoyo negro, lo que termina pasando es que la percepción de riesgo soberano aumenta”.

Rosanety Barrios afirma que “el Gobierno de México también es analizado por la comunidad financiera y también tiene un nivel de riesgo medido por las calificadoras que se ha estado deteriorando. [Conforme] se deteriora Pemex, el Gobierno federal tiene que meter más lana ahí, y como no hay un ajuste en la estrategia de Pemex y la expectativa es que va a seguir perdiendo, entonces [la administración federal tiene] que meter cada vez más dinero”.

Éste es un escenario que las mismas calificadoras han planteado recurrentemente. Mientras que la calificación de los bonos de Pemex se ha ido deteriorando rápidamente en los últimos tres años, la deuda soberana ha logrado mantener su grado de inversión. Pero tanto [Fitch Ratings](#) como [Moody's](#) y [Standard & Poor's](#), en sus más recientes mediciones, han advertido que la deuda de la paraestatal representa un pasivo contingente de preocupación.

Además, al contrario de lo que pasaría con una empresa pública, donde hay accionistas y fuerzas en el mercado bursátil que podrían presionar por un manejo más responsable en la deuda de Pemex, los tenedores de bonos no tienen incentivo alguno para exigir cambios en la estrategia a futuro de la paraestatal.

Severo López Mestre reafirma que “el bonista no pierde. [...] Como deudor, tienes las garantías. Para un accionista, el riesgo está en los activos, en la empresa. Pero el acreedor tiene garantías sobre la deuda y tú le pagas, punto. ¿Qué pasaría si hay un default general? Solo se vende la deuda a jugadores más agresivos. Eso lo vimos en el caso de Argentina, [...] donde se vendieron los bonos a fondos buitres. Y Argentina perdió esa batalla”.

## El futuro de Pemex

En las cifras oficiales se puede ver claramente la difícil posición económica de la empresa. En datos de [Banxico](#), solo entre mayo y julio de 2021, el déficit en el balance financiero de Pemex se expandió en 17.45%. Y en sus [propias cifras](#), en los últimos cinco años se han reducido tanto el volumen de producción como sus reservas y la venta (interna y externa) de crudo y petrolíferos.

De acuerdo con López Mestre, un experto en política y regulación energética en México, el problema de fondo radica en que “se cruzan las decisiones políticas con las prioridades empresariales de Pemex [...]. Y cuando tú las cruzas, no se necesita ser muy versado para darse cuenta quién va a ganar. [Se está vigilando] la maximización de la agenda política y no la maximización de la utilidad empresarial. ¿Quién puede romper ese equilibrio? [...] Es el poder político”.

Gonzalo Monroy reafirma que, para el Gobierno federal, es mucho más fácil “seguir pateando el balón. Que todos los vencimientos grandes se compensen con emisiones de bonos en tasas de interés más altas y que se paguen allá por el 2032, 2035. Y vas pateando el balón, y que sea el problema de alguien más”.

Además, parece que será un enfoque que se mantendrá, cuando menos, hasta el final del presente sexenio. El nuevo titular de la SHCP, Rogelio Ramírez de la O, [reafirmó](#) en un evento de Moody's que “el Gobierno está en plena posición para seguir apoyando a Pemex”.

Y aunque sí mencionó que se quiere establecer una relación más cercana entre su dependencia y la paraestatal, ésta estaría limitada a la retroalimentación y el desarrollo de proyectos para generar recursos adicionales a las finanzas públicas, sin ahondar en la escala del reordenamiento planeado.

En este sentido, todos los analistas entrevistados reafirman que, tarde o temprano, las señales de alarma (sean las calificaciones crediticias a la deuda soberana, déficits en el presupuesto federal u otras advertencias) serán demasiado claras como para ser ignoradas por la administración en turno.

Entonces, asegura Rosanety Barrios, la única salida será “reestructurar a Pemex. La próxima administración, así como vamos, se va a encontrar con un problema mayúsculo. [...] Entonces se va a tener que hacer algo muy serio para seguir adelante, porque lo que se está haciendo ahora es comprometer el futuro. Y no será tan fácil. Incluso si se dice ‘pues regresemos a las rondas petroleras’, el daño a la confianza ya estará ahí”.

López Mestre va un paso más allá, remarcando la ironía de este punto de quiebre. Advierte que “habrá que tener cuidado porque el costo tiempo es altísimo, pero desafortunadamente no es palpable en el momento. [...] A lo mejor ahora se te prenden el 40% de los focos. Pero luego se prenderán el 70%. Y en lugar de tener una hora para resolverlo, tendrás 15 minutos”.

Y como señala Barrios, Severo López Mestre afirma que “tendríamos que tomar medidas drásticas en muy poco tiempo. Incluso llevarían a lugares que se quería evitar. Por ejemplo, un proceso de reestructura de paraestatales muy agresivo; porque ya no hay de otra [...]. Es una gran ironía. Hacer una reestructuración agresiva, innecesaria, por haberte comido el tiempo; por no haberlo hecho con el tiempo que tenías”.