

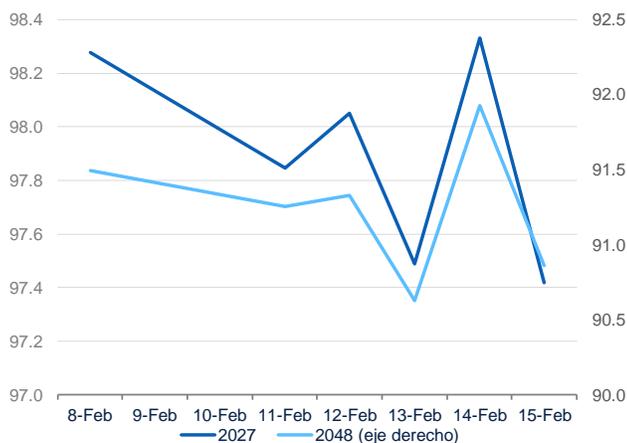
# Las medidas anunciadas hoy no resuelven los problemas estructurales de Pemex

Arnulfo Rodríguez / Carlos Serrano

**Se gana tiempo con el apoyo financiero que recibirá Pemex por parte del gobierno federal, pero la calificación crediticia de la empresa continúa en riesgo**

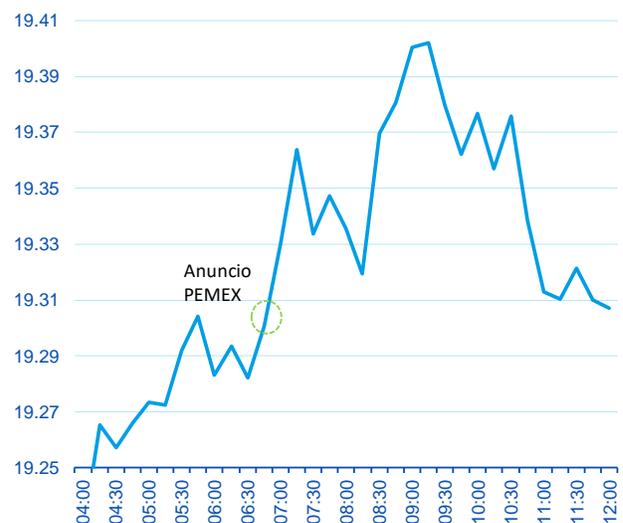
El gobierno federal dio a conocer que Pemex contará con una reducción fiscal de 15,000 millones de pesos para este año, lo cual implica que la empresa contará con 4,000 millones de pesos adicionales a los 11,000 millones de pesos de menor carga fiscal anunciada hace algunas semanas por la SHCP. Asimismo, la empresa productiva del Estado contará con los siguientes recursos adicionales: i) 25,000 millones de pesos como inyección de capital; ii) 35,000 millones de pesos en monetización de pagarés para pasivo laboral; iii) y 32,000 millones de pesos por el combate al robo de combustible.

Gráfica 1. Bonos de Pemex, precio (USD)



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

Gráfica 2. Tipo de cambio (Pesos mexicanos por USD)



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

La reacción del mercado al anuncio de las medidas de apoyo a Pemex fue marginalmente negativa. Tanto el peso mexicano como los bonos de Pemex mostraron una ligera menor cotización en los mercados internacionales. Desde nuestro punto de vista, tales medidas son insuficientes para resolver los dos grandes problemas estructurales de la empresa productiva del Estado: el excesivo endeudamiento y el declive de la producción de petrolera. Si bien también se dio a conocer que se planea reducir a cero el endeudamiento neto de Pemex para este año, la empresa y el

gobierno federal enfrentarán un calendario de significativas amortizaciones de deuda financiera durante el periodo 2020-23 (ver detalles más adelante en el texto). La restricción de frenar el crecimiento de la deuda financiera en los próximos años afectará adversamente el crecimiento de los recursos destinados a inversión. Consecuentemente, sin un ritmo de inversión significativamente creciente, será difícil detener la caída en la producción petrolera.

Para estabilizar la producción petrolera y eventualmente incrementarla, la inversión aprobada por 273,000 millones de pesos para 2019 tendría que duplicarse y canalizarse predominantemente a actividades de exploración y producción. Pero dada la fuerte limitación de Pemex a seguir endeudándose, los recursos adicionales para inversión en dichas actividades tendrían que provenir de recursos del presupuesto público. No obstante, esta solución podría presionar la calificación crediticia soberana. Ante esta serie de restricciones para apuntalar la inversión productiva en Pemex, la empresa tiene la opción de promover el instrumento de los *farmouts* para compartir tanto el riesgo exploratorio como los recursos destinados a inversión. Adicionalmente, el mayor uso de este instrumento reduciría la carga fiscal en el mediano plazo por la mayor deducibilidad de costos que implicaría.

Indiscutiblemente, las medidas anunciadas hoy ayudarán por un tiempo a Pemex a conservar su calificación crediticia. No obstante, la naturaleza paliativa de estas medidas no contribuye a mitigar considerablemente el riesgo de una reducción en dicha calificación en el mediano plazo (lo cual implicaría un nivel por debajo del grado de inversión). La posible y ahora menos probable reducción de calificación crediticia a Pemex podría tener un efecto negativo en todo el sistema financiero mexicano. Ello debido a que se dispararían las ventas automáticas de bonos de esta empresa por parte de administradores de fondos de inversión cuyas reglas exigen mantener en su portafolio solamente bonos con grado de inversión. Para evitar la materialización de este gran riesgo financiero y macroeconómico, una mayor reducción de la carga fiscal de Pemex sería deseable en los próximos años. No obstante, ello presionaría la calificación crediticia soberana, aunque se contaría con algo de margen dada su calificación actual de BBB+. Cabe mencionar que las cotizaciones de los bonos del gobierno federal son comparables con niveles de países con calificación crediticia de BBB-. Otra opción, aunque de último recurso, sería la garantía explícita de la deuda de Pemex por parte del gobierno federal, lo cual evitaría la pérdida del grado de inversión de los bonos de Pemex pero a costa de mayores presiones sobre los bonos del gobierno federal y un relativo mayor costo financiero de la deuda pública.

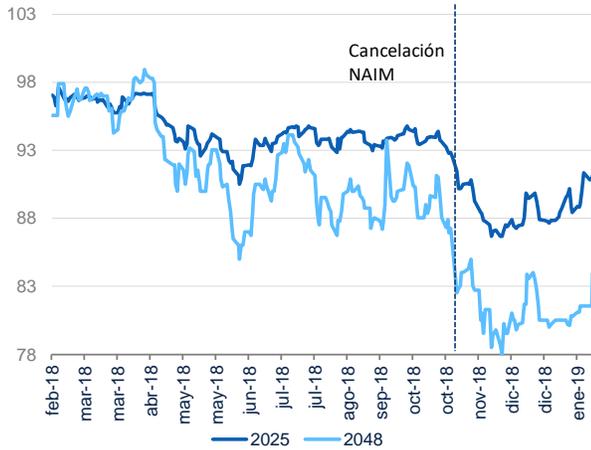
Finalmente, consideramos que hay problemas con la estrategia relacionados con la recanalización de la inversión hacia aguas someras y proyectos en tierra en detrimento de la inversión en aguas profundas. El continuo declive en la producción petrolera lo confirma: la era del petróleo fácil en México llegó a su fin. Por otra parte, no debería aumentar la inversión en proyectos de refinación dadas las cuantiosas pérdidas históricas en dicha actividad.

## En enero Fitch bajó la calificación de Pemex a BBB- de BBB+ después de que en octubre del año pasado había puesto en negativo la perspectiva

La agencia calificador redujo la calificación crediticia de los bonos de Pemex a BBB- (justo en el límite de grado de inversión) de BBB+, para lo cual argumentó dos razones principales: la inversión autorizada para actividades de exploración y producción no será suficiente y la expectativa de negativos flujos libres de caja por USD 3,000 millones y USD 4,000 millones para 2018 y 2019, respectivamente. En octubre pasado, Fitch cambió su perspectiva de estable a negativa para la calificación crediticia de la empresa petrolera. Ello fue motivado principalmente por las dudas que generó un posible cambio en el modelo de negocio de Pemex con una mayor orientación a actividades de refinación. Indudablemente, este nuevo modelo iría en detrimento de la exploración y producción de petróleo crudo. En su momento, Fitch advirtió sobre las posibles consecuencias: i) menores ingresos en USD de Pemex; ii) continuación del declive en la producción petrolera; iii) mayores pérdidas financieras; y iv) problemas de descalce de monedas. Como

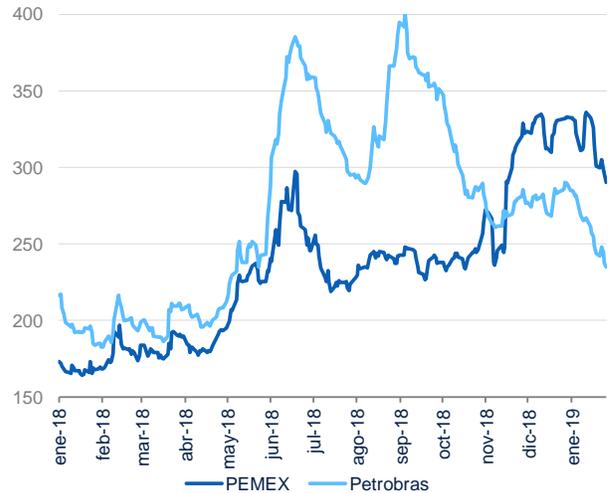
era de esperarse, la aversión al riesgo sobre Pemex se incrementó ante tal anuncio, reflejándose en las cotizaciones de los bonos así como en el diferencial CDS a 5 años de Pemex.

Gráfica 3. Bonos de Pemex, precio (USD)



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

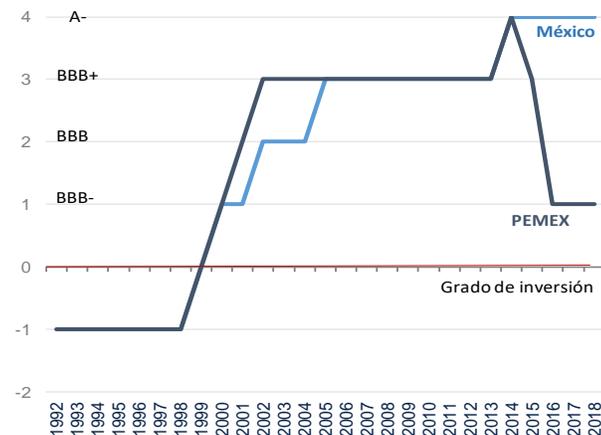
Gráfica 4. Diferencial CDS a 5 años (Puntos base)



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

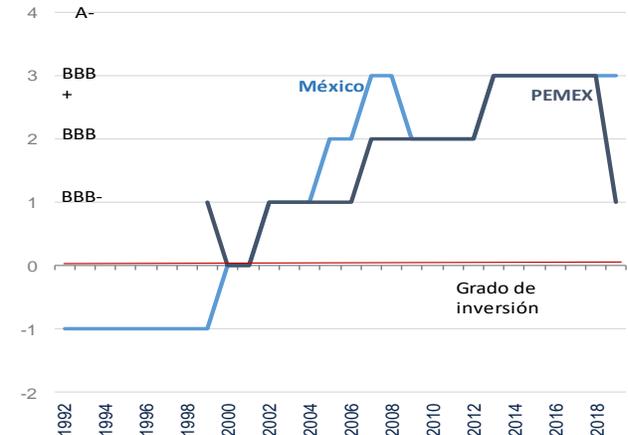
Desde hace algunos años, la agencia calificadora Moody's ya había reducido la calificación de Pemex a BBB- después de haberla mantenido en niveles similares a los de la calificación crediticia soberana. En octubre de 2018, dicha agencia criticó duramente el plan del gobierno por buscar la autosuficiencia de combustibles al advertir mayores riesgos de flujos de caja y descalce cambiario. Asimismo, Moody's señaló que esta política podría forzar a Pemex a importar petróleo, incrementando aún más los riesgos mencionados.

Gráfica 5. Calificación de deuda de largo plazo, Moody's (Índice)



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

Gráfica 6. Calificación de deuda de largo plazo, FITCH (Índice)



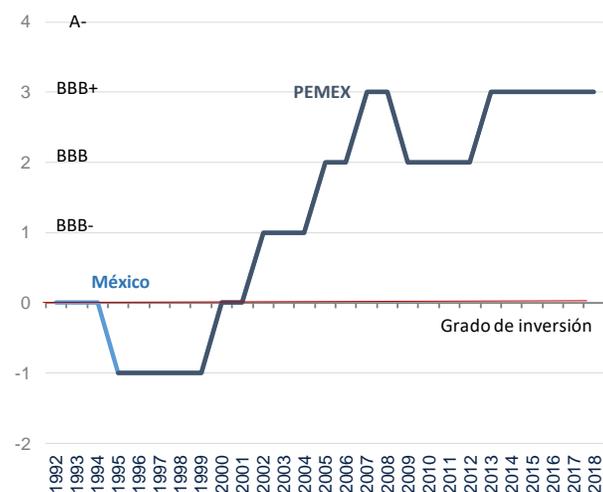
Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

En lo concerniente a la agencia calificadora S&P, ésta aún mantiene la calificación crediticia de Pemex en el mismo nivel que la correspondiente al soberano (BBB+). Consideramos que ello se debe principalmente a la garantía implícita por parte del gobierno federal. No obstante, dado que las finanzas públicas se podrían ver afectadas por futuros problemas financieros de Pemex, es probable que una futura reducción en la calificación crediticia de Pemex por parte de S&P podría poner la calificación soberana en perspectiva negativa.

La Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP) ha dado a conocer que las necesidades de financiamiento de Pemex para este año son de alrededor de USD 10 mil millones. Para cubrir estas necesidades, la SHCP mencionó que se emitiría deuda en moneda local y extranjera (USD 4.75 mil millones). De acuerdo con información contenida en una presentación de Pemex de hace un par de días, se planea reducir a cero el endeudamiento neto de Pemex en 2019. Antes de los apoyos financieros a Pemex anunciados hoy, se tenía como una meta de endeudamiento neto por USD 2.8 mil millones para este año. Ahora las necesidades de financiamiento son menores y con las nuevas emisiones de deuda de Pemex destinadas al refinanciamiento de la misma: USD 6.6 mil millones para vencimientos, y USD 1.8 mil millones y EUR 0.5 mil millones para aplazar otros vencimientos.

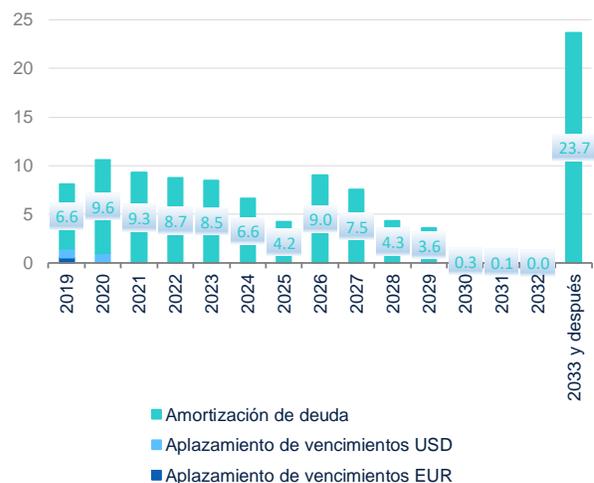
El perfil de vencimientos de deuda para 2020-23 representará un reto importante para mantener la calificación crediticia de Pemex en el grado de inversión. Para ello, tanto el gobierno federal como la empresa petrolera tendrán que lidiar eficazmente con el manejo de dicho perfil de vencimientos. Preveamos que estos relativos grandes montos de vencimientos afectarán el crecimiento de los recursos destinados a inversión. La continuidad de los *farmouts* será indispensable ante las restricciones que impondrán estos vencimientos para incrementar la inversión.

Gráfica 7. Calificación de deuda de largo plazo, S&P (Índice)



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

Gráfica 8. Perfil de vencimientos de deuda financiera de Pemex en los próximos años (miles de millones de USD)



\*No se incluyen líneas crediticias revolventes que al 30 de noviembre de 2018 totalizaban USD 0.874 mil millones  
Fuente: BBVA Research con datos de Pemex

Ante la restricción de frenar el crecimiento de la deuda financiera, Pemex no podrá incrementar significativamente su inversión en los próximos años. Por tanto, el gobierno federal tendrá que disminuir considerablemente la carga fiscal para poder llevar la inversión de Pemex a niveles anteriores a la crisis petrolera de 2014-2015. Hace unos días la

SHCP anunció dos medidas para aligerarle la carga fiscal a la empresa petrolera. La primera de ellas incrementará el límite de deducción de costos asociados a proyectos de exploración y producción de petróleo crudo, subiendo anualmente dicho límite desde 2019 hasta 2024 para un nivel de producción de aproximadamente 90 mil barriles diarios (alrededor de 5% de la producción de petróleo crudo de Pemex). Según estimaciones de la SHCP, esta modificación fiscal le liberará recursos a Pemex por aproximadamente 66 mil millones de pesos (USD 3.3 mil millones) durante ese lapso de seis años. En lo concerniente a la segunda medida, se tiene contemplado diseñar un régimen fiscal especial para proyectos de recuperación secundaria y terciaria. La SHCP asevera que esta medida no tendrá impacto en el presupuesto público de 2019 ya que favorecerá la producción incremental en adición a la proyectada para este año.

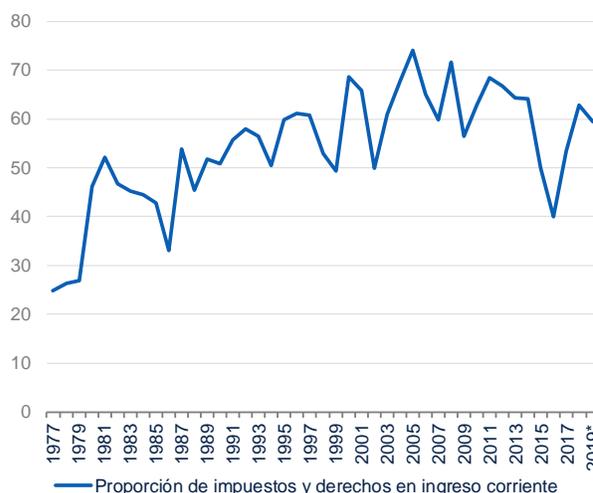
Si bien las dos nuevas modificaciones al régimen fiscal de Pemex le permitirán incrementar su inversión en proyectos de exploración y producción de petróleo crudo durante 2019-24, el estímulo fiscal no será suficiente para llevar la inversión a los niveles (USD 26.8 mil millones) registrados antes del desplome de los precios del petróleo observado entre 2014 y 2015 (la inversión autorizada para Pemex en este año es USD 13.7 mil millones). Dado que en los siguientes años los recursos adicionales asignados a la inversión en exploración y producción de petróleo provendrán principalmente de una reducida carga fiscal, el gobierno federal debería implementar una política más agresiva de estímulos fiscales para evitar que la plataforma de producción petrolera siga cayendo.

Gráfica 9. Rendimiento de operación, inversión, nueva deuda e impuestos y derechos (miles de millones de USD)



\*/ Las cifras correspondientes a 2018 y 2019 son datos presupuestados  
Fuente: BBVA Research con datos de Pemex y Banxico

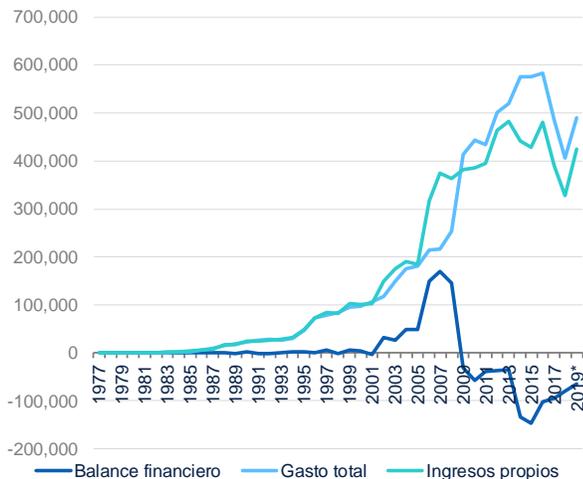
Gráfica 10. Impuestos y derechos por extracción de hidrocarburos pagados por Pemex (% de los ingresos petroleros totales)



\*/ Las cifras correspondientes a 2018 y 2019 son datos presupuestados  
Fuente: BBVA Research con datos de Banxico, Pemex y SHCP

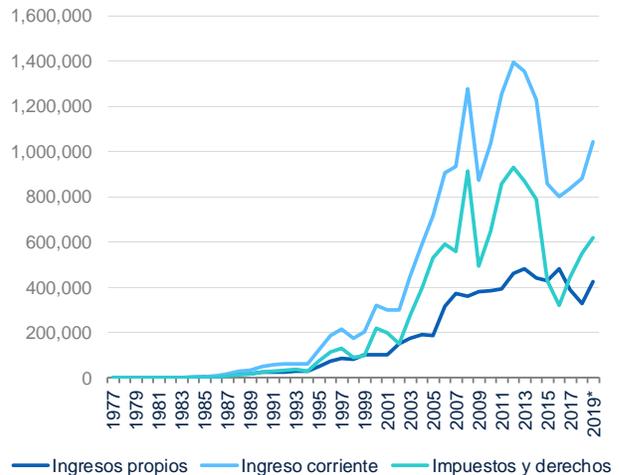
Aunque el déficit del balance financiero presupuestado para Pemex de este año (65,400 millones de pesos) es menor al presupuestado para 2018 (79,400 millones de pesos), sería deseable que el gobierno federal disminuyera la carga fiscal a Pemex para que esta empresa pudiera alcanzar un balance financiero positivo en los próximos años.

Gráfica 11. Balance financiero de Pemex y componentes (millones de pesos)



\*/ Las cifras correspondientes a 2018 y 2019 son datos presupuestados  
Fuente: BBVA Research con datos de Banxico, Pemex y SHCP

Gráfica 12. Ingresos petroleros totales y de Pemex (millones de pesos)



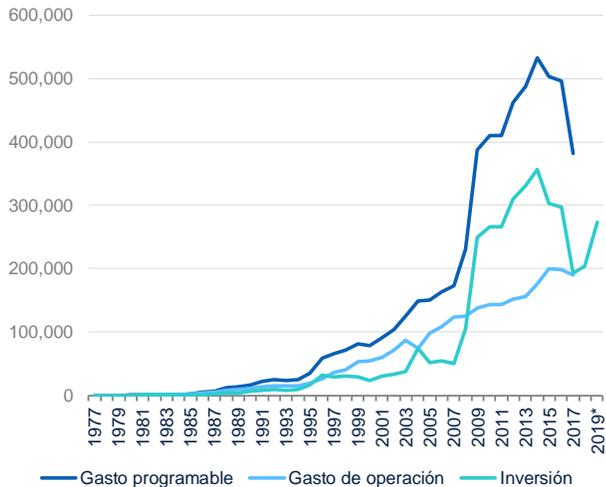
\*/ Las cifras correspondientes a 2018 y 2019 son datos presupuestados  
Fuente: BBVA Research con datos de Banxico, Pemex y SHCP

Es importante mencionar que los ingresos propios de Pemex han caído en los últimos dos años.<sup>1</sup> Este comportamiento en dichos ingresos ha ocurrido a pesar del incremento en los ingresos petroleros totales. Lo anterior se explica principalmente por la mayor carga fiscal sobre Pemex en 2017 y 2018. Para que los ingresos propios de Pemex muestren una recuperación en 2019, el gobierno federal tendrá que reducir la carga fiscal respecto a 2018. Ello parece viable dado que, según la Ley de Ingresos sobre Hidrocarburos, la tasa impositiva aplicable llegará a un mínimo de 65% en 2019, con lo cual se ubicará en 1.25 puntos porcentuales por debajo de la correspondiente a 2018.

Consideramos positivo que el gobierno federal pretenda darle un impulso a la inversión de Pemex en 2019. Cabe recordar que el gobierno federal anterior recortó principalmente la inversión de Pemex como reacción a la abrupta caída en los ingresos petroleros en 2015 y 2016. Esta decisión de haber concentrado la consolidación fiscal en menor inversión de Pemex y no en menor gasto de operación, podría resultar costosa en términos de menor producción petrolera en los próximos años en la medida en que esta inversión esté positivamente correlacionada con dicha producción.

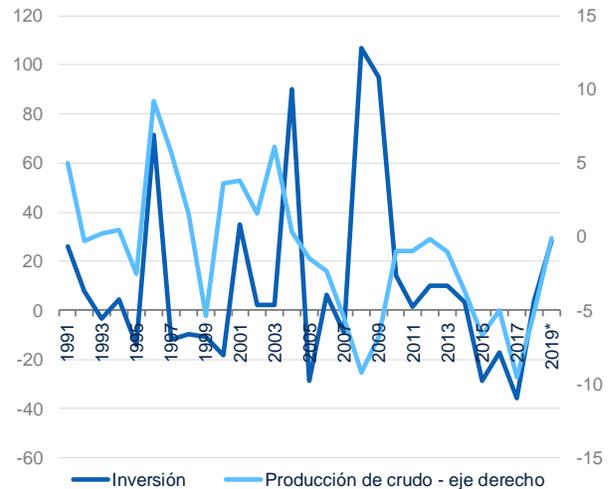
<sup>1</sup> Las cifras correspondientes a 2018 son presupuestadas y, por tanto, cabe la posibilidad de que los datos observados pudieran implicar un incremento en los ingresos propios de Pemex.

Gráfica 13. Gasto de operación e inversión de Pemex (millones de pesos)



\*/ Las cifras correspondientes a 2018 y 2019 son datos presupuestados  
Fuente: BBVA Research con datos de Banxico y Pemex

Gráfica 14. Inversión de Pemex y producción de crudo (variación % a/a)



\*/ Las cifras correspondientes a 2018 y 2019 son datos presupuestados  
Fuente: BBVA Research con datos de Banxico, Pemex y SIE

## Aviso Legal

Este documento ha sido preparado por BBVA Research del Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (BBVA) y por BBVA Bancomer. S. A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero BBVA Bancomer, por su propia cuenta y se suministra sólo con fines informativos. Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones que se expresan en este documento se refieren a la fecha que aparece en el mismo, por lo que pueden sufrir cambios como consecuencia de la fluctuación de los mercados. Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones contenidas en este documento se basan en información que ha sido obtenida de fuentes estimadas como fidedignas pero ninguna garantía, expresa o implícita, se concede por BBVA sobre su exactitud, integridad o corrección. El presente documento no constituye una oferta ni una invitación o incitación para la suscripción o compra de valores.