

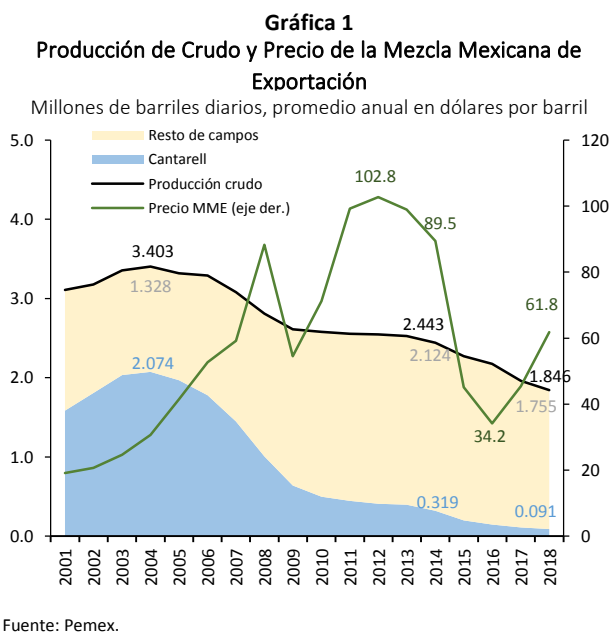
Plan de Negocios de PEMEX

Extracto del Informe Trimestral Abril - Junio 2019, Recuadro 3, pp. 42-45, Agosto 2019

Antecedentes

Desde hace 15 años, PEMEX ha enfrentado una serie de retos estructurales. Después de alcanzar un máximo en la plataforma de producción de crudo de 3.4 millones de barriles diarios (m.b.d.) en 2004, la empresa ha registrado una caída continua en su producción. Entre 2004 y 2014, la producción de petróleo disminuyó 1 m.b.d. como consecuencia de que el campo Cantarell comenzó su etapa de declive acelerado (Gráfica 1). Buscando revertir lo anterior, en el mismo periodo la inversión física de PEMEX aumentó en más de 100% hasta alcanzar un nivel en 2014 de 368 miles de millones de pesos (m.m.p.) constantes de 2019. Si bien ello mitigó la caída en la producción de crudo, no logró revertirla.

A su vez, a mediados de 2014 se observó una caída pronunciada en los precios internacionales del petróleo que incrementó las vulnerabilidades de la empresa y, por ende, condujo a que esta ajustara su gasto, principalmente en inversión de capital, mediante algunos recortes en 2015 que fueron seguidos por medidas extraordinarias en 2016 y 2017. Dichos recortes en inversión se tradujeron en nuevas caídas en la producción. Cabe destacar las consecuencias de lo anterior sobre el crecimiento de la economía en su conjunto, toda vez que la trayectoria decreciente de la producción tuvo una contribución negativa en el crecimiento del PIB de 40 puntos base anuales entre 2015 y 2018.



Dada la elevada carga fiscal que seguía enfrentando la empresa, los recortes no resultaron suficientes para generar un balance financiero superavitario. Esto, aunado a la depreciación del tipo de cambio y a las consecuencias de haber llevado a cabo algunos proyectos que no resultaron productivos, llevó a que la razón deuda a PIB de la empresa mostrara una trayectoria ascendente, alcanzando al cierre de 2018 un nivel de 8.5% del PIB, más de 2 puntos del PIB por arriba de su nivel de 2014.

En este contexto de caída en la producción, baja inversión y niveles elevados de deuda, la administración actual ha reorientado los objetivos de la empresa hacia la búsqueda de una mayor autosuficiencia energética, planteando un énfasis en las actividades de refinación y modificando el modelo con el cual PEMEX interactúa con

empresas privadas, el cual regresaría a un esquema de contratos de servicios en lugar del esquema de asociación promovido en los últimos años.

Ante dicho entorno, analistas de mercado y agencias calificadoras han expresado cuestionamientos sobre la sostenibilidad financiera de la empresa. Así, en 2018 y lo que va de 2019, tres agencias calificadoras han tomado acciones sobre la calificación crediticia de PEMEX: Fitch la redujo en dos ocasiones, y Standard & Poor's (S&P) y Moody's modificaron la perspectiva de la deuda de PEMEX de estable a negativa. Ambos cambios de perspectiva sucedieron a una acción similar sobre el soberano (Gráfica 2).¹

Fitch. Ajustó la perspectiva de la calificación de PEMEX de estable a negativa en octubre de 2018, y en enero de 2019 redujo la calificación crediticia de largo plazo en moneda extranjera de la empresa, de 'BBB+' a 'BBB-', manteniendo la perspectiva negativa, destacando:²

- i) El deterioro continuo del perfil crediticio individual de la empresa (*stand alone credit profile*).
- ii) El monto de inversión insuficiente para reponer reservas.
- iii) Un ajuste a la baja sobre el incentivo del Gobierno Federal para apoyar a la compañía a "fuerte" desde "muy fuerte".³

En junio de 2019, la misma agencia redujo la calificación a 'BB+' y mantuvo la perspectiva en negativa. Con este cambio, la nueva calificación se ubicó por debajo del nivel considerado grado de inversión por la calificadora. La acción se dio posterior a la baja en la calificación del soberano realizada el 5 de junio de 2019. En su comunicado, la agencia resaltó:⁴

- i) El perfil crediticio individual débil de la compañía y una acción insuficiente del Gobierno para fortalecer su estructura de capital. Si bien la calificadora reconoció las medidas de recorte de costos de PEMEX y los apoyos anunciados por parte del Gobierno Federal, consideraba que la compañía continúa sin invertir lo suficiente en exploración y producción, lo que puede llevar a una disminución en la producción y las reservas.
- ii) Que la baja de calificación del soberano reflejó la debilidad continua de las perspectivas macroeconómicas, agravadas por amenazas externas por la tensión comercial, cierta incertidumbre de las políticas nacionales y limitaciones fiscales que persisten.

S&P. Modificó la perspectiva de la deuda de PEMEX en marzo de 2019, aunque señaló que considera que existe una probabilidad casi cierta de respaldo por parte del Gobierno Federal a la compañía en caso de dificultades financieras.⁵

Moody's. Modificó la perspectiva de la deuda de PEMEX en junio de 2019, considerando:⁶

- i) Un deterioro en la evaluación del riesgo crediticio base impulsada por la disminución de las reservas probadas y un nivel de inversión de capital por debajo del requerido para la sustitución de reservas.
- ii) La construcción de una refinería con costos y tiempos de terminación inciertos.

¹ Ver Recuadro 7 del Informe Trimestral, julio-septiembre de 2018; y Recuadro 2 del Reporte de Estabilidad Financiera, junio 2019.

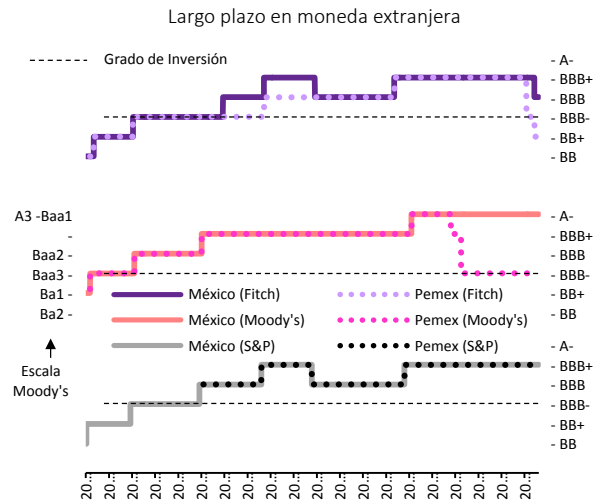
² Ver "Rating Action: Fitch ratifica a PEMEX en 'AAA(mex)'; revisa perspectiva a negativa en escala internacional", Fitch Ratings a 19 de octubre de 2018; y, "Rating Action: Fitch baja calificación de PEMEX a 'AA(mex)': perspectiva negativa", Fitch Ratings a 29 de enero de 2019.

³ De acuerdo con Fitch, las acciones insuficientes en diciembre y enero por parte del Gobierno para estabilizar el deterioro del perfil crediticio de PEMEX era un indicativo de que el Gobierno no había reconocido la viabilidad financiera de la empresa y la importancia estratégica de la empresa para el Gobierno y el país.

⁴ Ver "Rating Action: Fitch baja calificaciones de PEMEX acorde con soberano", Fitch Ratings a 6 de junio de 2019.

⁵ Ver "Rating Action: S&P Global Ratings revisa perspectiva de PEMEX a negativa tras acción similar sobre el soberano; baja perfil crediticio individual a 'b-' desde 'bb-' por debilidad de fundamentos crediticios", S&P a 4 de marzo de 2019.

⁶ Ver "Rating Action: Moody's afirma las calificaciones de PEMEX de Aa3.mx / Baa3 en escala nacional y global", Moody's a 6 de junio de 2019.

Gráfica 2
Evolución de la Calificación Crediticia de México y PEMEX


Nota: Las líneas punteadas determinan el grado de inversión en la escala de cada una de las agencias calificadoras. La escala de calificación de Moody's fue homologada con las escalas que utilizan S&P y Fitch para facilitar su comparación.

Fuente: Fitch, Moody's y S&P.

En este contexto de importantes retos, el 17 de julio de 2019 se publicó el “Plan de Negocios de Petróleos Mexicanos y sus Empresas Subsidiarias 2019–2023” (Plan de Negocios de PEMEX) que establece los lineamientos estratégicos de la empresa para los próximos años. En este se establecen las metas anuales para la producción y refinación hasta 2030, así como la inversión requerida consistente con dichas metas, sus fuentes de financiamiento y el balance financiero resultante.

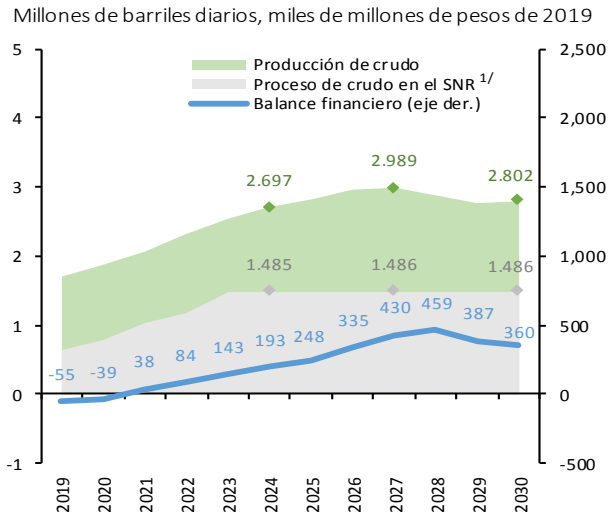
Descripción del Plan de Negocios de PEMEX

De acuerdo con el diagnóstico del Plan, PEMEX enfrenta tres problemas estructurales que afectan de manera negativa su desempeño financiero: i) una elevada carga impositiva; ii) un alto nivel y costo de la deuda; y, iii) bajos niveles de inversión que impactan negativamente en los resultados de producción de hidrocarburos y sus derivados.

Con el fin de hacer frente a estos retos, PEMEX buscará incrementar la producción de petróleo crudo y gas a través de un cambio en la política de inversión, dejando de invertir en aguas profundas y concentrando los esfuerzos de inversión en el desarrollo de campos terrestres y en aguas someras, así como elevar los niveles de inversión para refinación, incluyendo la construcción de una nueva refinería. En particular, los principales objetivos prospectivos del Plan de Negocios son (Gráfica 3):

1. La plataforma de producción de crudo alcanzaría un nivel de 2.7 m.b.d. en 2024, y un nivel máximo de 3.0 m.b.d. en 2027.
2. La plataforma de refinación alcanzaría un nivel de 1.5 m.b.d. a partir de 2024. Lo anterior se observaría por un aumento gradual en la utilización de la capacidad instalada en las seis refinerías existentes y la incorporación de la refinería en Dos Bocas.
3. El balance financiero consolidado observaría un superávit de 38 m.m.p. a partir de 2021, alcanzando un nivel máximo en 2028 de 459 m.m.p. (pesos reales de 2019).

Gráfica 3
Objetivos Prospectivos del Plan de Negocios:
Producción, Proceso de Crudo y Balance
Financiero de PEMEX



^{1/} Sistema Nacional de Refinación.

Fuente: Plan de Negocios de PEMEX.

Para alcanzar lo anterior, la empresa plantea mantener un endeudamiento neto de cero en términos reales. De acuerdo al Plan, la inversión requerida por PEMEX Exploración y Producción (PEP) para conseguir los niveles estimados de producción sería de alrededor de 300 m.m.p. (pesos reales de 2019) en promedio para cada año entre 2019 y 2030. Cabe señalar que la inversión promedio de PEP en 2016-2018 fue de 207 m.m.p. (pesos reales de 2019). Los recursos necesarios para financiar estas actividades provendrían de tres fuentes, en adición a los ingresos propios de la empresa (ver Gráfica 4).

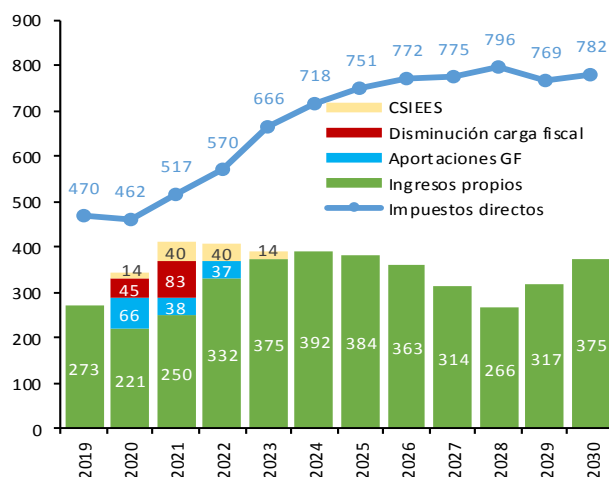
- a. **Reducción temporal de la carga fiscal de la empresa.** El Gobierno Federal apoyará a PEMEX los primeros tres años de la administración a través de reducir la tasa del Derecho de Utilidad Compartida (DUC), el derecho más importante que paga PEMEX.⁷
- b. **Aportaciones de capital** del Gobierno Federal a PEMEX.⁸
- c. **Inversión de empresas privadas** a través de Contratos de Servicios Integrales de Exploración y Extracción (CSIEEs).⁹

⁷ El DUC se calcula como un porcentaje de la utilidad operativa, la cual está definida como el valor de la producción de hidrocarburos neto de deducciones autorizadas. Entre 2015 y 2018, en promedio el DUC representó 1.7 puntos del PIB, lo cual correspondió a 85% de los ingresos petroleros del Gobierno Federal. La tasa de este derecho pasaría de 65% en 2019, a 58% y 54%, en 2020 y 2021, respectivamente. PEMEX estima que esta reducción implicaría una disminución de su carga fiscal en 2020 y 2021 por 45 y 83 miles de millones de pesos (m.m.p.), respectivamente.

⁸ Las aportaciones de capital serían de 66 m.m.p. en 2020, 38 m.m.p. en 2021, y 37 m.m.p. en 2022. La mayor parte de los recursos de estas aportaciones financiarán la refinería de Dos Bocas, la cual fue clasificada como un proyecto estratégico del Gobierno Federal.

⁹ Estos contratos están diseñados bajo un horizonte de entre 15 y 25 años donde PEMEX recibe toda la producción a cambio de una tarifa que se le paga al contratista privado por cada barril extraído. El inversionista privado realiza las actividades pactadas en el contrato aportando el 100% de la inversión de capital (CAPEX) y del gasto de operación (OPEX) que el contratista deberá cubrir a partir de la tarifa que reciba, aunque no se descarta que haya una recuperación de costos en componentes de mayor riesgo. La remuneración al inversionista privado se realiza a través de una tarifa en dólares por unidad de hidrocarburo producido, por lo que el pago es contingente al flujo de efectivo disponible. Esta tarifa se define en función del riesgo, de las inversiones requeridas y de la eficiencia operativa. Cada proyecto puede tener diferentes tarifas dependiendo de la etapa del desarrollo. Para agilizar los pagos de la tarifa se están considerando crear de fideicomisos segregados.

Gráfica 4
Fuentes de Inversión e Impuestos Directos
Pagados por Pemex
Miles de millones de pesos de 2019



Fuente: Plan de Negocios de PEMEX.

El Plan contempla que el aumento de la producción permita que los impuestos directos pagados por la empresa eventualmente muestren una trayectoria ascendente (Gráfica 4).

Perspectivas de las agencias calificadoras posteriores a la publicación del Plan de PEMEX

Desde la publicación del Plan, tres agencias calificadoras han emitido comentarios donde persisten algunas preocupaciones, si bien hasta el momento no se han tomado acciones adicionales sobre la calificación o su perspectiva.

El 17 de julio, en comentarios a medios, Moody's informó que consideran que el apoyo otorgado por el Gobierno Federal a PEMEX no sería suficiente para mantener de forma sostenida la producción y que estima que la inversión anunciada no evitaría que las reservas disminuyan, por lo que consideró que las metas de producción serían algo optimistas.¹⁰

A pesar de eso, aseguraron que el Plan de negocios de PEMEX no cambia su expectativa sobre el desempeño financiero y operativo de la empresa petrolera, aunque les da mayor claridad sobre el apoyo planeado del Gobierno en 2020, por lo que continuarán evaluando la evolución de los resultados operativos y financieros que reporte PEMEX en relación a sus estimaciones. En este contexto, Moody's previó que si el desempeño de la empresa productiva se mantiene en línea o incluso por arriba de sus expectativas, entonces evaluarían la perspectiva negativa hacia 2020, de manera consistente con el horizonte de tiempo en el que se evaluará la perspectiva de la calificación soberana de México.¹¹

Por su parte, el 22 de julio Standard & Poor's comentó que con el Plan de PEMEX, la empresa recobraría su papel cuasi-monopolístico en la exploración y producción de petróleo, al tiempo que fortalece sus actividades de transformación industrial. En general, la calificadora considera que la estrategia reflejada en el Plan:¹²

- i) Incrementa la exposición de la empresa a riesgos de ejecución inherentes en el negocio.
- ii) Prioriza objetivos de corto plazo.

¹⁰ Ver "Plan de negocios de mexicana Pemex no reduce riesgo de baja en nota: analista de Moody's", Reuters a 18 de julio de 2019. También ver <https://bit.ly/2Ghgu2V>.

¹¹ Ver "Plan de negocios de mexicana Pemex no reduce riesgo de baja en nota: analista de Moody's", Reuters a 18 de julio de 2019. También ver <https://bit.ly/2XOeObW>.

¹² Ver "Plan de negocios de PEMEX: Vuelta en U puede ser una maniobra riesgosa", S&P a 22 de julio de 2019.

iii) Genera dudas sobre la sostenibilidad de largo plazo de la empresa.

La calificadora destacó que la menor participación de empresas privadas en el sector subestima el valor que pueden agregar las asociaciones por su experiencia y tecnología, al tiempo que señaló que los incentivos de los contratos de servicios podrían ser insuficientes. S&P también comentó que la meta de producción de crudo es ambiciosa, mientras que desviaciones en el tiempo o la magnitud de dicha trayectoria mermarían el flujo de efectivo de la compañía y posiblemente detonarían un ajuste de su plan de inversiones. Además señaló que si el agotamiento de las reservas probadas no es acompañado por inversión que las reemplace, PEMEX podría agotar sus reservas en el mediano plazo. Por último, la agencia calificadora enfatizó que su evaluación continúa reflejando la expectativa de una probabilidad “casi cierta” de apoyo por parte del Gobierno Federal en un escenario de estrés por lo que por el momento no prevé cambiar la calificación de la empresa.

Finalmente, el 12 de agosto, Fitch emitió un reporte mediante el cual plantea que las métricas crediticias de PEMEX se debilitarían si la compañía ejecuta su plan de negocios en los términos planteados. Lo anterior sería resultado de que la calificadora estima que el plan de inversión de PEMEX implicaría una tasa de restitución de reservas de 50%, por lo que considera que se generaría una reducción significativa de las reservas a mediano y largo plazo. La agencia también considera poco probable que el desarrollo de los 22 nuevos campos petroleros por parte de PEMEX frene por completo la caída en la producción, si bien podrían ayudar a mitigarla.¹³

Consideraciones Finales

El Plan de Negocios de PEMEX proporcionó información relevante sobre las metas de inversión y producción que el Gobierno planea para la empresa, así como el apoyo fiscal que el Gobierno otorgará para alcanzarlas. Dicho apoyo requeriría realizar ajustes equivalentes en las finanzas públicas en 2020 y 2021 para mantener la solidez del marco macroeconómico.

El Plan también establece una hoja de ruta para la empresa con metas precisas de producción, inversión, endeudamiento y balance financiero, que serán monitoreadas por las agencias calificadoras y por los demás participantes de los mercados financieros. Al respecto, si bien el Plan de Negocios, por su diseño, se concentra en las acciones de 2020 en adelante, las agencias calificadoras también han señalado que darán seguimiento a la evolución de los resultados de la empresa durante los últimos trimestres de 2019, en un contexto donde la Secretaría de Hacienda ha estimado que los ingresos petroleros serán menores a los programados. Por ello, cumplir con los objetivos del Plan es de suma importancia dado el peso de PEMEX en las finanzas públicas.

Más allá del impacto de corto y mediano plazo, una reducción sostenible de la carga fiscal de la empresa productiva del Estado, aunado a una consolidación de los pasivos de largo plazo que lleve a un saneamiento de su situación financiera, podría coadyuvar a revertir la contribución negativa sobre el crecimiento económico que la producción petrolera ha mostrado desde hace varios años.

Por su parte, la guía de la OCDE para empresas estatales recomienda que las actividades de la empresa busquen maximizar el bienestar de la sociedad a través del uso eficiente de los recursos que administra.¹⁴ En el caso de PEMEX, maximizar el impacto de las inversiones requiere ejecutar proyectos rentables buscando reducir los costos de la empresa mediante la adquisición de tecnología nueva y la adopción de las mejores prácticas corporativas. Además, para que la producción sea sostenible, es importante eventualmente alcanzar niveles superiores de reposición de reservas. Todo esto permitiría que la influencia de la empresa en el buen funcionamiento de los mercados energéticos nacionales genere un impulso adicional al crecimiento potencial de la economía.

¹³ Ver “Fitch Ratings: PEMEX’s 2019-2023 Plan Confirms Risk to Credit Profile”, Fitch Rating a 12 de agosto de 2019.

¹⁴ Ver “OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises, 2015 Edition”, OECD 2015.