

# Modelo de negocio de Pemex es insostenible en el largo plazo: Bank of America

Después de recibir de Pemex casi medio billón de dólares en ingresos fiscales en la última década, México entiende que los inversionistas internacionales esperarían que el gobierno asuma la responsabilidad de los pasivos de la empresa. "Cómo harían esto, es otro tema de debate, pero creemos que la asunción de la deuda y/o una garantía sería el método más limpio", dice el banco estadounidense.

Redacción AN / ZR

3 de febrero 2021 2:22 pm



Foto: Cuartoscuro

El modelo de negocio de Pemex es insostenible a largo plazo, y no se ve un catalizador para cambios importantes este año, mucho menos antes de las elecciones de mitad de período que se llevarán a cabo en junio, señaló Bank of America.

**El banco de inversión estadounidense reconoce que 2021 será un año menos dramático para Pemex que 2020**, dado que la mejora creciente de los precios del crudo le permitirán aumentar sus ingresos y flujo operativo.

Pero la petrolera mexicana todavía enfrenta altos impuestos, desafíos de producción, recursos limitados para invertir, altos niveles de deuda y escasa utilización de la capacidad en sus refinerías, advierte Bank of America (BoFA) Global Research.

**Los niveles de deuda de la petrolera se mantienen altos, luego de haber cerrado 2020 con pasivos por 105 a 106 mil millones de dólares**, después de ajustar el pago de la deuda a corto plazo a fines de 2020 utilizando los ingresos de la monetización de 16 pagarés por 95 mil 600 millones de pesos (unos 4 mil 800 millones de dólares) recibidos del Gobierno.

BoFA calcula sus vencimientos de corto plazo en 18 mil millones de dólares, de los que unos 6 mil millones son bonos que vencen este 2021 y que buscará refinanciar, **y lo mismo tratará de hacer con sus líneas bancarias de corto plazo por 12 a 13 mil millones dólares**.

"Las disponibilidades de préstamos sindicados se están ampliando, con una tasa de renovación algo menor", subrayó el banco. "La refinanciación de deuda sigue siendo un enfoque clave para 2021".

**Aunque BoFA supone que Pemex tendrá la liquidez necesaria al utilizar líneas de crédito por un valor estimado de 8 mil millones de dólares para el pago de cualquier deuda adicional a corto plazo**, considera que la petrolera tiene una posición muy ajustada para este 2021.

"Un área que continuaremos monitoreando será el nivel de líneas de crédito disponibles para Pemex de su sindicato de bancos", apuntó BoFA Global Research, brazo del banco que hace recomendaciones de inversión sobre una variedad de bonos, incluidos valores de deuda externa soberana y corporativa, así como préstamos, valores de capital, acciones preferentes y swaps de incumplimiento crediticio (CDS).

## Apoyo del gobierno

Pemex cuenta con el apoyo del gobierno, **que en 2020 se tradujo en cerca de 14 mil millones de dólares, estima BoFA, y en este 2021 necesitará entre 8 y 9 mil millones** más solo para sus actividades de exploración y producción.

El banco estadounidense estima que **una baja de 5 puntos en el más importante impuesto de la participación en las utilidades (DUC) se traduciría para Pemex en un ahorro en impuestos de mil 500 millones de dólares**.

Por una serie de impuestos que reporta cada año al gobierno, **la petrolera pagó al gobierno casi 10 mil millones de dólares (equivalentes a unos 198 mil millones de pesos en 2020)**, según cifras preliminares proporcionadas por Pemex, una reducción significativa respecto de los 22 mil millones de dólares pagados en 2019 e incluso de los 12 mil 900 millones pagados entre septiembre de ese año y el mismo mes de 2020.

El impuesto más importante es el derecho de participación en las ganancias (DUC), que representa entre 85 y 95% de lo que Pemex paga cada año, y, para 2020, la tasa de participación en las utilidades se fijó en 58%, pero el gobierno mexicano proporcionó una reducción por única ocasión de 65 mil millones de pesos.

**"Estimamos que, en 2020, Pemex aportó aproximadamente 10% de los ingresos fiscales"**, apuntó BoFA.

En general, **el sector energético aportó 598 mil millones de pesos en ingresos al gobierno federal en 2020, lo que incluye las contribuciones directas ya señaladas y pagos indirectos**: de ese total, unos 399 mil millones de pesos provienen de otras fuentes como el Impuesto Especial sobre Productos y Servicios (IEPS) aplicado a la venta de gasolina y diésel.



Si bien Pemex tiene el compromiso de pagar cada año un dividendo al gobierno mexicano, en los últimos años no lo ha hecho, por lo que, **en los últimos 11 años, Pemex habría hecho aportes directos al gobierno de 440 mil millones de dólares**, más un monto considerable por impuestos indirectos, estima BoFA.

Para este 2021, la tasa impositiva se redujo a 54%, aunque actualmente se está discutiendo para reducir aún más los impuestos a un porcentaje algo por debajo del 50%, señaló el banco estadounidense.

**"En nuestras estimaciones de ingresos de exploración y producción y flujo de caja, asumimos una tasa impositiva de 48% para 2021".**

## Bonos atractivos

**Con alrededor de 80 mil millones de dólares en bonos en circulación, Pemex es el mayor emisor de mercados emergentes en los mercados internacionales**, y paga buenos rendimientos.

BoFA calcula que en los próximos 3 a 6 meses Pemex emitirá varios bonos de mediano plazo atractivos, **con un diferencial sobre casi todos los soberanos mexicanos de al menos 400pb, uno de los más amplios en todos los mercados emergentes**. "Los diferenciales se han ampliado en lo que va del año, mientras que los precios del Brent se han movido al alza".

Bank of America considera muy poco probable que el gobierno mexicano permita que Pemex incurra en default o incumplimiento de pago de deuda, pues las dos entidades están vinculadas de forma integral.

Añade que, a pesar de que una de las opiniones más arraigadas del Presidente Andrés Manuel López Obrador es que Pemex es piedra angular del desarrollo de México y ha atado el destino de su administración a la de la petrolera, **el modelo de negocio actual de la petrolera, con altos niveles de deuda, disminución de la producción y flujo de caja libre negativo genera inestabilidad en el mediano a largo plazo y eventualmente requerirá ajustes importantes**.

"Después de recibir de Pemex casi medio billón de dólares en ingresos fiscales durante la última década, México entiende que los inversionistas internacionales esperarían que el gobierno federal asuma la responsabilidad de los pasivos de la empresa. **Cómo harían esto, es otro tema de debate, pero creemos que la asunción de la deuda y/o una garantía sería el método más limpio**", dice el banco estadounidense.

## Retos de producción

**En 2020, la producción petrolera de México fue de un millón 664 mil barriles diarios, cifra levemente menor al millón 678 mil de 2019**, dado que Pemex no ha podido recuperarse de las caídas registradas a mediados de año, cuando la producción se redujo para cumplir con los recortes de producción de la OPEP +.

Las cifras presupuestadas para la producción de crudo de Pemex en 2021 son de un millón 857 mil barriles diarios, pero BoFA considera que debería hacerse una revisión de esta cifra, pues será muy difícil de lograr.

**"Asumimos una producción de 1.7 millones de barriles al día en nuestras proyecciones".**

Recuerda que la empresa no ha cumplido sus objetivos de producción en los últimos 10 años, aunque las disminuciones de la producción no han sido tan graves con el gobierno de López Obrador como en las administraciones anteriores.



"Desafortunadamente para Pemex, **la producción en áreas prioritarias o de desarrollo acelerado no cumplieron las expectativas iniciales y el cambio de megacampos a campos pequeños no ha sido particularmente exitoso**".

Los contratos de servicio se han traducido en 144 mil barriles por día en 20 nuevos campos, un saldo positivo, pero muy por debajo de los 300 mil barriles que espera Pemex. BoFA cita a IPD Latin America, **que indica que 75% de los campos de Pemex en la actualidad tienen reservas no superiores a 11 millones de barriles de petróleo equivalente**.

La fortaleza histórica de Pemex ha estado en el desarrollo de grandes campos como Cantarell y ahora Ku Maloob Zaap (KMZ).

**Hoy el verdadero desafío para Pemex es la disminución de la producción en Ku Maloob Zaap (KMZ), campo que produjo más de 40% del total producción con 790 mil barriles diarios en 2020**, pero uno de sus pozos, Ku, ya tuvo una caída drástica de la producción desde un pico de más de 350 mil barriles diarios en 2008 a 91 mil 200 barriles en 2020, y ahora se empiezan a ver importantes caídas en Maloob y Zaap, de 22 y 17%, respectivamente, en los dos últimos años, apunta BoFA.

Consultoras especializadas citadas por el banco de inversión, como Welligence, calculan que la producción de México sea inferior a 1 millón de barriles diarios para 2030, y que más del 35% de esa producción provendrá de las petroleras internacionales, **mientras que IPD América Latina proyecta que en 2024 podría ser tan baja como 1.1 millones de barriles diarios**.

Pemex redujo sus costos de producción a 12 dólares por barril en 2020, según datos de la propia empresa, pero Bank of America hace notar que otras grandes petroleras aún tienen costos de extracción más bajos, como Petrobras, de 9 dólares y de 4.3 dólares en los campos presal, y **Ecopetrol** de 7.5 a 8 dólares.

**Pero el verdadero problema de Pemex son sus otros costos, añade el banco de inversión estadounidense, como absorber las pérdidas del negocio de refinación**.