

Pemex seguirá siendo un desafío fiscal para el próximo gobierno de México

15 de abril de 2024

Este reporte no constituye una acción de calificación.

Conclusiones Principales



Pemex se mantiene como uno de los varios desafíos fiscales que afrontará el próximo gobierno de México.



Si bien Pemex podría afectar la calificación soberana, el apoyo extraordinario del gobierno mantiene nuestra calificación de la empresa petrolera.



Los gobiernos locales parecen haberse adaptado a un Pemex más débil, con una baja participación de los ingresos petroleros en sus transferencias federales.



Nuestras calificaciones soberanas consideran un aumento limitado de la deuda con respecto al PIB para el gobierno y Pemex en los próximos años, consistente con el historial de México de mantener una ejecución fiscal cautelosa a lo largo de múltiples administraciones.

La relación de México con el gigante petrolero de propiedad federal Petróleos Mexicanos (Pemex) seguirá siendo un desafío fiscal para la próxima administración presidencial del país. En las elecciones nacionales de junio se incluyen las votaciones por la presidencia y ambas cámaras del Congreso, y el rumbo de la política fiscal del nuevo gobierno será clave para la calidad crediticia soberana.

Los principales contendientes presidenciales son Claudia Sheinbaum del partido Morena, quien es la sucesora preferida del presidente Andrés Manuel López Obrador, y Xóchitl Gálvez, de la coalición opositora Fuerza y Corazón. Ambas candidatas apuntan a mejorar la calidad de vida, aunque con diferentes enfoques en las políticas. La composición del Congreso determinará el margen con el que cualquiera de las candidatas a la presidencia puede promover iniciativas de políticas.

Lo que es clave para las calificaciones soberanas de S&P Global Ratings de México (moneda extranjera: BBB/Estable/A-2; moneda local: BBB+/Estable/A-2) es una continuidad en la gestión macroeconómica cautelosa y suponemos que esta prevalecerá en el período previo a las elecciones, durante el período de transición presidencial y bajo el próximo gobierno. Esta cautela ha sido un sello distintivo de la ejecución de la política macroeconómica de México durante varias décadas.

Analistas principales

Lisa M. Schineller, PhD

Nueva York
1 (212) 438-7352
lisa.schineller
@spglobal.com

Karla González

Ciudad de México
52 (55) 5081-4479
karla.gonzalez
@spglobal.com

Contactos secundarios

Fabiola Ortiz

Ciudad de México
52 (55) 5081-4449
fabiola.ortiz
@spglobal.com

Omar A. De la Torre Ponce De León

Ciudad de México
52 (55) 5081-2870
omar.delatorre
@spglobal.com


Pemex presenta un desafío fiscal

Preveamos un retorno a una senda de menores déficits fiscales que limiten el aumento de la deuda neta del gobierno general con respecto al PIB, luego de un aumento en el déficit y la deuda del gobierno general de este año, asociada principalmente con gasto preelectoral. Los lineamientos preliminares del presupuesto del gobierno para 2025 suponen un ajuste el próximo año. Sin embargo, dicho ajuste no es vinculante. La propuesta presupuestaria para 2025 dependerá realmente de las preferencias políticas de la administración de la próxima presidenta, que asumirá el cargo en octubre.

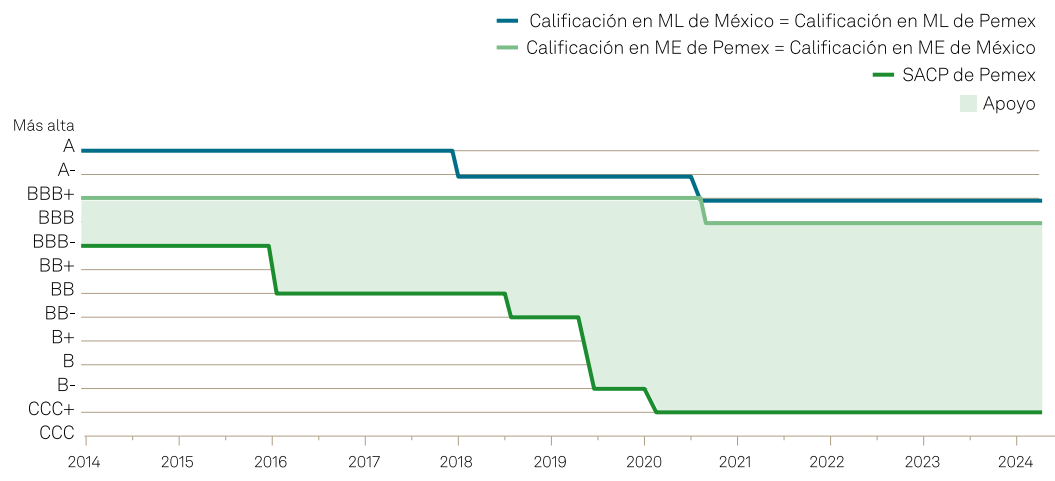
Los formuladores de políticas entrantes tendrán que considerar cómo gestionar diversas limitaciones presupuestarias. Estas incluyen un gasto social más alto y menos discrecional, una carga de intereses más pesada, reservas fiscales limitadas, una base impositiva no petrolera comparativamente baja y los desafíos asociados con las finanzas de Pemex. Desde 2019, hemos señalado que nuestras calificaciones soberanas de México podrían verse presionadas por Pemex como un pasivo contingente para el soberano.

Dado el débil estado de las finanzas de Pemex y nuestra expectativa de que cualquiera que sea el próximo gobierno continuará respaldando el pago de su deuda, persiste la posibilidad de que haya presión sobre la calificación soberana. Y nuestra calificación de Pemex sigue dependiendo de la calificación soberana. La forma en que el próximo gobierno aborde la trayectoria fiscal general de México, en que decida el apoyo a Pemex, en que aborde la política en el sector energético y organice la gestión de Pemex probablemente afectará nuestras calificaciones tanto del país como de la empresa petrolera.

Resumen de las calificaciones

| Calificación soberana en moneda extranjera | Calificación de la ERG | SACP de la ERG | Calificación soberana en moneda local | Probabilidad de recibir apoyo |
|--|--------------------------|----------------|---------------------------------------|-------------------------------|
|  México BBB/Estable | Pemex BBB/Estable | ccc+ | BBB+ | Casi cierta |

Historial de las calificaciones



ME—Moneda Extranjera. ERG—Entidad relacionada con el gobierno. ML—Moneda local. SACP—Perfil crediticio individual, por sus siglas en inglés para *stand-alone credit profile*. Fuente: S&P Global Ratings. Copyright © 2024 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

Calificaciones de Pemex y México están alineadas

La probabilidad casi cierta de apoyo soberano domina el análisis de S&P Global Ratings sobre la calidad crediticia de Pemex. Según nuestra metodología para calificar entidades relacionadas con el gobierno, este respaldo probable alinea la calificación crediticia del emisor con la calificación soberana, independientemente del perfil crediticio individual (SACP, por sus siglas en inglés para *stand-alone credit profile*) de Pemex.

La probabilidad casi cierta de apoyo por parte del gobierno refleja nuestra opinión sobre el rol crítico y el vínculo integral de Pemex con el soberano, que, en nuestra opinión, no han cambiado desde que comenzamos a calificar a Pemex en 1995. Desde entonces, la calificación de la empresa petrolera se ha alineado con la del soberano a pesar de los cambios en los gobiernos, los partidos y las preferencias en la política energética, es decir, el papel de la participación privada y cómo organizar y administrar Pemex. Los gobiernos de Zedillo, Fox, Calderón, Peña Nieto y López Obrador han reconocido la importancia de Pemex.

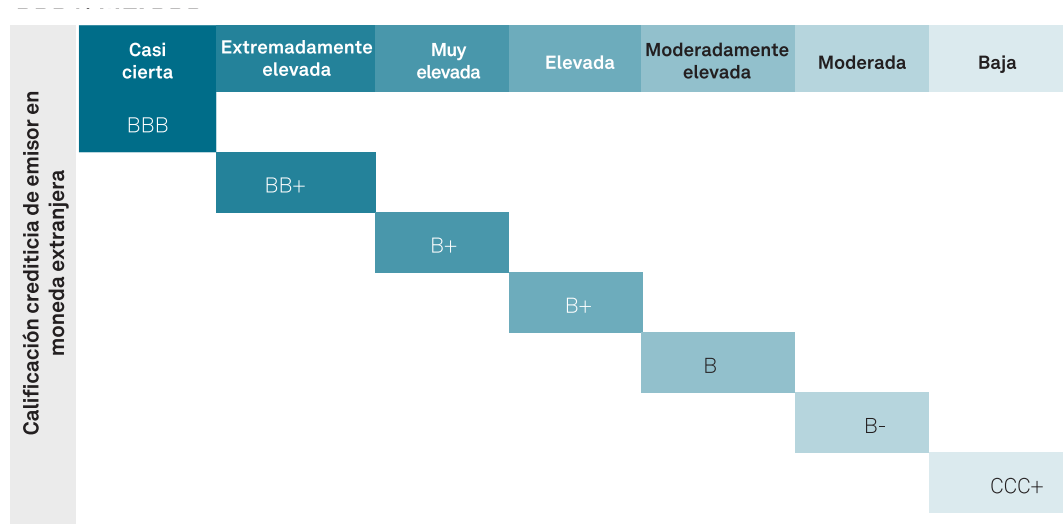
Si bien el contorno de la política energética probablemente diferiría bajo la administración de Sheinbaum o Gálvez, no esperamos que el respaldo a Pemex (es decir, su rol crítico y vínculo integral) cambie, y suponemos que las calificaciones se mantendrán alineadas con las calificaciones del soberano. Si nuestra visión del apoyo extraordinario se debilitara (por ejemplo, si la clase política de México llegara a considerar a Pemex como de menor importancia económica nacional), el rol y/o el vínculo podrían cambiar, al igual que la calificación.

Rol crítico + vínculo integral = Probabilidad de apoyo casi cierta para Pemex



ERG—Entidad relacionada con el gobierno. Fuente: S&P Global Ratings.
Copyright © 2024 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

Potencial transición de las calificaciones en ME de Pemex con una evaluación de la probabilidad de apoyo alternativa: SACP de 'ccc+' y calificaciones soberanas en ML: BBB+/ME: BBB



ME—Moneda extranjera. ML—Moneda local. Fuente: S&P Global Ratings. Copyright © 2024 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

Persistente debilitamiento de la liquidez de Pemex

Durante la última década, el SACP de Pemex se ha debilitado considerablemente. Desde 2020, el SACP ha sido de 'ccc+', lo que refleja la dependencia de la empresa de condiciones comerciales, financieras y económicas favorables para cumplir con sus compromisos financieros.

Pemex ha estabilizado su producción en 1,875 barriles diarios de petróleo crudo, un aumento de 5% en 2023 respecto a 2022. Esto se debe en parte al aumento de la producción de crudo mediante la incorporación de nuevos campos al portafolio (aunque con altas tasas de declinación). Sin embargo, la cartera se compone principalmente de campos maduros, que requieren mayores inversiones para mantener los niveles de producción.

Además, las continuas pérdidas en eficiencias operativas hacen que el sistema nacional de refinación funcione a menos del 50% de la capacidad instalada. Las actividades de refinación son costosas y registraron un margen variable negativo de US\$3.53 por barril en el cuarto trimestre de 2023.

Como resultado, a pesar de los volúmenes ligeramente mayores de exploración, y producción (*upstream*), el precio de referencia cayó, arrastrando el crecimiento de los ingresos y la generación de EBITDA de la empresa. Por lo tanto, los flujos de efectivo siguieron bajo presión y el apalancamiento se mantuvo alto, en 5.8x en 2023.

Adicionalmente, Pemex enfrenta importantes vencimientos de deuda en los próximos años. El soberano, que recurrió a los mercados internacionales a principios de 2024, incluyó por primera vez una partida presupuestaria para cubrir casi todos los pagos de amortización de 2024 (alrededor de US\$11,000 millones). Sin embargo, el pago de la deuda de Pemex seguirá siendo una fuente de tensión en 2025 y 2026, con vencimientos por US\$6,800 millones y US\$10,500 millones en esos años, respectivamente. Estos desafíos en la deuda y la liquidez sustentan nuestro SACP.

Pemex seguirá siendo un desafío fiscal para el próximo gobierno de México

Las inversiones de capital para mantener la plataforma de petróleo crudo son altas y, con menores expectativas de generación de flujo de efectivo y falta de disponibilidad de las líneas de crédito de la empresa, la ya débil liquidez seguirá reduciéndose.

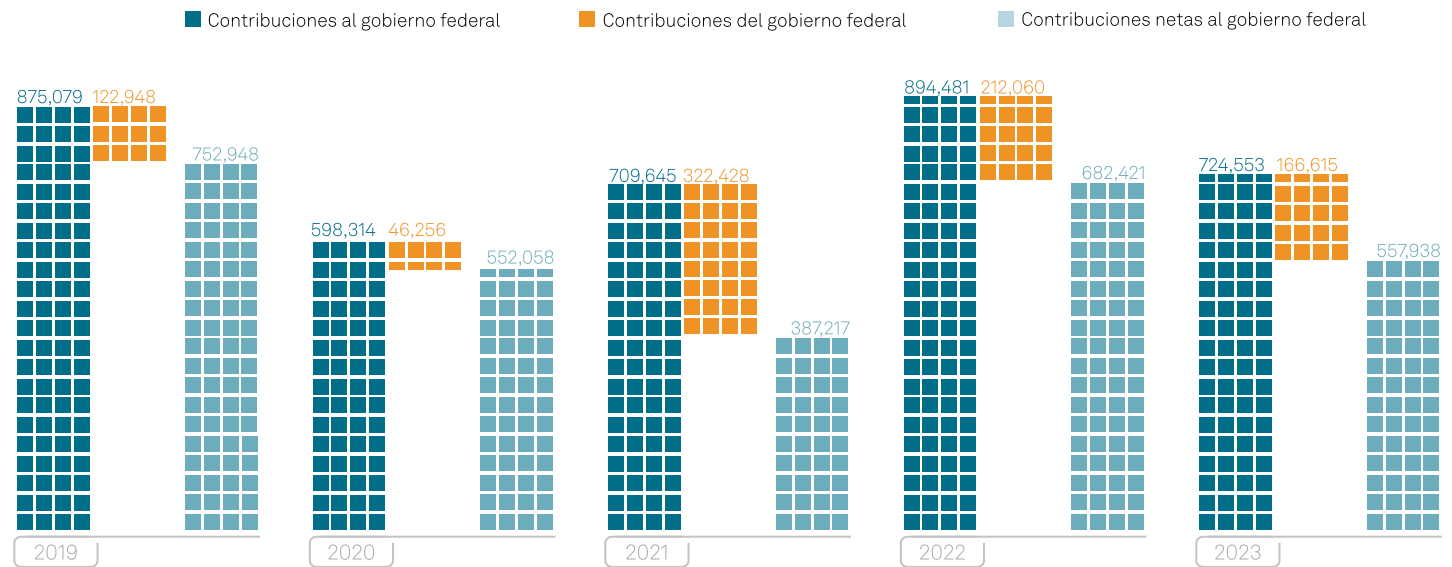
El apoyo del gobierno ha sido sólido bajo la administración actual

Desde 2019, la administración de López Obrador ha proporcionado alrededor de \$869,000 millones de pesos mexicanos (MXN) (o US\$51,000 millones) a Pemex a través de diferentes mecanismos. Estos incluyen inyecciones de capital dirigidas específicamente al pago de la deuda y la gestión de pasivos, así como inversiones en la cadena de fertilizantes, el sistema nacional de refinería y la refinería Olmecca.

Gráfica 1

Pemex se mantiene como un contribuidor neto para las finanzas gubernamentales

Millones de MXN

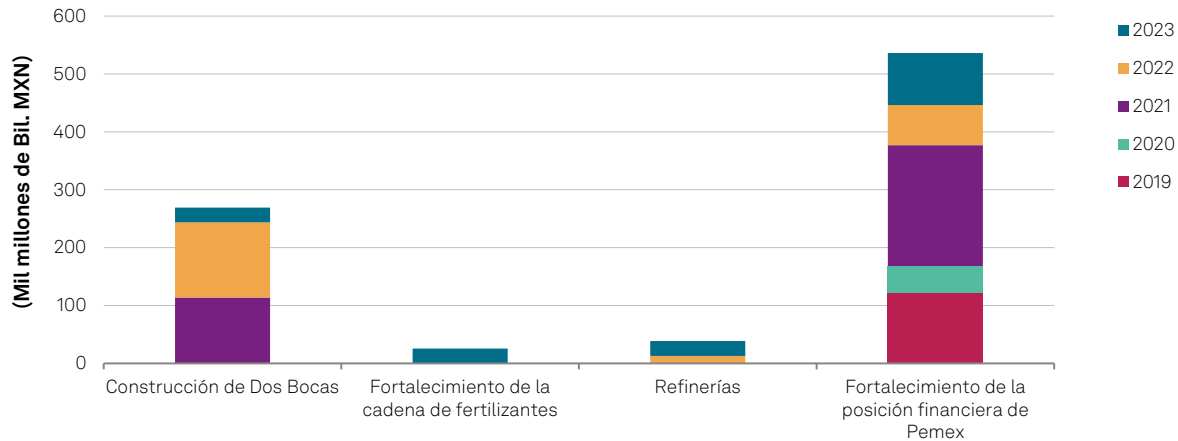


MXN—Pesos mexicanos. Fuente: S&P Global Ratings
Copyright © 2024 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

Pemex seguirá siendo un desafío fiscal para el próximo gobierno de México

Gráfica 2

Desglose del apoyo gubernamental a Pemex bajo la administración de López Obrador



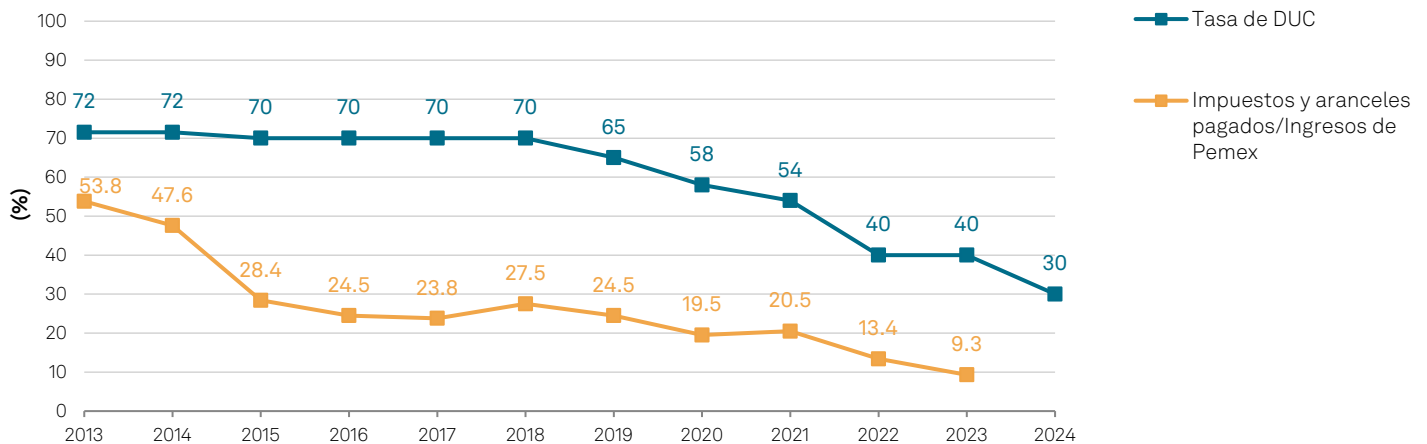
Fuente: Pemex 20-F de Pemex.
Copyright © 2024 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

Asimismo, el gobierno actual redujo la pesada carga tributaria de Pemex al recortar el derecho por la utilidad compartida (DUC) a 30% de 65% durante el período 2019-2024. Aunque la empresa aún tiene otros impuestos y derechos que cubrir, la reducción del DUC le permite liberar algunos recursos para invertir en la cadena de valor de los hidrocarburos. En 2023, los impuestos y aranceles representaron solo 9.3% de los ingresos totales de Pemex (incorporando un crédito fiscal del 100% para el DUC desde octubre de 2023 hasta enero de 2024), en comparación con 54% en 2013.

Gráfica 3

Alivio tributario de Pemex

Participación en las utilidades



Fuente: Pemex 20-F de Pemex.
Copyright © 2024 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

Débiles finanzas de Pemex podrían presionar la calificación soberana

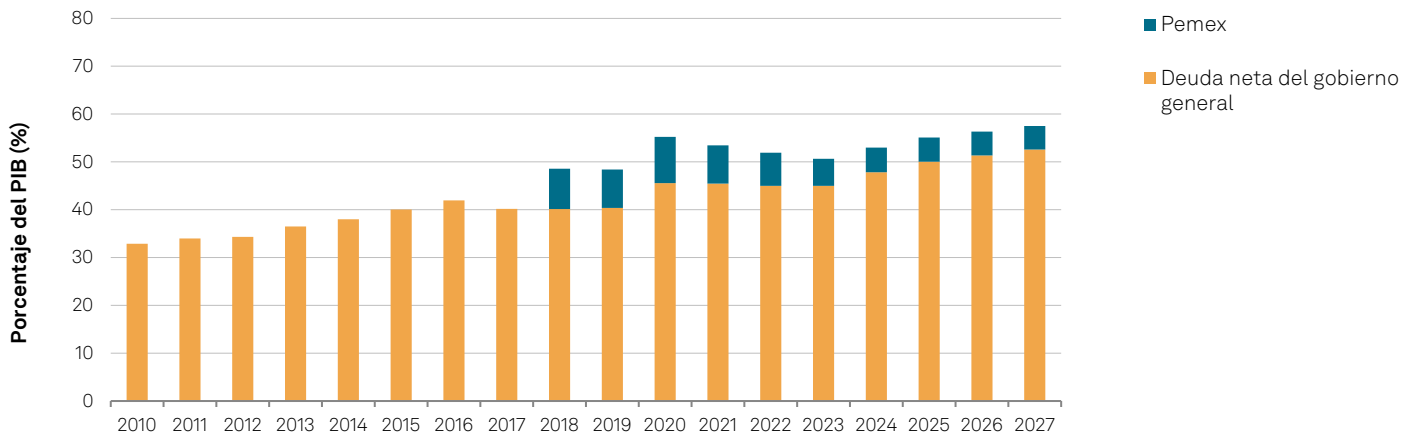
Dada la importante probabilidad de apoyo, las débiles finanzas de Pemex podrían afectar negativamente el perfil fiscal de México. Nuestro punto de partida al evaluar la postura fiscal de un soberano es el gobierno general, que excluye a Pemex. Sin embargo, también consideramos varios riesgos fuera de balance que presentan pasivos contingentes. Para una entidad del sector público no financiero, tomamos en cuenta la probable necesidad de apoyo gubernamental para el pago de la deuda y la relevancia o magnitud de ese apoyo. El SACP de 'ccc+' de Pemex indica la necesidad de apoyo para el pago de la deuda. Y la probabilidad casi cierta de apoyo extraordinario significa que, según nuestra metodología para calificar soberanos, cualquier apoyo necesario estaría disponible.

Sin embargo, no esperamos que la combinación de deuda neta del gobierno general y deuda de Pemex sea lo suficientemente grande como para producir una carga de deuda significativamente más débil en los próximos años. Esto refleja nuestros supuestos clave de que el gobierno entrante dará continuidad al historial de gestión fiscal cautelosa de México y limitará el aumento de la deuda pública neta, mientras que Pemex tampoco aumentará su deuda. Como resultado, evaluamos aun pasivo contingente limitado de Pemex.

Por el contrario, suponiendo que no haya ninguna mejora en la situación financiera de Pemex y que la probabilidad de apoyo casi cierto continúe, probablemente consideraríamos que Pemex representa un pasivo contingente moderado en caso de que la deuda del gobierno y de Pemex aumente de manera más pronunciada. Esto debilitaría nuestra evaluación del perfil fiscal de México y podría presionar la calificación soberana.

Gráfica 4

Deuda neta del gobierno general y de Pemex



Fuente: S&P Global Ratings.
Copyright © 2024 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

Desde marzo de 2019, el escenario negativo para nuestras calificaciones soberanas de México ha incluido el riesgo del pasivo contingente de Pemex. Esta posibilidad ganó relevancia debido a 1) el deterioro de las finanzas de Pemex (SACP), 2) el tamaño de la deuda de Pemex, y 3) el cambio en la política gubernamental a depender únicamente de Pemex para desarrollar el sector energético de México, lo que consideramos como pedir a Pemex que hiciera más cuando tenía capacidad limitada para hacerlo.

Sin embargo, el aumento por lo general contenido de la deuda neta del gobierno general bajo la administración de López Obrador, así como los límites a la adquisición de nueva deuda por parte de Pemex, han limitado este riesgo. En julio de 2022, revisamos nuestra perspectiva de calificación soberana de negativa a estable, en parte debido a nuestra expectativa de que durante el resto del mandato del presidente López Obrador, la gestión de la deuda seguiría siendo cautelosa, lo que implica que Pemex no presionaría la calificación.

Ante las elecciones, la perspectiva de la calificación considera ahora que el próximo gobierno seguirá gestionando con cautela la carga de deuda combinada. Dado el SACP aún débil de Pemex y nuestra expectativa de apoyo soberano bajo cualquier nuevo gobierno, nuestro escenario negativo para la calificación soberana aún considera un compromiso fiscal más débil y el deterioro en la trayectoria de la deuda de México.

Los gobiernos locales ya han tenido que adaptarse a un Pemex más débil

La exposición de los gobiernos subnacionales mexicanos a Pemex, medida por la participación de los ingresos petroleros en las transferencias federales, ha disminuido durante la última década. Esperamos que se mantenga relativamente baja. En los últimos 15 años, varias reformas al marco fiscal federal de México afectaron los ingresos que constituyen el ingreso federal distribuable (Recaudación Federal Participable, o RFP), aunado a una disminución en la producción petrolera de Pemex. De hecho, las reformas respaldaron una mayor recaudación de ingresos federales no petroleros que compensó con creces la disminución de los ingresos petroleros.

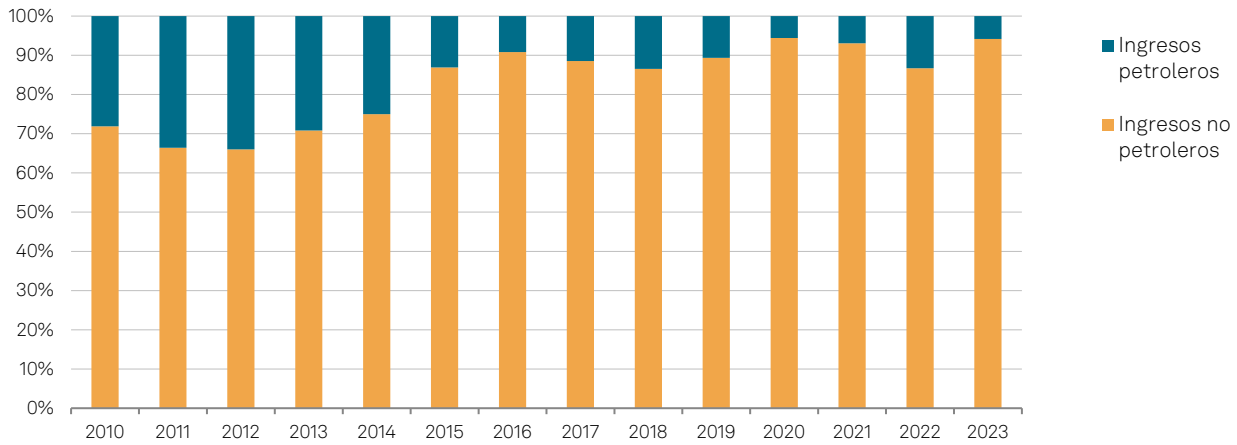
Dicho esto, la volatilidad de los ingresos petroleros frente a las transferencias presupuestadas, incluso a este nivel más bajo, puede afectar las finanzas locales, ya sea por oscilaciones en los precios de mercado o por políticas federales para apoyar a Pemex, como un DUC más bajo o pagos pospuestos. En los últimos años, esta volatilidad y *shocks* económicos llevaron a apalancar los fondos de estabilización de los gobiernos locales para compensar algunas pérdidas en las transferencias presupuestarias esperadas.

En general, esperamos que los gobiernos locales con mayores ingresos propios sean más resilientes. En promedio, 90% de los ingresos operativos de los estados y 75% de los municipios dependen de transferencias federales. Esto subraya la oportunidad que tienen las políticas locales de mejorar la recaudación de ingresos propios y fortalecer la resiliencia del desempeño presupuestario local ante los *shocks* externos.

Pemex seguirá siendo un desafío fiscal para el próximo gobierno de México

Gráfica 5

Composición de la Recaudación Federal Participable

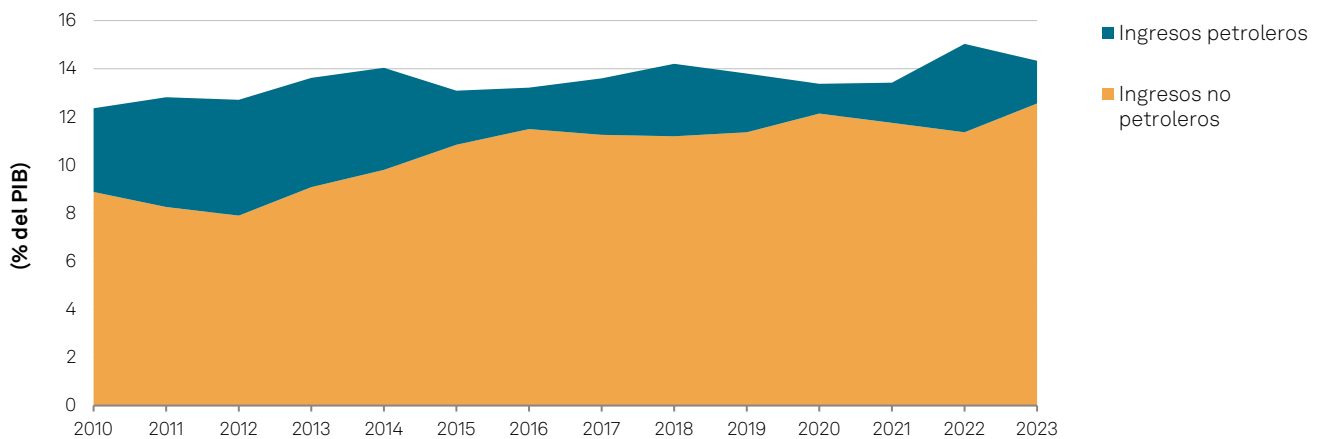


Fuente: S&P Global Ratings con la base de datos de la SHCP.
Copyright © 2024 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

Gráfica 6

Recaudación Federal Participable

Ingresos petroleros frente a los ingresos no petroleros como % del PIB



Fuente: S&P Global Ratings con la base de datos de la SHCP.
Copyright © 2024 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

Pemex seguirá siendo un desafío fiscal para el próximo gobierno de México

Copyright © 2024 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

Ningún contenido (incluyendo calificaciones, análisis e información crediticia relacionada, valuaciones, modelos, software u otra aplicación o resultado derivado del mismo) o cualquier parte aquí indicada (Contenido) puede ser modificada, revertida, reproducida o distribuida en forma alguna y/o por medio alguno, ni almacenada en una base de datos o sistema de recuperación de información sin permiso previo por escrito de Standard & Poor's Financial Services LLC o sus filiales (en general, S&P). El Contenido no debe usarse para ningún propósito ilegal o no autorizado. S&P y sus proveedores así como sus directivos, funcionarios, accionistas, empleados o agentes (en general las Partes de S&P) no garantizan la exactitud, integridad, oportunidad o disponibilidad del Contenido. Las Partes de S&P no son responsables de errores u omisiones (por descuido o alguna otra razón), independientemente de su causa, de los resultados obtenidos a partir del uso del Contenido o de la seguridad o mantenimiento de cualquier información ingresada por el usuario. El Contenido se ofrece sobre una base "como está". LAS PARTES DE S&P DENIEGAN TODAS Y CUALQUIER GARANTÍAS EXPLÍCITAS O IMPLÍCITAS, INCLUYENDO, PERO SIN LIMITACIÓN DE, CUALESQUIER GARANTÍA DE COMERCIALIZACIÓN O ADECUACIÓN PARA UN PROPÓSITO O USO EN PARTICULAR, DE AUSENCIA DE DEFECTOS, DE ERRORES O DEFECTOS EN EL SOFTWARE, DE INTERRUPCIÓN EN EL FUNCIONAMIENTO DEL CONTENIDO O DE OPERACIÓN DEL CONTENIDO CON CUALQUIER CONFIGURACIÓN DE SOFTWARE O HARDWARE. En ningún caso, las Partes de S&P serán sujetos de demanda por terceros derivada de daños, costos, gastos, honorarios legales o pérdidas (incluyendo, sin limitación, pérdidas de ingresos o de ganancias y costos de oportunidad o pérdidas causadas por negligencia) directos, indirectos, incidentales, punitivos, compensatorios, ejemplares, especiales o consecuenciales en conexión con cualesquier uso del Contenido incluso si se advirtió de la posibilidad de tales daños.

Los análisis crediticios relacionados y otros estudios, incluyendo las calificaciones, y las declaraciones en el Contenido son opiniones a la fecha en que se expresan y no declaraciones de hecho. Las opiniones, análisis y decisiones de reconocimiento de calificaciones (descrito abajo) no son recomendaciones para comprar, mantener o vender ningún instrumento o para tomar decisión de inversión alguna y no se refieren a la conveniencia de ningún instrumento o título-valor. S&P no asume obligación para actualizar el Contenido tras su publicación en cualquier forma o formato. No debe dependerse del Contenido y éste no es sustituto de la capacidad, juicio y experiencia del usuario, de su administración, empleados, asesores y/o clientes al realizar inversiones y tomar otras decisiones de negocio. S&P no actúa como fiduciario o asesor de inversiones excepto donde está registrado como tal. Aunque S&P ha obtenido información de fuentes que considera confiables, no realiza actividad de auditoría ni asume la tarea de revisión o verificación independiente de la información que recibe. Las publicaciones relacionadas con calificaciones pueden publicarse por diversas razones que no dependen necesariamente de una acción por parte de los comités de calificación, incluyendo, pero sin limitarse, a la publicación de una actualización periódica de una calificación crediticia y análisis relacionados.

En la medida en que las autoridades regulatorias permitan a una agencia calificadora reconocer en una jurisdicción una calificación asignada en otra jurisdicción para ciertos propósitos regulatorios, S&P se reserva el derecho de asignar, retirar o suspender tal reconocimiento en cualquier momento y a su sola discreción. Las Partes de S&P no asumen ningún deber u obligación derivado de la asignación, retiro o suspensión de tal reconocimiento así como cualquier responsabilidad respecto de daños en los que presuntamente se incurra como resultado de ello.

S&P mantiene algunas actividades de sus unidades de negocios independientes entre sí a fin de preservar la independencia y objetividad de sus respectivas actividades. Como resultado de ello, algunas unidades de negocio de S&P podrían tener información que no está disponible a otras de sus unidades de negocios. S&P ha establecido políticas y procedimientos para mantener la confidencialidad de la información no pública recibida en conexión con cada uno de los procesos analíticos.

S&P recibe un honorario por sus servicios de calificación y por sus análisis, normalmente de parte de los emisores de los títulos o por suscriptores de los mismos o por los deudores. S&P se reserva el derecho de disseminar sus opiniones y análisis. Las calificaciones y análisis públicos de S&P están disponibles en sus sitios web, www.spglobal.com/ratings/es/ (gratuitos) y en www.ratingsdirect.com (por suscripción) y podrían distribuirse por otros medios, incluyendo las publicaciones de S&P y por redistribuidores externos. Información adicional sobre los honorarios por servicios de calificación está disponible en www.spglobal.com/usratingsfees.

STANDARD & POOR'S, S&P y RATINGSDIRECT son marcas registradas de Standard & Poor's Financial Services LLC.