

# Los Riesgos Financieros de México:

## Resolviendo Pemex para un México Solvente

*Laura Alfaro, Augusto De La Torre, Guillermo Calvo, Roque Fernandez, Pablo Guidotti, Paulo Leme, Enrique Mendoza, Guillermo Perry, Carmen Reinhart, y Liliana Rojas-Suarez*

### 1. CONDICIONES INICIALES

Los riesgos financieros y las políticas adoptadas por la nueva administración de México no pueden ser evaluadas adecuadamente sin reconocer los aspectos claves que caracterizan las siguientes condiciones iniciales del país:

- El crecimiento del ingreso per cápita ha sido mediocre por muchos años y las proyecciones actuales apuntan a una mayor desaceleración. Durante los últimos 25 años, México ha mostrado uno de los peores desempeños en América Latina, con un crecimiento insignificante de la productividad total de factores. Los factores estructurales como la desigualdad, sistemas de impuestos y de seguridad social ineficientes, altos niveles de corrupción y el crimen violento han sido impedimentos claves para el crecimiento a pesar del fortalecimiento del marco de la política macrofinanciera y la significativa integración internacional. Los datos actuales sugieren que el crecimiento económico se ha reducido a la mitad, alrededor del 1% al 2019, principalmente por un marcado descenso en la inversión y una desaceleración del consumo.
- Sin embargo, desde los 90s, México ha progresado significativamente en un sinnúmero de frentes. El país ha adoptado un régimen de tipo de cambio flexible, consolidado la independencia de su Banco Central (Banxico), y desarrollado el mercado de deuda denominada en moneda nacional. A diferencia de otras economías de mercado emergentes, México ha sido capaz de mantener un balance de cuenta corriente viable, con un déficit alrededor del 1.5% del PIB en la actualidad.
- Internacionalmente, México se encuentra altamente integrado financiera y comercialmente. Hoy en día, el país goza de una de las estructuras de exportación más diversificada de la región. Desde el establecimiento de NAFTA, México se ha integrado especialmente a la región estadounidense, con quien comparte una sincronización de ciclos económicos. Alrededor del 80% de las exportaciones de México se dirigen a los Estados Unidos, representando 28% del PIB. Sin embargo, la integración financiera potencialmente lo expone a cambios en la confianza de los inversionistas extranjeros.

El ascenso al poder de Andrés Manuel López Obrador (AMLO) por una abrumadora mayoría fue ini-

cialmente visto en los mercados como un retorno potencial a políticas populistas. Su apoyo popular doméstico ha estado anclado en una agenda de combate a la corrupción y el crimen. Atípico de los experimentos populistas, AMLO se ha comprometido a ser fiscalmente responsable sin recurrir a incrementos inminentes en los impuestos. Sin embargo, su estrategia de desarrollo está centrada en impulsar el rol del gobierno en el sector energético, la inversión en infraestructura, y la financiación del desarrollo.

En las siguientes secciones identificamos algunos riesgos económicos y financieros claves y acciones potenciales para mitigarlos.

## 2. DESAFÍOS EXTERNOS

Las condiciones globales financieras permanecen generalmente favorables, pero el crecimiento global se ha lentamente desacelerado al 3% y los riesgos han aumentado. En los Estados Unidos, los pronósticos de la actividad económica de distintos consensos para el 2019 y el 2020 se encuentran entre el 1% y el 2%, comparado al 2.9% en el 2018. El canal del comercio transmitirá la desaceleración cíclica a México, exacerbando la contracción observada en el país durante la primera mitad del 2019.

Con respecto a la política monetaria, se anticipa un cambio en la Reserva Federal de Estados Unidos (FED) hacia una política más acomodativa comenzando en julio del 2019. Se espera que el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) disminuya la tasa de política monetaria en 25 puntos básicos, y los futuros de la tasa de interés (interest rate futures) reflejan una disminución total de 75 puntos básicos. Estos hechos estarían probablemente alentando al Banco de México (Banxico) a recortar pronto la tasa de interés de política monetaria. Los mercados locales en México ya están anticipando una disminución en la tasa de interés de Banxico de alrededor de 75 puntos básicos. Banxico ha mantenido a la fecha una política monetaria restrictiva, incrementando su tasa de política monetaria a 8.25%. El amplio diferencial de tasas de interés a favor de los activos denominados en pesos mexicanos ha animado a los tesoreros corporativos e inversores a beneficiarse de las oportunidades del *carry-trade*.

El proteccionismo estadounidense y la migración serán otros factores externos claves que impactarán la economía mexicana. Estos asuntos fueron centrales en las elecciones presidenciales estadounidenses del 2016. El 1 de octubre del 2018, Estados Unidos, Canadá y México acordaron un nuevo tratado de comercio, reemplazando NAFTA con el *United States-Mexico-Canada Agreement* (USMCA). Desde el punto de vista de México, los cambios principales del acuerdo original involucran mayores requisitos salariales y normativas para la industria manufacturera automovilística además de una cláusula de suspensión potencial (*sunset clause*) en 6 años. El tratado de comercio necesita ser ratificado por legislación, lo cual podría tardar meses. México fue el primer país en responder. El 19 de junio del 2019, el Senado de México aprobó USMCA por una mayoría remarcable.

Recientemente, Estados Unidos amenazó en incrementar las tarifas a la importación de productos mexicanos a menos que el gobierno mexicano ayudara a contener el flujo de inmigración desde Guatemala, Honduras, y El Salvador hacia Estados Unidos a través de México. Conflictos sobre asuntos migratorios continuará como desafío político para la administración de AMLO.

## 3. LOS DESAFÍOS DOMÉSTICOS DE MÉXICO

Aunque NAFTA (1994) generó expectativas positivas para los prospectos de desarrollo del país, estos no se han materializado. De un crecimiento promedio anual de 2.5% hasta ahora, la mayor contribución a esta tasa ha sido el incremento poblacional, seguido por una menor contribución de la in-

versión, y una contribución nula de la productividad.

Este desempeño decepcionante de crecimiento es un enigma, considerando que México ha logrado expandir y diversificar su sector transable sobre una sólida base manufacturera. Aunque este sector ha incrementado el crecimiento en el norte y en el centro del país, no ha logrado promover el crecimiento en el resto de México. Esta falla es principalmente atribuida a las significativas y crecientes distorsiones microeconómicas que inhiben la asignación eficiente de los recursos domésticos y proveen incentivos para la mayoría de las empresas de permanecer pequeñas y a ser mayormente familiares. Estos incentivos se basan en sistemas impositivos y regulatorios segmentados que colocan la mayor parte del gravamen en las empresas más grandes y eficientes, mientras que protege a las más pequeñas de los impuestos y de las contribuciones al seguro social, aunque proveyéndoles escasa seguridad social y beneficios de salud.

Un impedimento adicional al de crecimiento son las deficiencias del estado de derecho. Por un lado, problemas de incumplimiento contractual impide la interconexión de las empresas en mercados de distintos insumos y productos a través de todo el país. Por el otro lado, los altos niveles de corrupción y crimen relacionado al narcotráfico están directamente asociados a un débil estado de derecho, incrementado el costo de hacer negocios.

Los problemas asociados con las distorsiones previas están siendo agravadas por la desaceleración cíclica que la economía está experimentando. En este contexto, más que enfrentar las distorsiones microeconómicas, parece que el gobierno está respondiendo con una masiva reasignación del gasto público para aumentar el rol del Estado en el sector energético, infraestructura, y en finanzas para el desarrollo.

En vista de la disminución de los ingresos petroleros y no petroleros, el gobierno de AMLO ha reducido, por ahora, los gastos gubernamentales en forma masiva. En particular, los recortes han afectado el empleo en el sector público y los salarios, y se han manifestado en la anulación de la mayoría de los proyectos de infraestructura (por ejemplo, el aeropuerto de Texcoco) y una serie de programas sociales como Prospera, Estancias Infantiles, y el sector salud. Estos cortes en los gastos parecen estar destinados a crear espacios para nuevas inversiones públicas en energía y en infraestructura. Casos particulares son la construcción de una refinería, y el financiamiento de las inversiones de exploración y explotación de Pemex, reemplazando los contratos existentes con el sector privado.

Además, el gobierno ha anunciado la construcción de un nuevo aeropuerto y una ferrovía en la península de Yucatán sin ninguna evaluación social del proyecto adecuada ni estudios de factibilidad. Esta reducción del gasto del gobierno, por lo tanto, está disminuyendo la calidad global del mismo, implementando decisiones de gastos arbitrariamente, y exacerbando la caída en la actividad económica. Esta estrategia arraiga preocupaciones sobre su viabilidad y puede terminar incrementando el riesgo país.

La crisis migratoria plantea riesgos fiscales adicionales. Aunque no hay estimaciones de los costos fiscales de mantener los refugios migratorios en la frontera, así como el despliegue de la Guardia Nacional, otras experiencias alrededor del mundo sugieren que el costo fiscal es significativo y puede llegar a ser 0.5% del PIB.

## **Pemex**

Pemex es, por mucho, el problema fiscal más importante que enfrenta la administración de AMLO. La

falta de inversiones en exploración y extracción conllevaron a una reducción constante en la producción de petróleo, mientras que la empresa ha emitido grandes stocks de deuda en los mercados internacionales. Los inversionistas están cada vez más preocupados con los bonos emitidos por Pemex, y tras la baja de la calificación de su riesgo crediticio, el spread entre la deuda de Pemex y la deuda soberana ha incrementado en 100 puntos básicos.

#### 4. EVALUACIÓN DEL MERCADO DE CAPITALES DEL RIESGO SOBERANO Y DEL RIESGO DE PEMEX

Los mercados financieros han mantenido una evaluación favorable del riesgo soberano. Actualmente, los mercados domésticos y externos están considerando que la administración de AMLO mantendrá el marco macroeconómico actual. El riesgo soberano, medido por los *spreads* en los *Credit Defaults Swaps* (CDS) a 5 años, se encuentra en su punto más bajo (110 pb). La curva de rendimiento doméstica (*yield curve*) mostró una disminución de casi 100 puntos básicos a través de toda su estructura de plazos. Las altas tasas de interés reales domésticas, la posición fuerte de sus reservas internacionales, la línea de crédito flexible (FCL) con el FMI, y los 20 mil millones de dólares del programa de contratos a futuro de Banxico han contribuido a la estabilidad del tipo de cambio. El peso mexicano se ha depreciado en 5% desde que AMLO llegó al poder.

Sin embargo, hay tres señales en el mercado financiero que cuentan una historia diferente. Primero, se ha evidenciado ventas fuertes y constantes en los mercados de valores de México, lo que ha reducido los coeficientes precio-ganancia (P/E ratios) a 12.8x, o sea, se ha alcanzado la misma magnitud de los mercados de Argentina y Brasil. Para México, esto representa un marcado descenso desde un pico de 19.5x en el 2016, que estaba en línea con las valoraciones del mercado de acciones en Estados Unidos. El descenso en los coeficientes de precio-ganancia reflejan las expectativas de un menor crecimiento futuro del PIB y mayores tasas reales de interés en México.

Segundo, el spread de Pemex de la deuda en dólares se ha desasociado del soberano y se ha ampliado por más de 100 puntos básicos, reflejando una baja en la calificación de la deuda de Pemex por Fitch Ratings a bonos basura (*junk bonds*) (BB+). En los próximos 4 años, la compañía enfrenta vencimientos de deuda externa por 20 mil millones de dólares.

Tercero, en junio del 2019, S&P y Moody's disminuyeron las perspectivas de la calificación de crédito de la deuda soberana a negativo y Fitch Ratings la disminuyó a BBB con perspectivas negativas. Ambas agencias enfatizaron que el grado de inversión (BBB+ para S&P) se encuentra en riesgo, y que hay una probabilidad razonable que se reduzca la calificación dentro de un año, aproximadamente. Las calificadoras de riesgo expresaron su preocupación sobre cómo la administración de AMLO responderá a los desafíos locales y domésticos mencionados anteriormente.

Con relación a la sostenibilidad de la deuda pública, México reportó una relación de deuda pública bruta alrededor de 53% del PIB. Este ratio ha venido incrementado desde la crisis financiera internacional y el perfil de riesgo de la deuda se ha deteriorado. Una porción significativa de la deuda pública está denominada en moneda extranjera y una creciente porción de la deuda en moneda local está en manos de inversionistas extranjeros. Además, hay un stock significativo de deuda pública federal emitida para ser utilizada en las operaciones de mercado abierto (OMA) de Banxico que no están incluidas en las estadísticas de deuda pública agregadas. Los estimados de este tipo de deuda son de alrededor de 25% del PIB en el 2016. Incluir esta deuda en la definición de deuda bruta podría llevar a que la relación de deuda sobre PIB sea inconsistente con la calificación de crédito BBB+.

Dada la dependencia de México al financiamiento externo, una baja en la calificación de la deuda soberana o un deterioro de las condiciones financieras de Pemex podrían severamente restringir los flujos de capitales a México. Esto podría ampliar el diferencial de riesgo entre el crédito soberano y el crédito corporativo; y el peso mexicano podría debilitarse.

## 5. QUÉ HACER Y QUÉ NO HACER PARA EVITAR UNA BAJA EN LA CALIFICACIÓN SOBERANA

En este contexto de incertidumbre global, el valor de evitar errores de política es alto. Los desafíos que enfrenta México son muchos. Aquí, nos enfocaremos en los riesgos financieros más urgentes y ofreceremos recomendaciones de cómo mitigarlos.

**El Comité cree que la tarea primordial del gobierno es atender la situación crítica en Pemex.** Específicamente, Pemex necesita de un plan de acción detallada para atender su situación financiera débil y las reducciones en producción y exploración. La reducción impositiva de AMLO a la empresa petrolera es un buen comienzo, pero la situación de la deuda de Pemex permanece extremadamente precaria dada los vencimientos cercanos de amortizaciones de deuda. Esto llama a una reestructuración corporativa involucrando varios aspectos claves: i) aumentar los ingresos de la empresa al recortar costos operacionales y eliminar las pérdidas por robo; ii) reestructurar la gobernanza corporativa y administrativa, iii) redirigir los ahorros así generados a invertir en I&D en exploración de petróleo en aguas profundas y de gas natural; iv) embarcar en una administración óptima de activos y pasivos, vendiendo algunos activos no esenciales para la empresa, con el fin de lograr una reducción significativa en la deuda y desapalancar a la empresa.

**El Comité cree que la reestructuración corporativa de Pemex debe ser complementada con un número de acciones adicionales,** tales como: i) restaurar el rol de la Comisión de Hidrocarburos; ii) reconsiderar la cancelación de contratos con el sector privado; iii) abstenerse de invertir en proyectos a gran escala pobremente planeados sin estudios de factibilidad tal como la refinería de Dos Bocas (el cual puede redirigir el uso de fondos escasos a actividades menos productivas); y iv) atraer nuevo financiamiento privado para inversiones en exploración y extracción.

**El Comité cree que un plan de reestructuración corporativa puede prevenir una crisis de deuda de Pemex. Actualmente, sin un plan de acción detallado, la situación de Pemex puede terminar en una reestructuración de la deuda.** Una crisis en Pemex puede contaminar la calificación de crédito de la deuda soberana de México. Si esta calificación cayera por debajo del grado de inversión, una serie de instituciones financieras extranjeras, incluyendo fondos mutuos y de pensiones, tendrían que vender activos mexicanos, pues sus regulaciones internas les ponen restricciones sobre la calidad de los activos que pueden mantener en sus portafolios.

El gobierno ha alcanzado sus metas del déficit fiscal primario en el corto plazo al compensar una caída drástica en los ingresos con cortes draconianos en gastos. **Aunque una racionalización de los gastos corrientes es necesaria, el Comité cree que el éxito del plan de gobierno de usar superávits primarios para financiar proyectos de gasto público requiere estudios de factibilidad sustantivos y bien desarrollados.** En este aspecto, proyectos como la refinería de Dos Bocas, el Tren Maya, y el aeropuerto de Santia deben ser evaluados cuidadosamente. De igual manera, es necesario reconsiderar las decisiones sobre cancelar proyectos que están en vía de desarrollarse como el aeropuerto de Texcoco y la autopista Toluca-Naucalpan.



#### [WWW.CGDEV.ORG](http://WWW.CGDEV.ORG)

This work is made available under the terms of the Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 license.

*El Comité Latino Americano de Asuntos Financieros (CLAAF) reconoce agradecidamente el apoyo financiero del Center for Global Development, el Banco de la Ciudad de Buenos Aires, el Banco Central de Chile, y FLAR por financiar las actividades durante el 2019. El Comité agradece a Diego Castrillón por su apoyo en la producción de esta declaración. El Comité es totalmente independiente y autónomo en redactor sus declaraciones.*

**LAURA ALFARO**, Warren Albert Professor, Harvard Business School, ex Ministra del Ministerio de Planificación Nacional y Política Económica, Costa Rica

**AUGUSTO DE LA TORRE**, ex Presidente del Banco Central del Ecuador y Ex Economista Jefe para América Latina del Banco Mundial

**GUILLERMO CALVO**, profesor, Universidad de Columbia; ex economista jefe, Banco Interamericano de Desarrollo

**ROQUE FERNANDEZ**, profesor de Economía, Universidad UCEMA; ex ministro de Economía, Argentina

**PABLO GUIDOTTI**, profesor, Universidad Torcuato di Tella; ex viceministro de Finanzas, Argentina

**PAULO LEME**, Ejecutivo en Residencia Profesor de Finanzas, Miami Business School, Universidad de Miami

**ENRIQUE MENDOZA**, Presidential Professor de Economía, Universidad de Pennsylvania. Director, Penn Institute for Economic Research

**GUILLERMO PERRY**, investigador no residente, Center for Global Development; Ex-Economista Jefe para América Latina del Banco Mundial

**CARMEN REINHART**, Minos A. Zombanakis Professor del Sistema Financiero Internacional, Harvard Kennedy School

**LILIANA ROJAS-SUAREZ**, presidente, CLAAF; investigadora principal y directora de la Iniciativa Latinoamericana, Center for Global Development; ex economista jefe para América Latina, Deutsche Bank