ANÁLISIS FINANCIERO DE LA EVOLUCIÓN DE PEMEX 2009-2019

Evaluación de la posibilidad de un Impacto Sistémico en México

FUNDEF
Fundación de Estudios Financieros - Fundef, A.C.

Documento de Opinión y Análisis 2020-02
© D. R. 2020, FUNDACIÓN DE ESTUDIOS FINANCIEROS - FUNDEF, A. C.

www. fundef.org.mx @fundef /Fundef.AC

Av. Camino a Santa Teresa N. 930, Col. Héroes de Padierna.
C.O 10700, Magdalena Contreras, Ciudad de México.

FUNDEF
Fundación de Estudios Financieros - Fundef, A.C

ÍNDICE

I. Introducción..... **1**

II. Percepción del Mercado y de las Calificadoras..... **4**

III. Evolución de la Visión Interna de PEMEX..... **16**

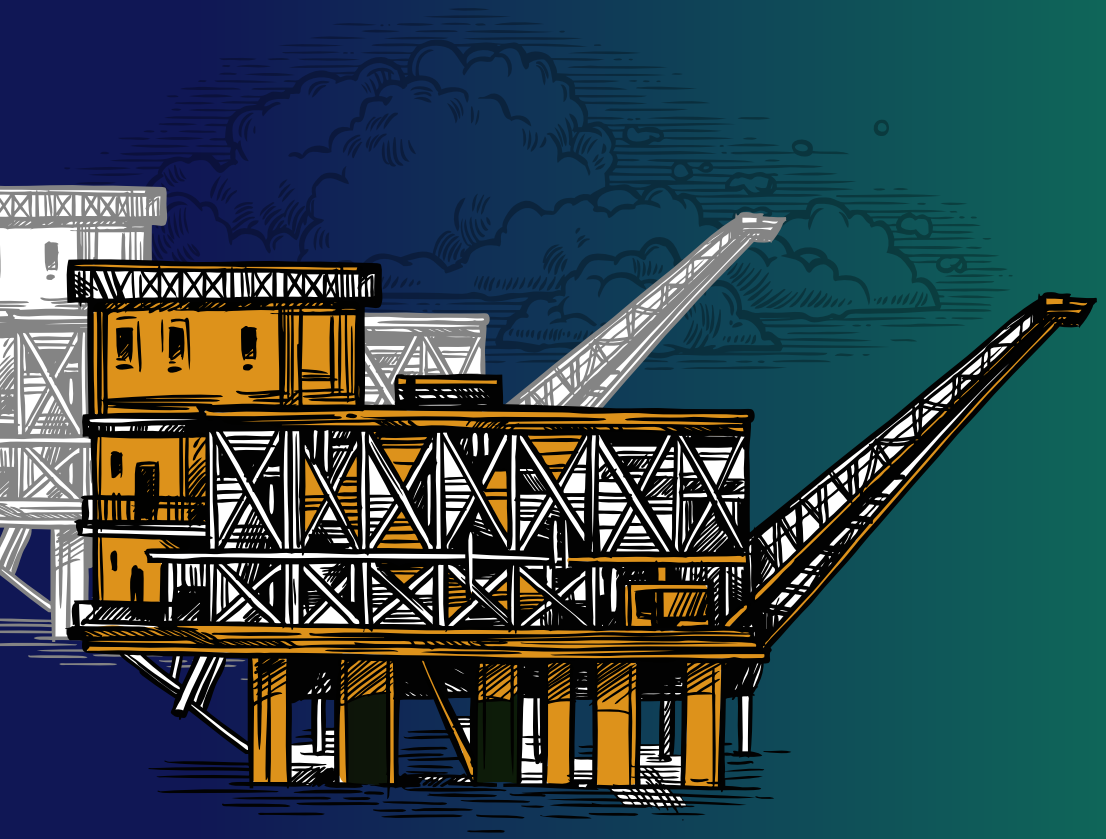
IV. Evolución de los Fundamentales..... **30**

V. Opinión de los Auditores Externos..... **41**

VI. Análisis de la Información Financiera..... **45**

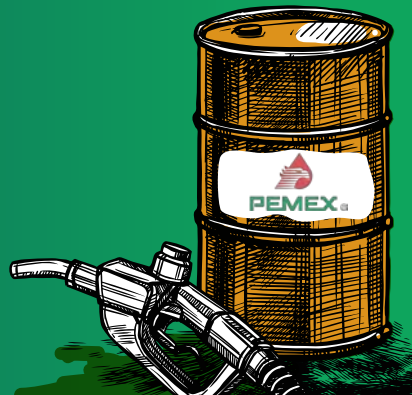
VII. Perspectivas..... **74**

VIII. Conclusiones..... **93**



I

INTRODUCCIÓN



- El objetivo de este trabajo es mostrar la evolución financiera y operativa de PEMEX en el período 2009-2019.

- La base del análisis van a ser los datos financieros de la información que la empresa revela a los inversionistas y los datos operativos que publica.

- El período de análisis de once años permite entender su comportamiento de largo plazo y evitar caer en resaltar solamente los problemas de la coyuntura actual sin entender su origen.

- El propósito no es analizar a PEMEX desde la perspectiva de la política energética del país, ni por su relevancia para las finanzas públicas, ni por lo que se establece en el PND.

- Las conclusiones se plantean sobre la base de lo que hace sentido desde el punto de vista financiero para una empresa en las condiciones que hoy tiene PEMEX.

- El trabajo es relevante porque hay que entender los efectos colaterales que el mal desempeño de PEMEX puede tener en la economía y en los mercados financieros.

- Algunos de los ámbitos en que pueden existir impactos adversos por el mal desempeño financiero o por un posible incumplimiento de PEMEX son los siguientes:

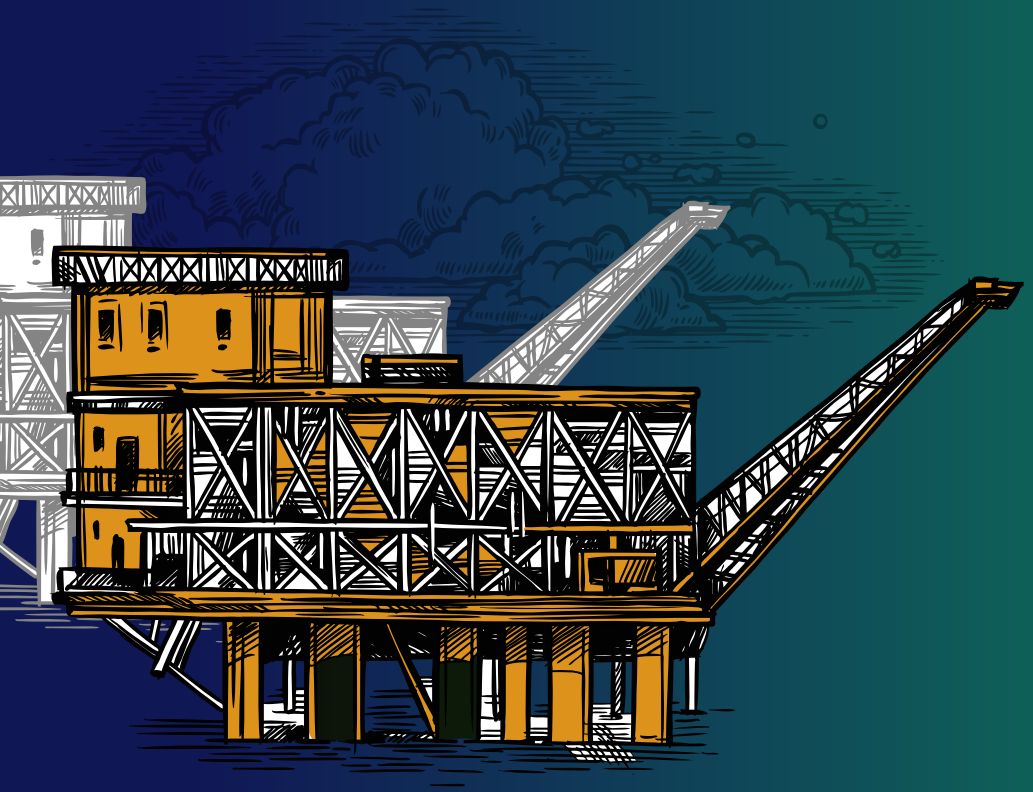
  - **En la recaudación de impuestos en México.**

  - **En las finanzas públicas del país derivado de apoyos para realizar pagos de deuda e inversiones.**

  - **En el mercado de deuda bursátil en México y en el acceso a financiamiento de empresas del país en los mercados internacionales.**

  - **Por las implicaciones para la economía de México en el escenario de un posible incumplimiento de sus obligaciones financieras.**

  - **Por el impacto negativo en la percepción del riesgo país de México.**



II

PERCEPCIÓN DEL MERCADO Y DE LAS CALIFICADORAS

- La percepción que se tiene del comportamiento financiero de PEMEX es mala.
- Mucha de la opinión esta influida por datos como la caída en la producción de petróleo y por el endeudamiento excesivo de la empresa.
- En esta sección se utiliza información pública para tener evidencia respecto de como se percibe a la empresa.
- La información que se presenta proviene de dos fuentes:

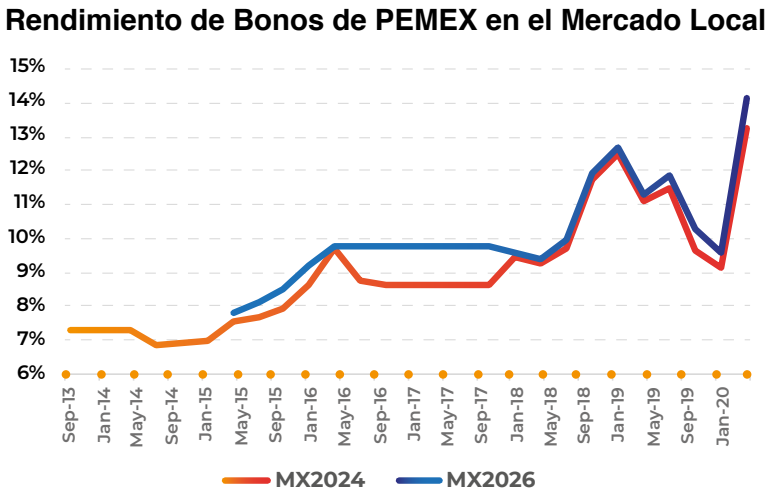
  1) **El nivel de rendimiento de los Bonos de PEMEX.**
  2) **La evolución en la opinión de las Agencias Calificadoras.**

- En el primer caso, el propósito es entender la evolución de los rendimientos de los Bonos.
- En el segundo caso, es entender la evolución de las calificaciones durante los últimos años.

FUNDEF
Fundación de Estudios Financieros - Fundef, A.C

- En la gráfica se muestra el histórico del rendimiento de dos bonos de PEMEX en pesos al cierre de mes. Hay una relación en el comportamiento de ambos bonos.

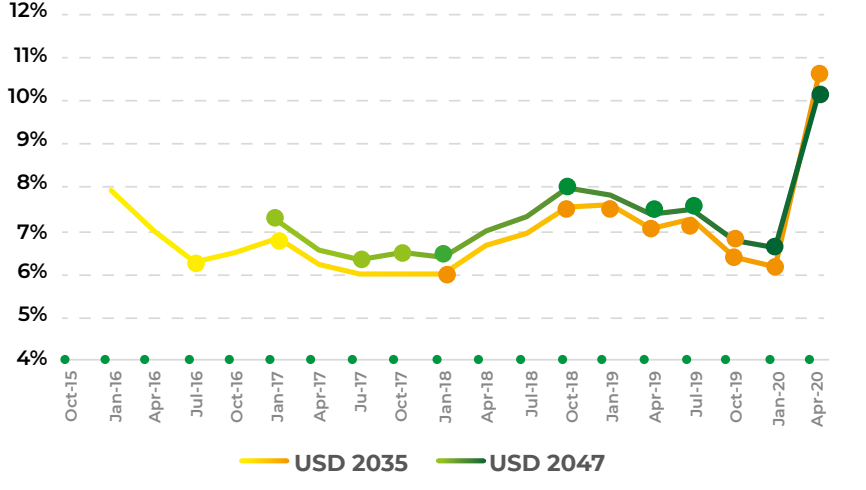
- Se aprecian dos períodos de aumento en el rendimiento: el primero en 2018 para tener una baja durante 2019, y el segundo volver a subir de manera acelerada ante las acciones de calificación de abril de 2020.



FUNDEF
Fundación de Estudios Financieros - Fundef, A.C

- En el caso de las dos emisiones en dólares también se aprecia un movimiento con una alta correlación.
- La diferencia en este caso es que el rendimiento fue menos volátil y cambio a partir de que se dieron las acciones de calificación.

Rendimiento de Bonos de PEMEX en el Mercado Internacional



FUNDEF
Fundación de Estudios Financieros - Fundef, A.C

- Se presenta un extracto de la narrativa de acciones de calificación de Fitch, que es la agencia que ha sido más crítica. Se aprecia el cambio de narrativa que inicia hacia finales de 2018. Empezaron a comentar sobre un cambio de riesgo en la empresa.

FitchRatings

Fitch Revisa Perspectiva de **Pemex** y **CFE** a Estable de Negativa

Fitch Ratings - Chicago - (Agosto 3, 2017): Fitch Ratings revisó la Perspectiva de Petróleos Mexicanos (Pemex) y Comisión Federal de Electricidad (CFE) a Estable desde Negativa. Una lista completa de las acciones de calificación se presenta al final del presente comunicado.

Pemex:
- Escala Internacional Moneda Extranjera IDR en 'BBB+'; revisión Perspectiva a Estable desde Negativa;
- Escala Internacional Moneda Local IDR en 'BBB+'; revisión Perspectiva a Estable desde Negativa.

FitchRatings

Fitch Ratifica a PEMEX en 'AAA(mex)'; Revisa Perspectiva a Negativa en Escala Internacional

Fitch Ratings-Chicago-19 October 2018: Fitch Ratings ratificó las calificaciones de Petróleos Mexicanos

FitchRatings

FITCH BAJA CALIFICACIÓN DE **PEMEX** A AA(MEX); PERSPECTIVA NEGATIVA

Fitch Ratings-Chicago-29 January 2019:
Fitch Ratings bajó las siguientes calificaciones de Petróleos Mexicanos (Pemex):

- Escala nacional de largo plazo a 'AA(mex)' desde 'AAA(mex)';
- Escala nacional de largo plazo para las emisiones de Certificación Bursátiles (CBs) denominadas PEMEX 11-3, PEMEX 12U,PEMEX 13, PEMEX 13-2, PEMEX 14, PEMEX 14-2, PEMEX 14U, PEMEX 15U y PEMEX 16 a 'AA(mex)' desde 'AAA(mex)
- Escala internacional moenda extranjera issuer Default Raiting (IDR) a 'BBB-' desde 'BBB+'
- Escala internacional moneda local IDR a 'BBB-' desde 'BBB+'
- Escala internacional a bonos internacionales en moneda extranjera a 'BBB-' desde 'BBB+'
- Escala internacional a bonos internacionales en moneda local a 'BBB-' desde 'BBB+'

Al mismo tiempo afirmó la siguiente calificación de Pemex:

- Escala nacional de corto plazo en 'F1+(mex)'.

La Perspectiva se mantiene Negativa.

FUNDEF
Fundación de Estudios Financieros - Fundef, A.C

FitchRatings

FITCH BAJA CALIFICACIONES DE **PEMEX** ACORDE CON SOBERANO

» **Fitch Rating-Chicago -** 06 June 2019:

Fitch Ratings bajó las calificaciones de largo plazo en moneda extranjera y moneda local en escala internacional de Petróleos Mexicanos (PEMEX) a 'BB+' desde 'BBB-'; la Perspectiva de las calificaciones es Negativa. La baja en las calificaciones aplica para sus emisiones de deuda en el mercado por un monto de alrededor de USD80 mil millones. Una lista completa de las calificaciones se muestra al final del comunicado.

» **Fitch Rating-Chicago -** 17 Apr 2020:

Fitch Rating bajó las califciaciones de largo plazo en moneda extranjera y moneda local de Petróleos Mexicanos (PEMEX) a 'BB-desde 'BB', y las calificaciones de largo plazo en moneda extranjera y moneda local de Comisión Federal de Electricidad (CFE) a 'BBB-' desde 'BBB'. La Perspectiva de las calificaciones es Estable. Estas acciones se tomaron solamente para las calificaciones en escala internacional de CFE y Pemex; es decir, no se tomaron acciones en las calificaicones de estos emisores en escala nacional. Una lista completa de las calificaciones se muestra al final del comunicado.

- En el caso de Moody´s se aprecia un comportamiento más mesurado ya que las modificaciones a la calificación tienen más fundamento técnico. Para 2020 ya no encontraron razones justificables para mantener su calificación.

MOODY'S
INVESTORS SERVICE

Rating Action: Moody's afirma las calificaciones de PEMEX de Aa3.mx/Baa3; mantiene la BCA en b3 y la perspectiva negativa.

Global Credit Research - 27 Abril 2017

MOODY'S
INVESTORS SERVICE

Rating Action: Moody's afirma las calificaciones en escala nacional y global de PEMEX en Aa3.mx/Baa3; cambia la perspectiva a estable

Global Credit Research - 12 Abril 2018

MOODY'S
INVESTORS SERVICE

Rating Action: Moody's afirma las calificaciones de PEMEX de Aa3.mx/Baa3 en escala nacional y global

06 Junio 2019

FUNDEF
Fundación de Estudios Financieros - Fundef, A.C

MOODY'S
INVESTORS SERVICE

Rating Action: Moody's downgardes PEMEX'S rating to A2.mx/Ba2 in national and global scale

20 Apr 2020

México, abril 20, 2020 - Moody's de México, S.A. de C.V. (Moody's)
Downgraded Petroleos Mexicanos' (Pemex) senior unsecured ratings on the company's existing notes' as well as the ratings based on PEMEX's guarantee, to **A2.mx/Ba2** from **Aa3.mx/Baa3.** Moody's also sowngraded teh short term national scale to **MX-2** from **MX-1** rating for PEMEX. This rating action follows Moody's Investors Service (MIS) rating action of withdrawing PEMEX's **Baa3** inssuer rating and assignning a **Ba2** corporate family rating to the company, MIS also lowered PEMEX'sBaseline Credit Assessment (BCA), which reflects is standalone credit strength, to **caa2** from caa1. These rating actions were triggered by the company'shigher liquidity and business risk and by MIS announcement on April 17, 2020 that in had downgraded its rating on the Govemment of Mexico's to **Baa1** from **A3** and maintained the negative outlook on the govemmet's rating. The outlook on PEMEX's ratings remains negative.

"We downgarded PEMEX's rating and maintained the negatuve outlook on its ratings following the downgrade of Mexico's rating and its negative outlook given the critical importance of the government's financial strenth and support in the assessment of PEMEX's credit risk" commented Nymia Almeida, Moody's Senior Vice President. "The actions took in considerations our expectations for an extended period of negative free cash flow and the need for external funding, despite the company's efforts to adjust costs and investments to low oil prices."

- Lo que sucedió con Standard & Poor´s es similar. Lo único que hay que resaltar es la opinión de calificación individual de la empresa sin considerar el respaldo del Gobierno.

S&P Global
Ratings

Comunciado de prensa

S&P Global Rating
baja calificaciones de **PEMEX a 'BBB'** por acción similar sobre México, la perspectiva es negativa; baja perfil crediticio individual a **'ccc+'**

26 de marzo de 2020

FUNDEF
Fundación de Estudios Financieros - Fundef, A.C

- Por su parte, HR Ratings realizó movimientos similares a la calificación en escala global pero mantiene el nivel máximo a PEMEX en la escala local.

Petróleos Mexicanos
Empresa Productiva del Estado

HR AAA
HR+1
Corporativos
1 de abril del 2020

HR Ratings ratificó las calificaciones en escala local de **HR AAA,** con Perspectiva Estable, y de **HR+1.** Asimismo, revisó a la baja la calificación en escala global de **HR A- (G)** a **HR BBB+ (G)** con Perspectiva Negativa de Pemex y 28 emisiones.

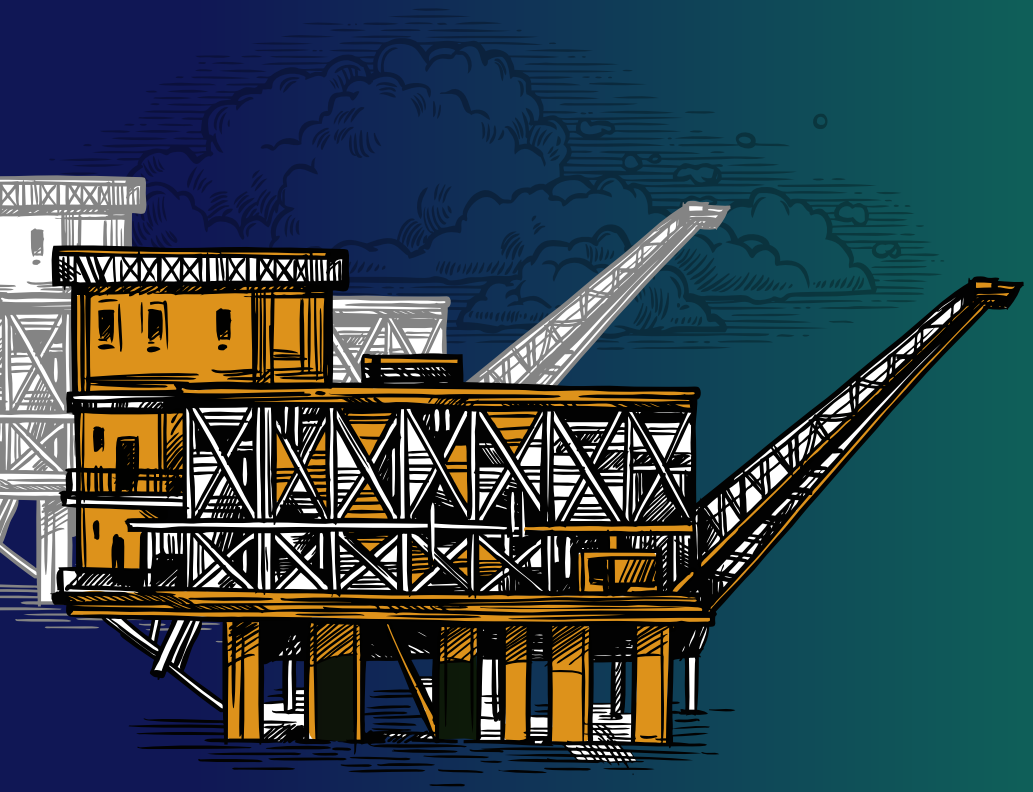
- El comportamiento de las tasas de rendimiento de los Bonos de PEMEX en el mercado revela que la variación más relevante fue a partir de que se dieron las acciones de calificación.

- Si bien hubo un aumento en el rendimiento de los bonos en pesos en 2018, se dio una corrección durante 2019.

- En cuanto a las acciones de calificación, sí resalta como hasta 2018 no se percibía un mayor riesgo financiero en PEMEX.

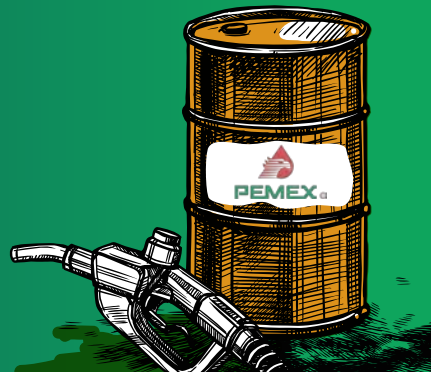
- Se identificó que quien inicia el proceso de bajas de calificación es Fitch.

- La percepción de una situación financiera frágil de la empresa se generaliza a partir del mes de marzo de 2020 con las últimas acciones de calificación.



III

EVOLUCIÓN DE LA VISIÓN INTERNA DE PEMEX



- Para hacer el ejercicio de esta sección se revisó una presentación a inversionistas por cada año calendario entre 2010 y 2019. Todas están publicadas en la página de internet de PEMEX.

- En cada caso se señala el documento específico. Los documentos no corresponden a un corte trimestral específico ni a un tipo de presentación.

- La característica común es que en ningún caso tiene datos al cierre del ejercicio.

- El propósito de no tomar un tipo de presentación a una fecha específica en cada año fue tener un cierto grado de aleatoriedad para concentrarse en entender el mensaje que se comunicaba a los inversionistas más que los datos financieros anuales.

- Es decir, el objetivo que se busca es plantear como se “vendía” la administración de PEMEX a sí misma.

- Se identifica la manera en que la narrativa cambió radicalmente durante el período.

FUNDEF
Fundación de Estudios Financieros - Fundef, A.C

PEMEX Outlook

Septiembre 2010

- PEMEX es una empresa que tendría un mayor potencial de generación de valor por la Reforma Energética de Calderón.

- El fundamento era: mejor Gobierno Corporativo, más flexibilidad en el régimen de contratos y más flexibilidad financiera.

- Visión de fortaleza de la empresa por ser la tercera empresa productora de petróleo del Mundo y la once en cuanto a integración.

- Optimismo por:

  1) La estabilización de la producción diaria.

  2) La mejora en los indicadores de restitución de reservas.

- Fortaleza financiera ha permitido generar un monto de inversión creciente.

Presentación a Inversionistas

Septiembre 2011

- Fortaleza por ser el único productor de petróleo, gas natural y productos refinados en México.
- Nuevo marco legal permitirá operar mejor y enfocarse a la creación de valor.
- Ponen énfasis en los descubrimientos y comentan sobre los trabajos en aguas profundas.
- Reportan bajos niveles de costo de producción por barril (5.22 dólares).
- El objetivo seguía siendo la estabilización de la producción y la restitución de reservas.
- Promesas de un mejor desempeño futuro por:

1) Producción de los nuevos descubrimientos a partir de 2013.
2) Producción de gas en aguas profundas en 2015.
3) Operación rentable de negocios industriales para 2012.

Investor Presentation

Septiembre 2012

- Resaltan su fortaleza operativa por ser la cuarta empresa productora de petróleo del Mundo y el tercer exportador a Estados Unidos.
- Se compara favorablemente con otras empresas por tener costos más competitivos.
- Es una empresa muy relevante para la economía de México por su generación de ingresos para el Gobierno y por la generación de divisas.
- Muestran como tienen más ingresos, inversión y EBITDA que las empresas más grandes de México juntas.
- Mencionan descubrimientos y sus expectativas. Resalta la mención recurrente de Chicontepec.
- En este documento es en el primero que tiene una descripción con más detalle del segmento industrial de la empresa.

Investor Presentation

Septiembre 2013

- Mantienen la narrativa de que son una empresa relevante en el Mundo: lugar 14 en el Continente por ingresos y lugar 36 en importancia a nivel Mundial.
- Lo mismo hacen a nivel país y resaltando su importancia como contribuyente.
- El objetivo de la Administración de PEMEX es mantener la producción y la restitución de reservas. El crecimiento lo relacionan con los contratos con incentivos.
- Su expectativa era una producción de 3 millones de barriles diarios para 2018 reorientando la estrategia de exploración a reservas con potencial y a las aguas profundas.
- Resaltan logros en las divisiones industriales de la empresa indicando que las oportunidades están en nuevos modelos de negocio, ampliación de ductos de gas y mejoras operativas.

FUNDEF
Fundación de Estudios Financieros - Fundef, A.C

Reforma Energética en México y PEMEX Empresa Productiva del Estado

Octubre 2014

- Cambio de narrativa sobre PEMEX siguiendo las líneas de la Reforma: durante 76 años la industria de petróleo y gas permanecieron sin cambios y ahora se abren totalmente.

- Resaltan vulnerabilidades en la industria por la pérdida de independencia energética: importador de gasolina (49%), gas (34%) y petroquímicos (35%) y perdiendo participación como exportador neto de petróleo.

- Modernización de la estructura institucional alrededor de la industria (CNH, CRE, CENACE, etc.).

- Se resalta mucho el cambio a empresa productiva del Estado cuando en realidad fue marginal respecto de la modificación anterior.

- En cuanto a los datos de producción se mantenian más o menos sin cambio.

Investor Presentation

Septiembre 2015

- El mensaje central es “la transformación ha comenzado”.

- Sin embargo, los datos empiezan a revelar que hay un deterioro importante:

  - **Caída de casi 8% del volumen de producción de petróleo.**
  - **Pasó a ser el 8º productor a nivel mundial.**
  - **Costo directo de producción creciendo 57% entre 2010 y 2014.**

- Toda la narrativa sobre el futuro de la empresa y su viabilidad se argumenta alrededor de la Reforma por:

  - **La nueva estructura de las empresas filiales de PEMEX.**
  - **Gobierno Corporativo con 50% de consejeros independientes.**
  - **Alianzas estratégicas para explotación de campos asignados a PEMEX en la Ronda Cero (farm-outs).**
  - **Alianzas estratégicas con privados en petróleo y en la parte industrial.**

FUNDEF
Fundación de Estudios Financieros - Fundef, A.C

Bonds, Loans and Derivatives

Septiembre 2016

- Ya se identifica en el lenguaje de la presentación “que hay presión financiera” en los números de la empresa.
- En el corto plazo se define como objetivo la consolidación financiera, el ajuste a la estructura del gasto y diseñar una estrategia de negocios en el escenario de precios bajos.
- En el largo plazo el objetivo es utilizar “todos los instrumentos y flexibilidad” de la Reforma Energética.
- Revelan que hubo los siguientes apoyos del Gobierno Federal:
  - **Aumento de capital por 73 mil millones de pesos para reducir pasivo con proveedores.**
  - **Beneficio fiscal de 38 mil millones para reducir déficit financiero.**
  - **Asunción de pasivo laboral por 137 mil millones.**

Investor Presentation

Septiembre 2017.

- La premisa de la presentación es que PEMEX es la empresa más importante en México.

- Entre los eventos más relevantes del primer semestre del año resaltan las alianzas que se hicieron:

  1) Consorcio con Chevron e Inpex para aguas profundas.
  2) Farm-out con BHP Billiton para el campo Trion.
  3) Dos bloques en aguas someras con DEA y Ecopetrol.

- Sin embargo, entre 2015 y 2017 hubo una caída en la producción diaria de un poco más de 10% adicional PERO en línea con lo esperado.

- La expectativa era que el nivel más bajo de producción sería en 2017 para llegar a un nivel de producción de 2.4 millones en 2021 (2.14 propios y .31 de las alianzas con terceros).

Investor Presentation

Noviembre 2018

- El mensaje es que PEMEX es una empresa integrada: 8º productor mundial de crudo, 16º compañía de refinación, 4º exportador de crudo a Estados Unidos y tiene una amplia infraestructura de transporte y de distribución domestica.

- En cuanto a los logros y avances en 2018 se refiere a que ganaron más bloques en nuevas rondas y un descubrimiento de reservas 3P.

- El resumen de participación de PEMEX en las rondas de la CNH es favorable: 14 contratos (11 como parte de un consorcio y 3 de forma individual). Las asociaciones son con 7 empresas internacionales importantes como Shell, Total y Repsol.

- Es decir, en la información se muestra una cierta congruencia con el hecho de que la viabilidad de PEMEX se vinculaba con la Reforma pero los pronósticos iniciales fueron demasiado optimistas.

- En la parte de transformación y logística la información es muy general. El dato relevante es que revelan como México tiene solo dos días de capacidad de almacenamiento de gasolinas.

Recent Developments

Septiembre 2019

- Objetivo es revertir la tendencia de caída en la producción de petróleo alrededor de una visión nacionalista de la empresa: “PEMEX por el rescate de la soberanía”.
- Dicen que el desarrollo de 20 nuevos campos aumentará la producción.
- El pronostico de producción de petróleo que presentan es de 2.8 millones de barriles diarios para 2024 y 3.0 para 2030.
- Se identifica como la participación de las alianzas con privados disminuirá en el tiempo.
- Estiman un aumento en las reservas 1P para llegar a niveles similares a los de 2016.
- Presentan un esquema fiscal que da beneficios a PEMEX entre 2019 y 2012.
- Esperan una baja en costos de los nuevos contratos del 26%.

- La narrativa que se presenta revela que se trata de una empresa que tiene una administración que no define objetivos de largo plazo ni que la ejecución es parte de su evaluación de desempeño.

- La narrativa de PEMEX no es consistente con la narrativa que se observa en el mismo período para empresas con crecimiento.

- Empresas como Amazon y Apple tienen una narrativa en cuanto a la evolución de su negocio. PEMEX no presenta en su información esa visión de negocio. Más bien parece la de una empresa en caída como lo fue Chrysler hace algunos años.

- Hay cambios de argumentación. Siempre tratan de presentar a la empresa alrededor del negocio de extracción de petróleo y evitan comentar sobre las otras líneas de negocio.

- En pocas ocasiones se menciona algo del “Elefante en la Sala” que es el segmento de transformación.

- En los 10 informes se identifica que la empresa pasó por las siguientes etapas en cuanto a su narrativa:

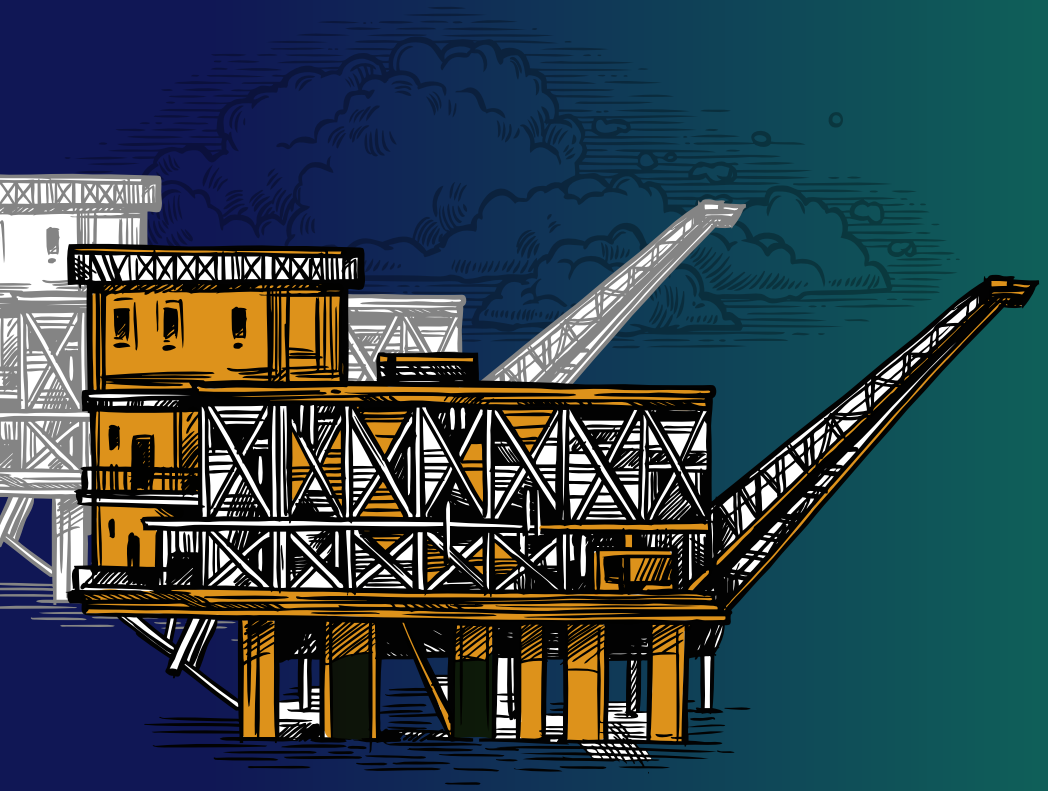
a) **Primera etapa:** “Soy una gran empresa”, la más grande y poderosa de México. Estoy estabilizando mis fundamentales, retomando el rumbo y los cambios legales me ayudaran.

b) **Segunda etapa:** me mantengo en la parte operativa pero se vislumbra una posible caída.

c) **Tercera etapa:** la viabilidad la da la Reforma Energética.

d) **Cuarta Etapa:** deteniendo todo con alfileres.

e) **Quinta etapa:** la ilusión del cambio político topándose con la realidad



IV

EVOLUCIÓN DE LOS FUNDAMENTALES

- En esta sección se presenta la evolución de las variables operativas que determinan el desempeño de la empresa:

  - » **Producción**
  - » **Precio**
  - » **Reservas**
  - » **Uso de Capacidad Instalada**

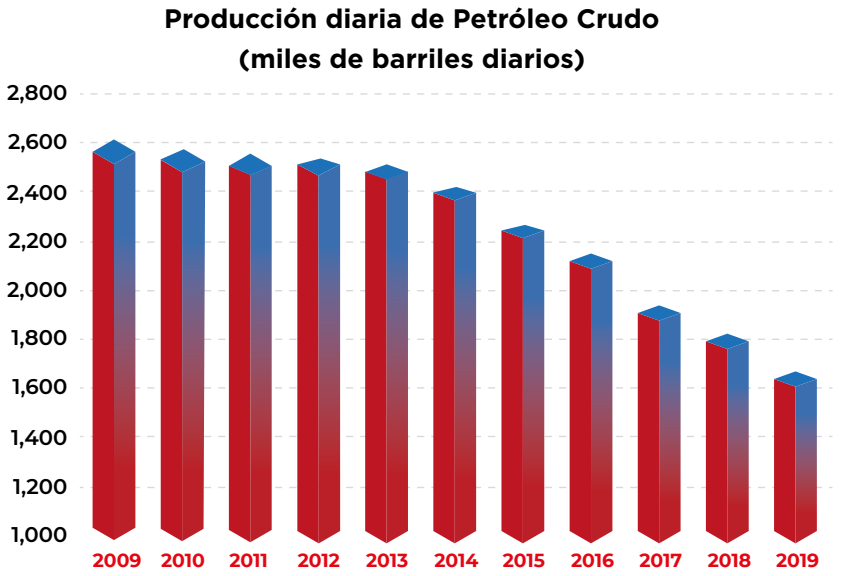
- El desempeño de las variables anteriores es un factor relevante en la determinación del desempeño financiero de la empresa.

- Por esta razón se analizan las variables operativas de manera previa al análisis financiero.

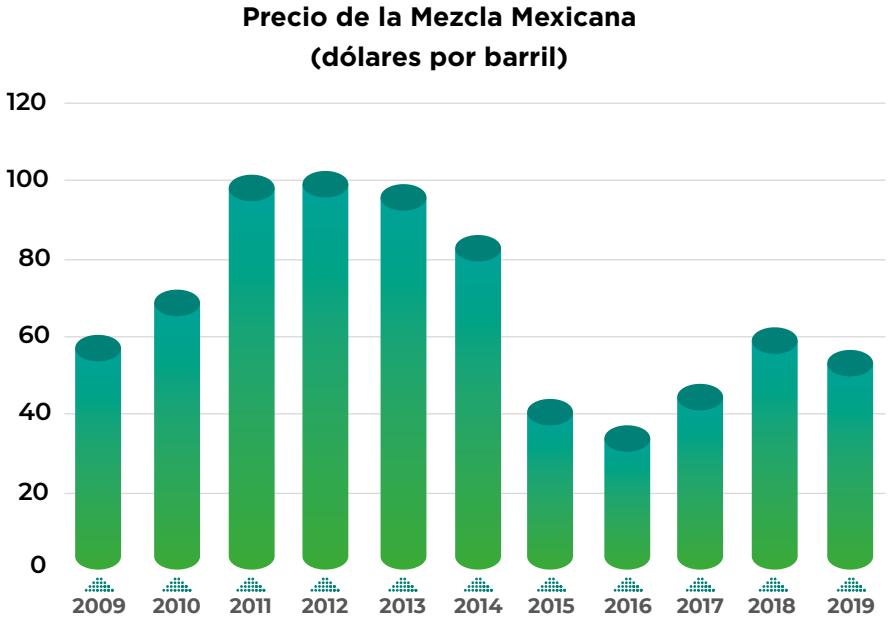
FUNDEF
Fundación de Estudios Financieros - Fundef, A.C

- Se aprecia en la gráfica una caída en la producción promedio diaria durante todos los años que se muestran en la gráfica.

- Hasta 2014 la caída fue gradual. La problemática se agudiza posteriormente. Por la naturaleza del negocio de extracción de petróleo, el comportamiento es reflejo de un problema estructural en la empresa.

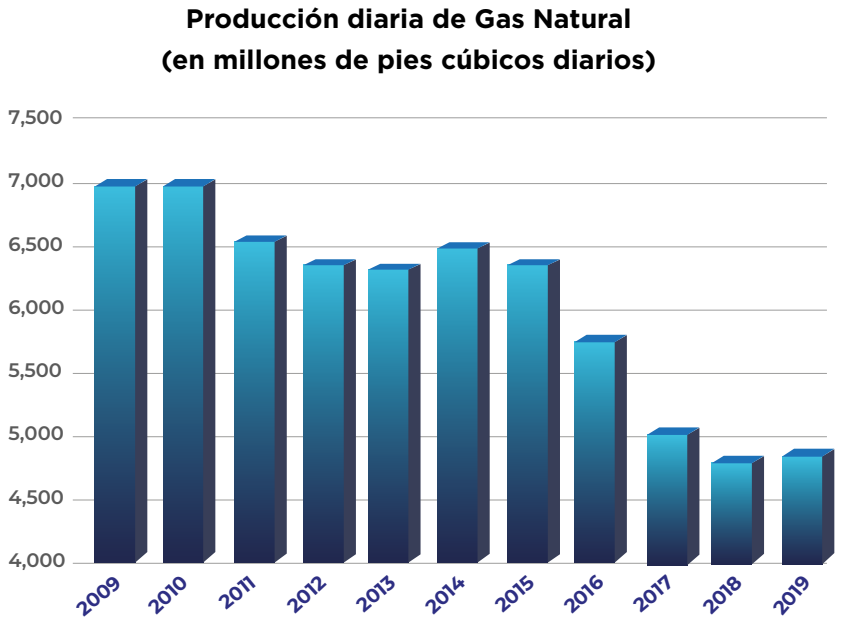


- El comportamiento de caída que se muestra en la lámina anterior se amplifica en la parte financiera por el hecho de que los precios entre 2010 y 2014 son mayores al nivel de los años siguientes.



FUNDEF
Fundación de Estudios Financieros - Fundef, A.C

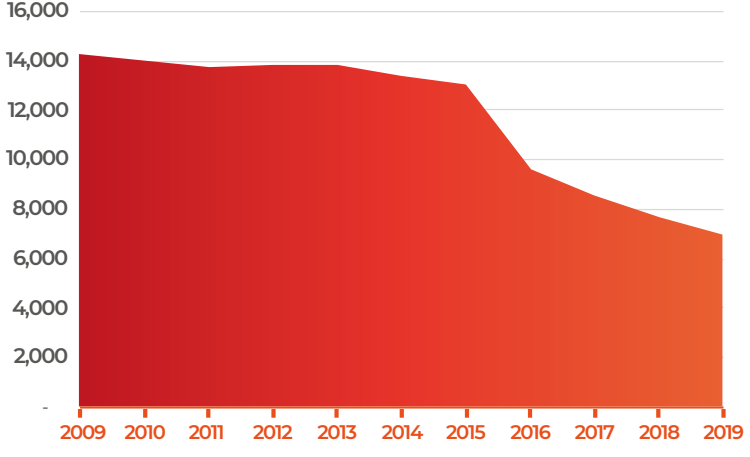
- En cuanto a la producción de gas, ésta se mantiene hasta 2015 y a partir de ese año empieza a bajar de manera importante. Este comportamiento es similar a lo que ha sucedido con el petróleo.



- El comportamiento de la producción se explica en parte por la menor cantidad de petróleo para extraer del subsuelo.

- Las reservas de la empresa han tenido un comportamiento con tendencia a la baja los últimos cinco años. La vida de las reservas ha disminuido a 8 años de producción.

Reservas Totales 1P*
(incluye petróleo y gas)

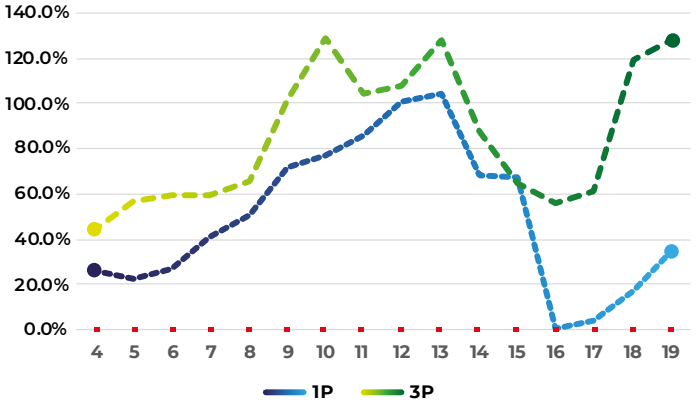


FUNDEF
Fundación de Estudios Financieros - Fundef, A.C

- Previo al año 2008, los niveles de restitución de reservas eran muy bajos. Tuvieron un comportamiento razonable entre 2008 y 2014. A partir de ese año el comportamiento vuelve a ser malo.

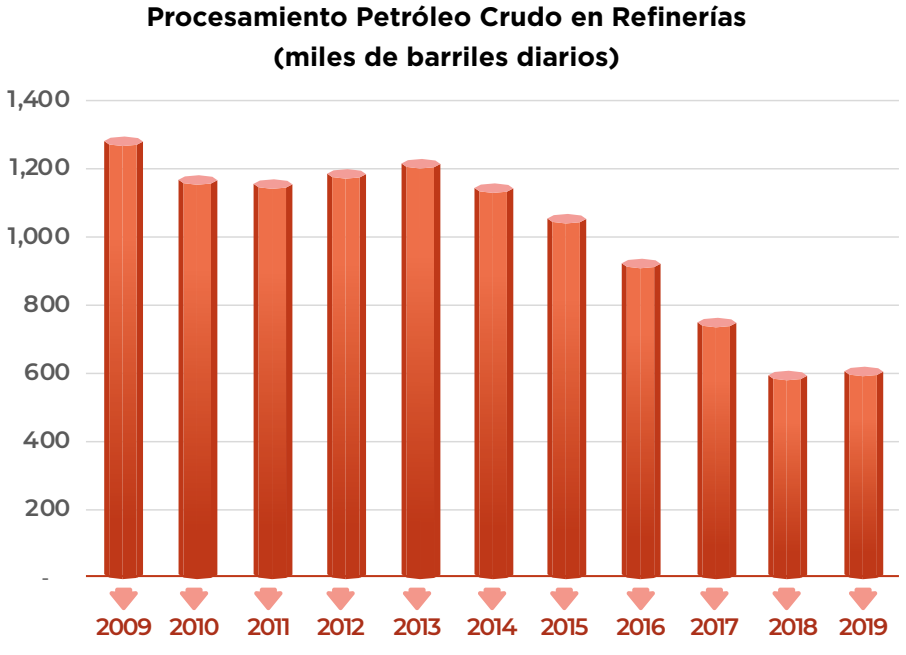
- Una menor tasa de restitución 1P indica que hay reservas 3P que no llegan a explotarse. Este problema de ejecución lleva a la caída de las reservas 1P y a la baja en la producción.

Tasa de Restitución de Reservas*
(2004-2019)

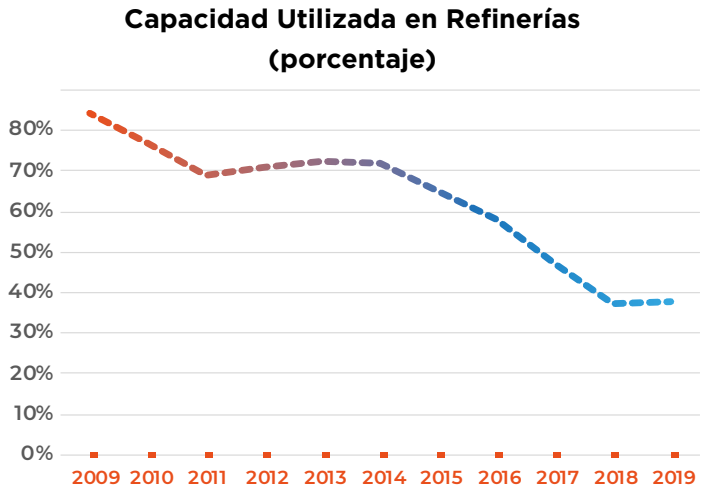


** El dato de 2016 en la síntesis operativa aparece en negativo. Para la gráfica se tomo valor de 0.*

- PEMEX tiene otros problemas operativos. A partir de 2014 empezó la caída en el procesamiento de petróleo en la refinerías.

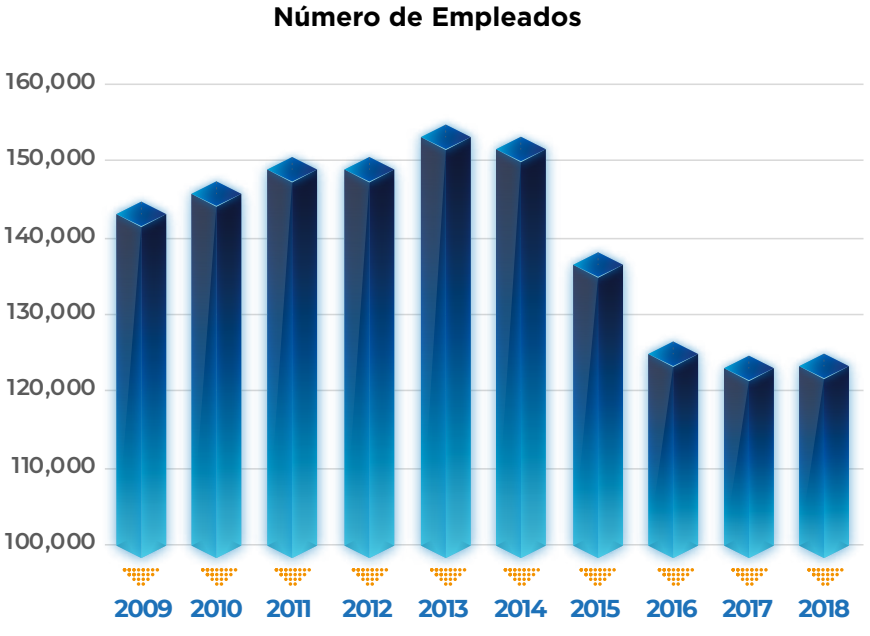


- Dado que la infraestructura de la empresa no cambió, el comportamiento anterior lleva a PEMEX a tener un menor nivel de utilización de la capacidad instalada de las refinerías.



- En síntesis, adicional al problema de extracción de petróleo, el área de transformación industrial después de 2014 tuvo una caída en el uso de su capacidad instalada lo que implica problemas operativos y genera costos a la empresa

- Mientras que la empresa ha sufrido en su capacidad de producción, de restitución de reservas y de operación en el segmento industrial el número de empleados creció hasta 2014.



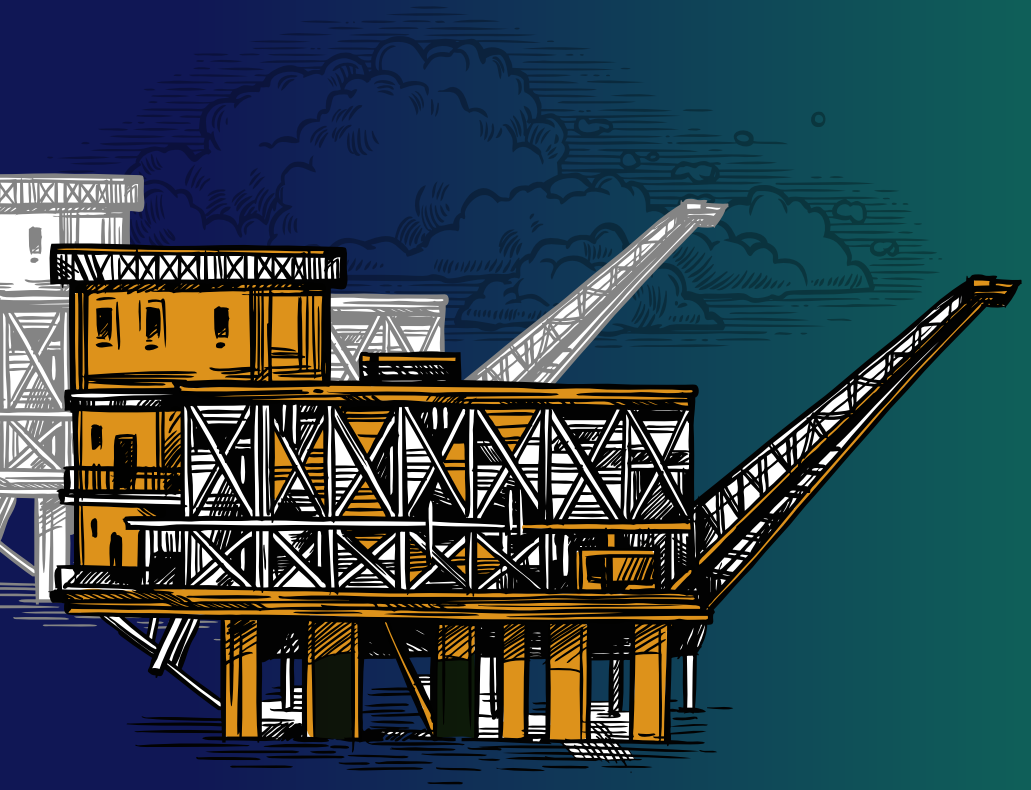
- Los datos muestran una caída importante en la capacidad de producción de PEMEX.

- Consistente con la narrativa de la sección anterior, los números de la empresa hasta 2013 reflejaban que se mantenía la parte operativa y de restitución de reservas pero después hay un deterioro.

- La disminución en la producción esta reforzada por el mal comportamiento de los indicadores de reservas. No es posible mejorar la producción si no se tienen más reservas que me lleven a tener más campos produciendo.

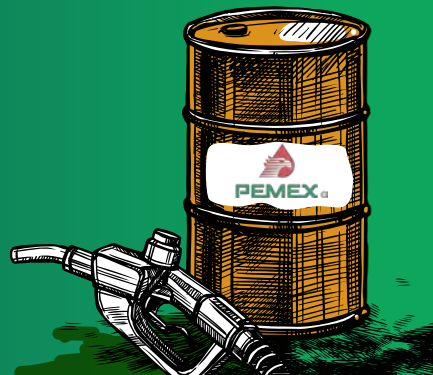
- La información revela que también hay un problema en la parte industrial que no es atribuible a la problemática de las reservas. Es independiente y muestra que la crisis de la empresa también es profunda en ese segmento.

- En conclusión, el mal comportamiento de las variables operativas de PEMEX le generá problemas de tipo estructural.



V

OPINIÓN
DE LOS AUDITORES EXTERNOS



- En las siguientes láminas se presentan de manera condensada las opiniones de los Auditores Externos en el período de 2010 a 2019.

- Para todos los años del período el dictamen no tiene salvedades.

- Se revela como a partir de 2012 la información financiera de PEMEX se prepara bajo las normas internacionales de información financiera.

- A partir del año 2015 el Auditor empieza a incorporar en su opinión un párrafo de énfasis por la duda sobre la continuidad como negocio en marcha.

- Para 2018 y 2019 se endurece el comentario del Auditor señalando la “existencia de incertidumbre material que puede crear una duda sustancial sobre la capacidad de PEMEX para continuar como negocio en marcha”.

- En síntesis, los problemas que señala el Auditor vienen de años atrás.

Dictamen **2010 y 2011** de KPMG.

Estados financieros preparados de acuerdo a NIF mexicanas. Dictamen sin salvedades

Dictamen **2012** de KPMG.

Estados financieros preparados de acuerdo a NIIF. Dictamen sin salvedades

Dictamen **2013 y 2014** de BDO.

Estados financieros preparados de acuerdo a NIIF. Dictamen sin salvedades

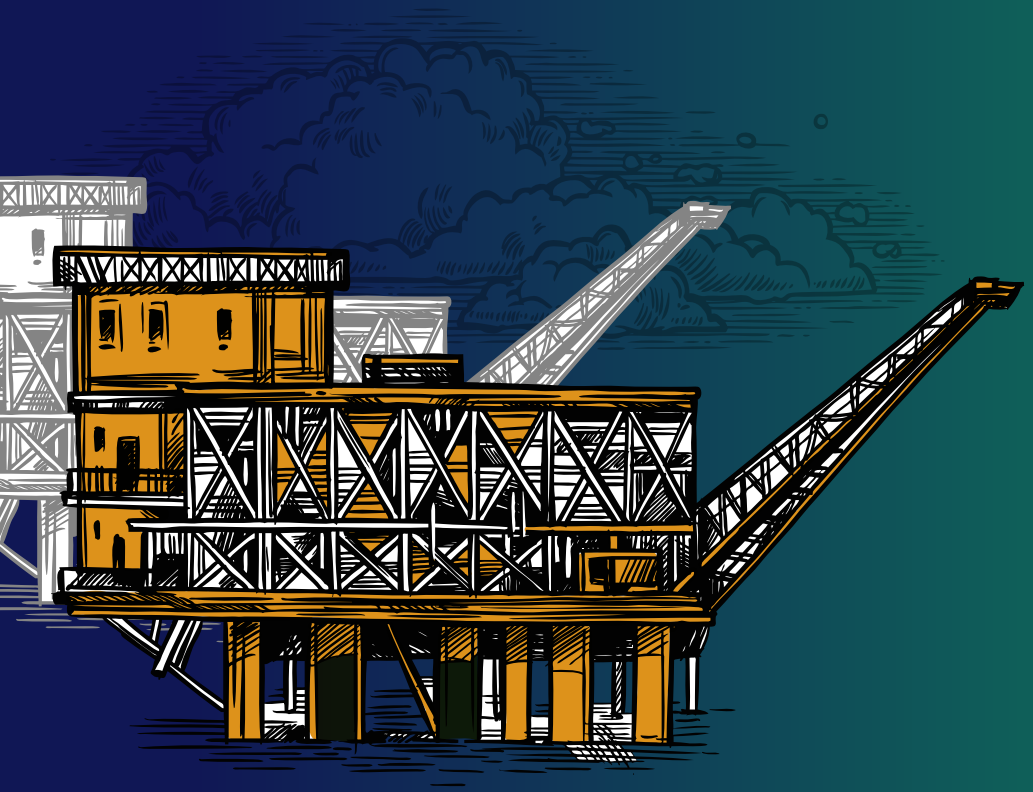
FUNDEF
Fundación de Estudios Financieros - Fundef, A.C

Dictamen 2015, 2016 Y 2017 de BDO.

Estados financieros preparados de acuerdo a NIIF. Dictamen sin salvedades pero con párrafo de énfasis por continuidad como negocio en marcha. En 2015 decían que había "dudas sobre la posibilidad de continuar como negocio en marcha". Para 2017 eran "dudas significativas".

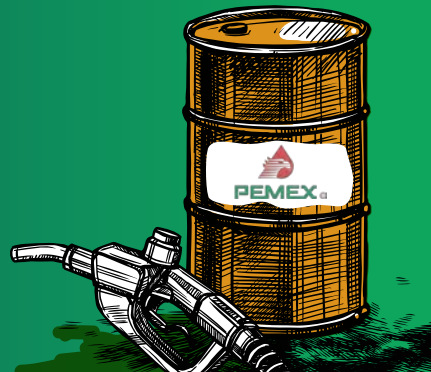
Dictamen 2018 y2019 de KPMG.

Estados financieros preparados de acuerdo a NIIF. Dictamen sin salvedades pero con párrafo de énfasis por "existencia de incertidumbre material que puede crear una duda sustancial sobre la capacidad de PEMEX para continuar como negocio en marcha". Se mantuvo la redacción en 2019.



VI

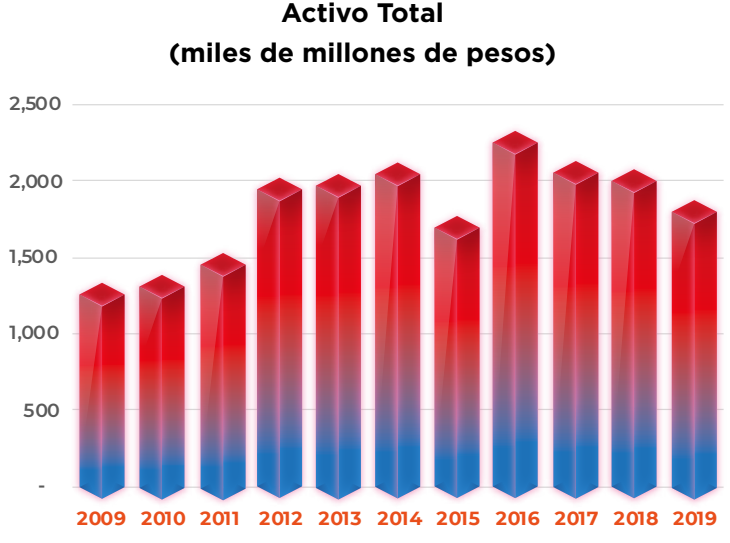
ANÁLISIS DE LA INFORMACIÓN FINANCIERA



- En esta sección se presenta el comportamiento de una serie de variables financieras de PEMEX entre 2009 y 2019.
- La información tiene datos de tres de los estados financieros básicos.
- También se incluyen aspectos que se revelan en las notas a los estados financieros de la Compañía.
- Del análisis se puede concluir que el deterioro de la empresa fue gradual durante más de una década.
- Lo que hoy se ve en los números de PEMEX tiene como antecedentes malas decisiones financieras que se acumularon a lo largo de los años y por lo mismo su solución es compleja.

- El tamaño de la empresa medido como total de activos no tiene un comportamiento que revela un crecimiento sostenido. Hay un aumento importante en el tamaño de los activos entre 2011 y 2012 para luego mantenerse.

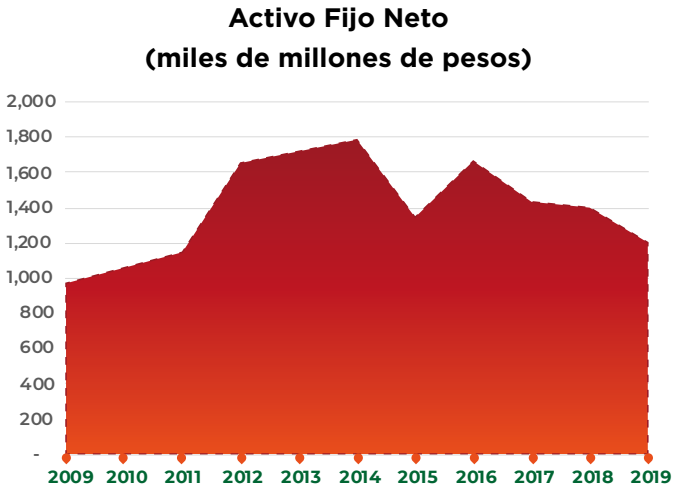
- Para referencia, 2012 es el año de adopción de las NIIF.



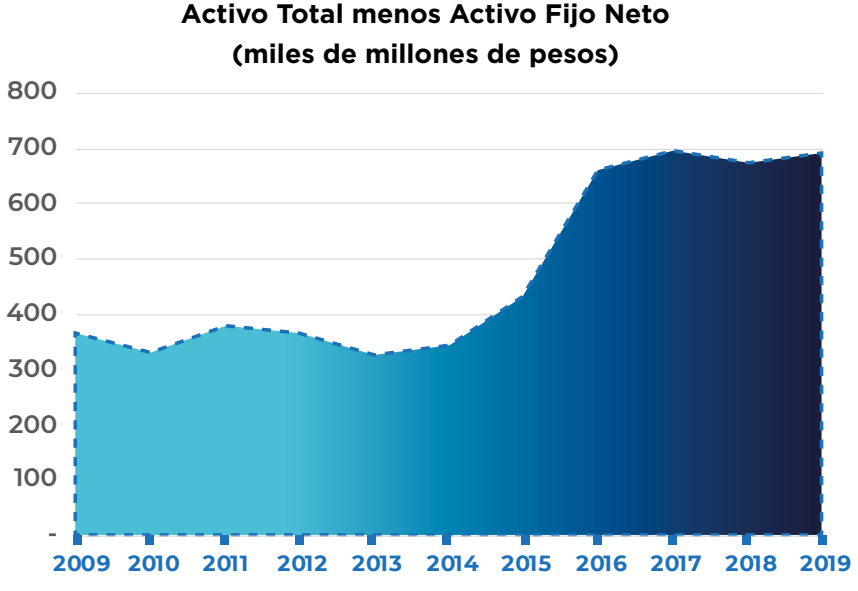
FUNDEF
Fundación de Estudios Financieros - Fundef, A.C

- Se aprecia un aumento de casi 500 mil millones en el activo fijo en 2012. Es un impacto positivo en valuación por adopción de la NIIF. Es decir, no fue un aumento por mayor inversión sino una valuación distinta por adopción de norma contable.

- La caída en 2015 se explica por la aplicación del principio de “deterioro de activos” y coincide con una baja en el precio del petróleo. Buena parte de las fluctuaciones de 2016, 2017 y 2019 se explican por lo mismo.



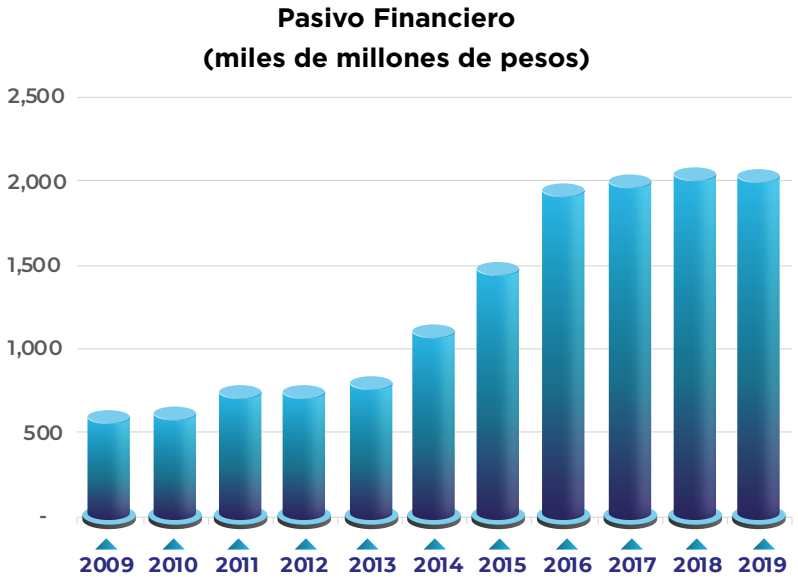
- La gráfica presenta el monto de los demás activos de PEMEX. Tuvieron un aumento importante entre 2015 y 2016 que se explica por mayores disponibilidades y cuentas por cobrar (100 mil mdp), documentos por cobrar a largo plazo (100 mil mdp) e impuestos diferidos (45 mil mdp).



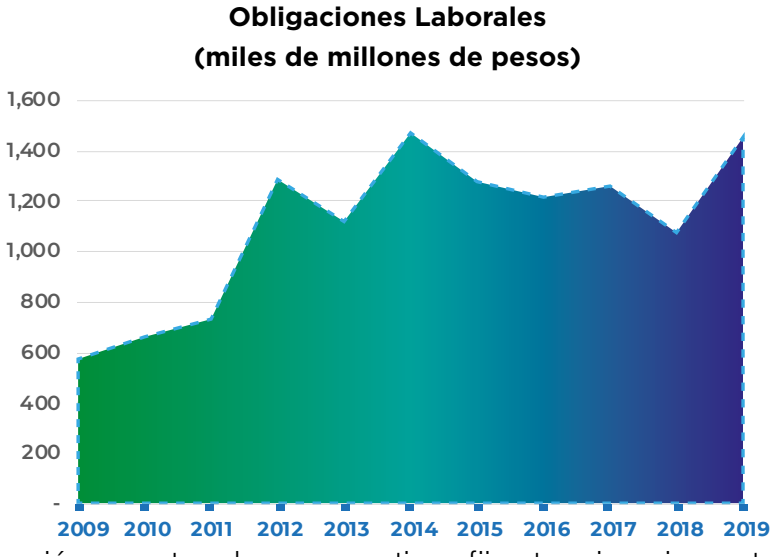
FUNDEF
Fundación de Estudios Financieros - Fundef, A.C

- La evolución de los pasivos financieros de PEMEX revela que se mantuvieron estables hasta 2013, para tener un aumento importante entre ese año y 2016.

- Es decir, en un período de tres años este indicador creció un 135% lo que indica un endeudamiento importante.



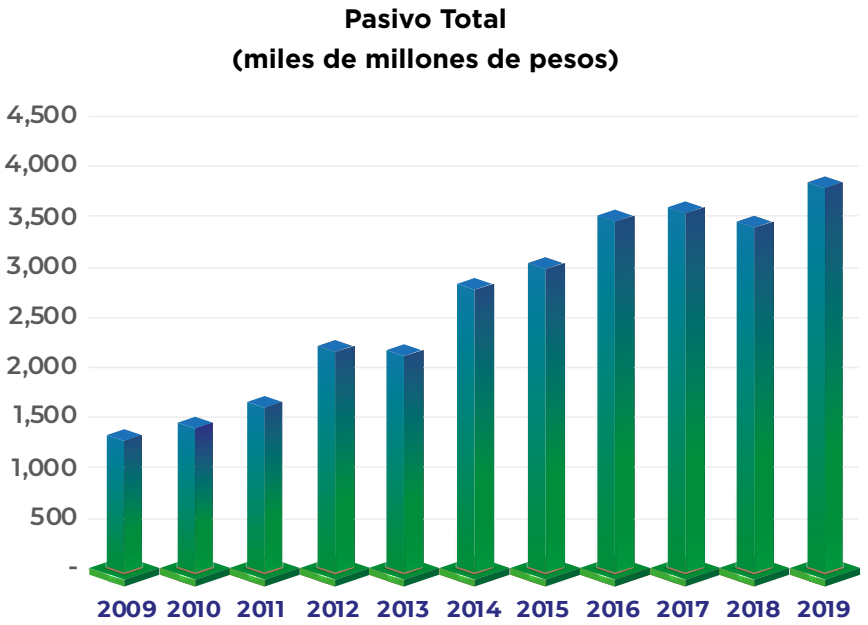
- El aumento fuerte en el pasivo de obligaciones laborales se da en 2012 por la adopción de las NIIF. Los movimientos subsecuentes de aumento y disminución se explican en buena parte por cambios en los parámetros de valuación.



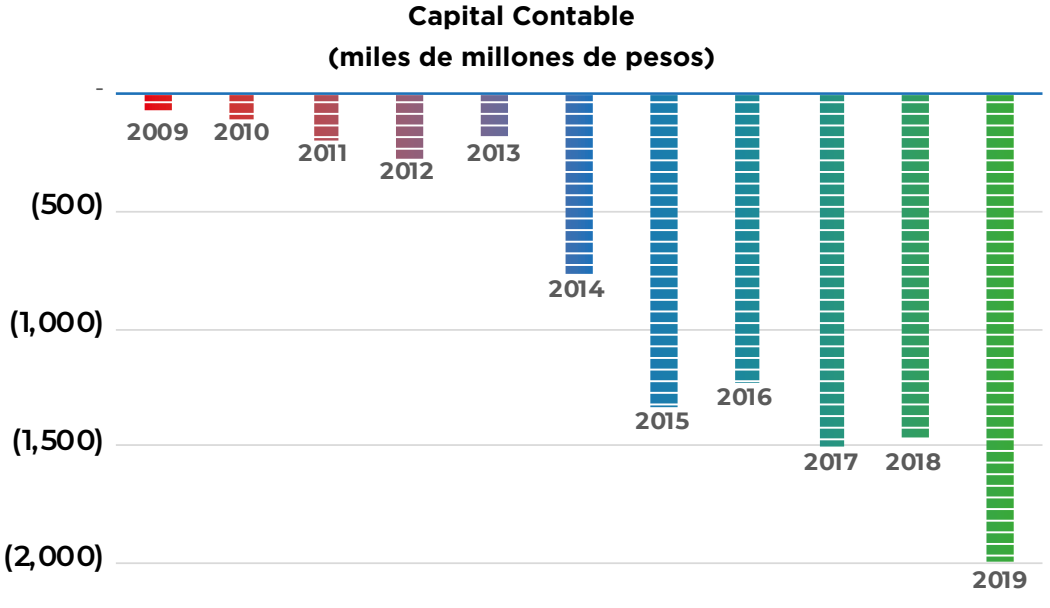
- Las fluctuaciones en valuación es este rubro y en activos fijos terminan impactando el estado de resultados de PEMEX.

FUNDEF
Fundación de Estudios Financieros - Fundef, A.C

- Dado que las dos variables anteriores representan aproximadamente el 90% de los pasivos de la empresa, el comportamiento del pasivo total esta ligado a ellas. Tuvo un crecimiento importante en el período.

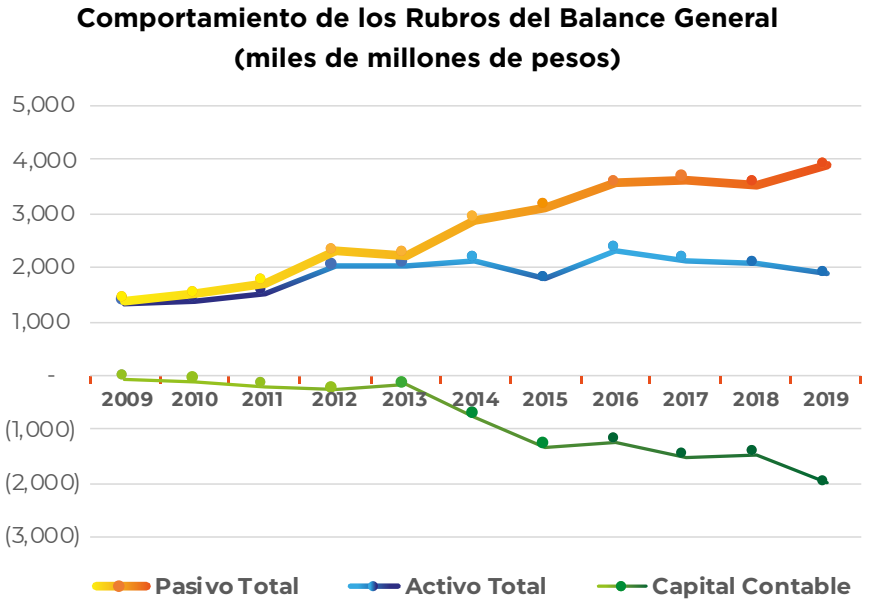


- La consecuencia financiera en una empresa cuyos activos no crecen y sus pasivos si lo hacen es que su patrimonio tiene que disminuir. Al inicio del período de análisis PEMEX tenía un Capital Contable negativo pequeño que crece de manera importante a partir de 2014.



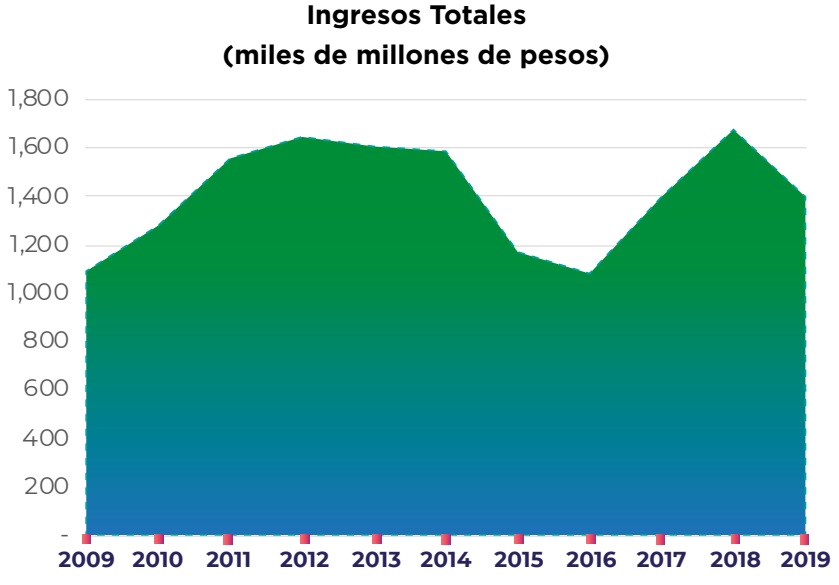
FUNDEF
Fundación de Estudios Financieros - Fundef, A.C

- Se presenta el comportamiento de las tres variables agregadas del balance general de PEMEX mostrando como el deterioro mayor se da a partir del 2014. En ese momento se puso a la empresa en una trayectoria financiera negativa que está Administración no va a poder detener por decreto.



- A continuación se hace el análisis de diversos rubros del estado de resultados.

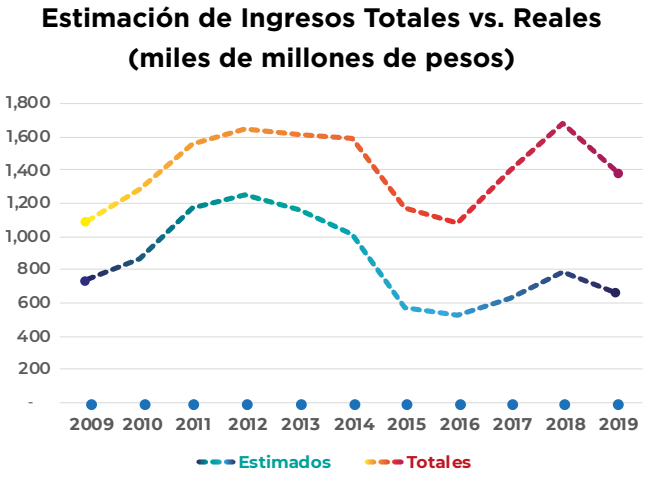
- Los ingresos totales tienen un comportamiento de alza y baja con una fuerte caída en 2014. Hay distintas variables que inciden en su comportamiento tal y como se analiza en la siguiente página.



FUNDEF
Fundación de Estudios Financieros - Fundef, A.C

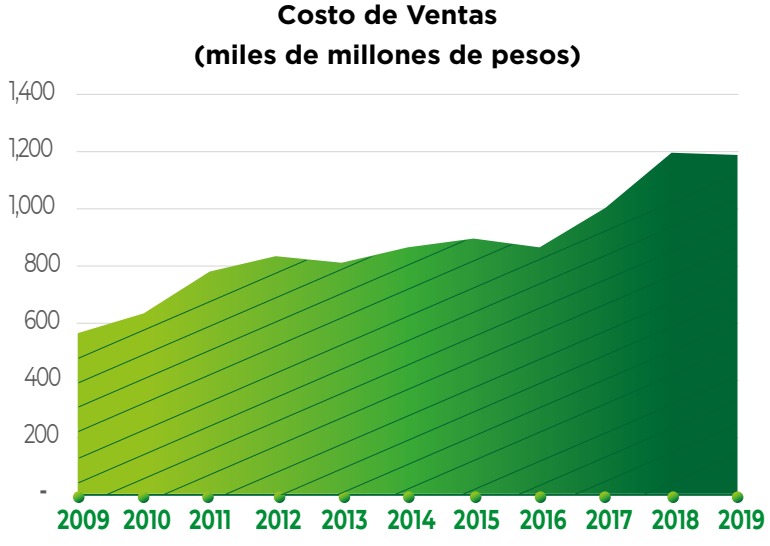
- Los ingresos por venta de petróleo están en función de la producción diaria, del precio y del tipo de cambio. Hay una relación similar para gas natural. PEMEX tiene ingresos por venta de otros productos.

- En la gráfica se estiman los ingresos de venta de petróleo de PEMEX en función de las tres variables anteriores. La estimación explica muy bien el comportamiento dando evidencia de que la caída en producción y las fluctuaciones en el precio determinan las variaciones en los ingresos.



- A diferencia del comportamiento de los ingresos, el costo de ventas ha tenido una tendencia creciente en el período.

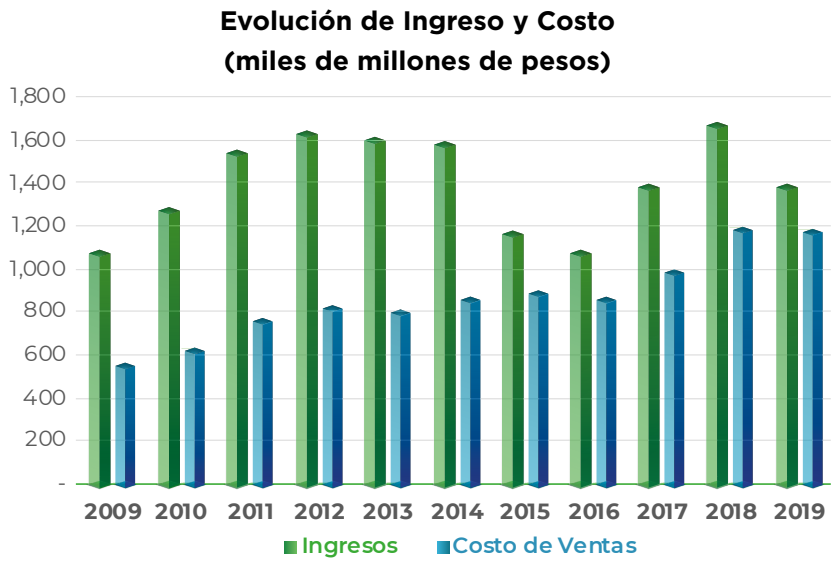
- Si bien algo influyen los cargos a resultados por el impacto del deterioro de los activos fijos, el comportamiento se explica por una menor eficiencia operativa.



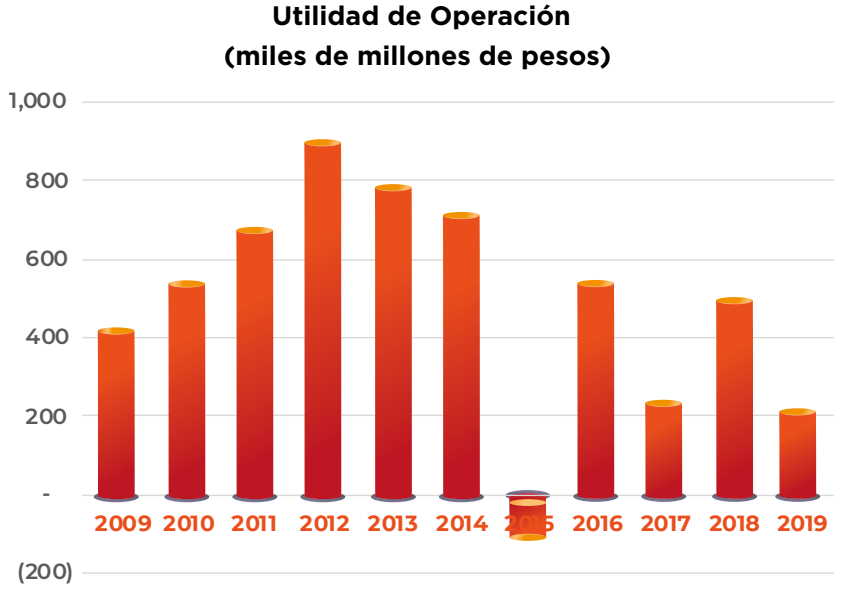
FUNDEF
Fundación de Estudios Financieros - Fundef, A.C

- La evolución conjunta de las variables ingreso-costo te lleva a tener un deterioro en el margen bruto de la empresa. Dicha situación se aprecia de manera clara en la gráfica.

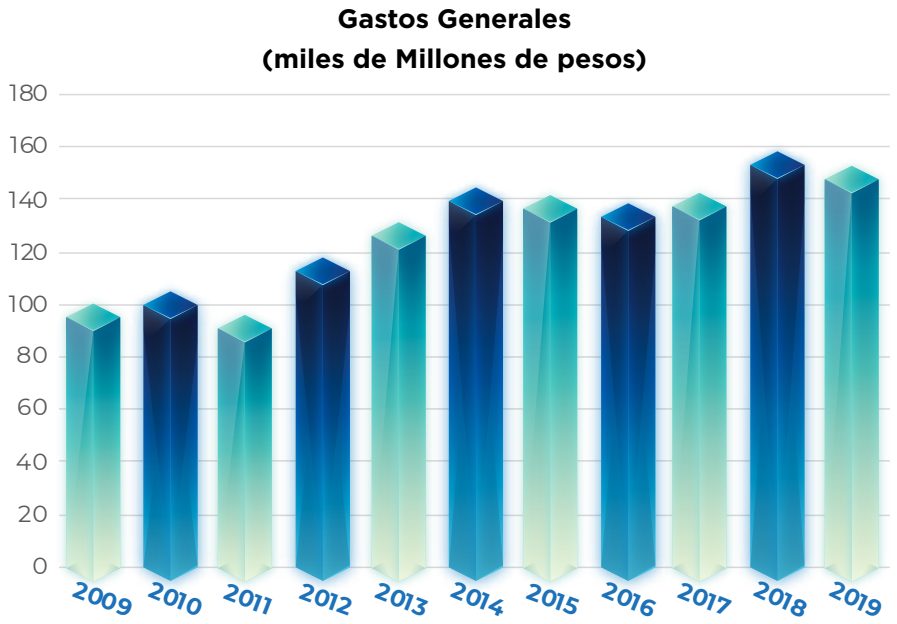
- Resaltan los años de 2015, 2016, 2017 y 2019 por el bajo diferencial



- A nivel utilidad de operación, los años de bajo margen bruto que se mencionaron en la página anterior tienen el mismo comportamiento. Hay un año de pérdida que es 2015 en el que se reconoció un deterioro en el valor de los activos fijos.

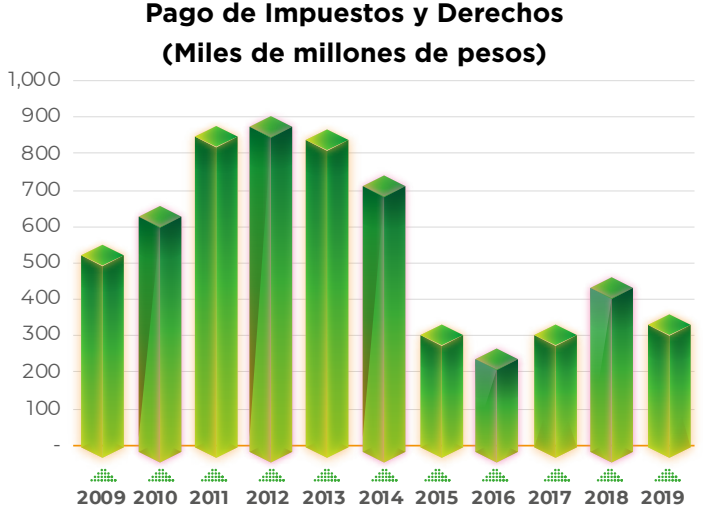


- Si bien hubo un crecimiento en los gastos generales en el período, parece que su dinámica no es tan poco favorable como la que tuvo el costo de ventas.



- Es una realidad que PEMEX es el principal contribuyente al fisco en México. El monto que paga de impuestos es un tema de discusión recurrente entre los actores políticos porque se argumenta que por esta vía se ha debilitado mucho a la empresa.

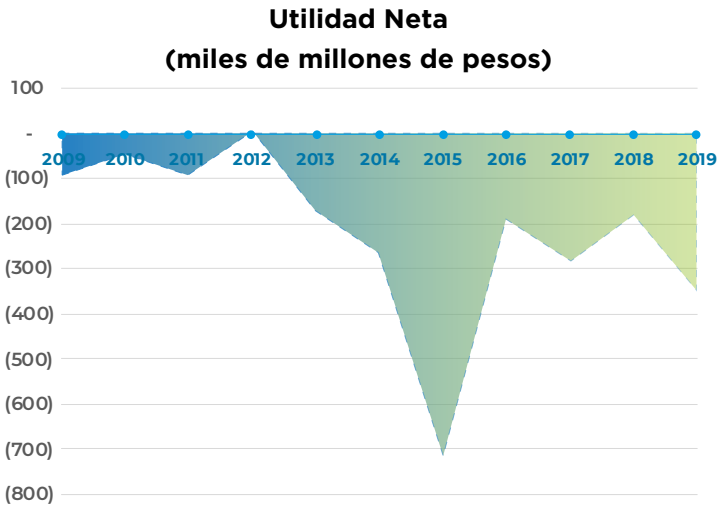
- Se aprecia como hasta 2014 el pago de impuestos de PEMEX era muy importante y de 2015 a 2019 se redujo casi a la mitad.



FUNDEF
Fundación de Estudios Financieros - Fundef, A.C

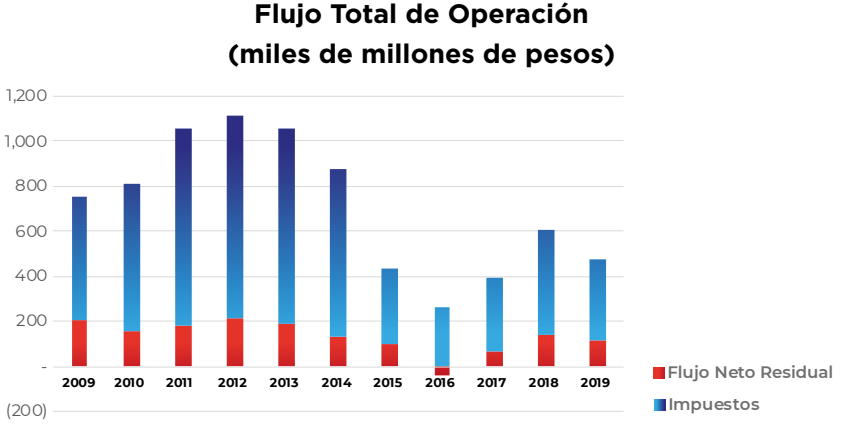
- El comportamiento desfavorable del capital contable tiene su contraparte en el estado de resultados con pérdidas importantes.

- En la gráfica se muestra como a partir de 2013 el monto de las pérdidas anuales crece. En parte se explican por que la carga fiscal de la empresa no se modificó para reconocer que su situación operativa se había deteriorado.



- Un análisis financiero de una empresa requiere entender su capacidad de generación de flujo. Se presenta a continuación el monto total del flujo de efectivo que genera PEMEX antes de impuestos.

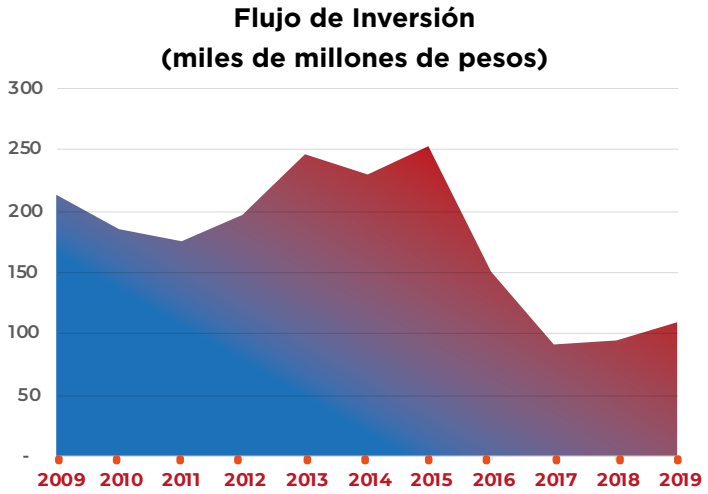
- La gráfica revela como el flujo residual de la operación que se deja a la empresa es pequeño. Lo fuerte de la generación neta de efectivo se la lleva el Gobierno vía impuestos. La debilidad de PEMEX en parte se explica por la política fiscal.



FUNDEF
Fundación de Estudios Financieros - Fundef, A.C

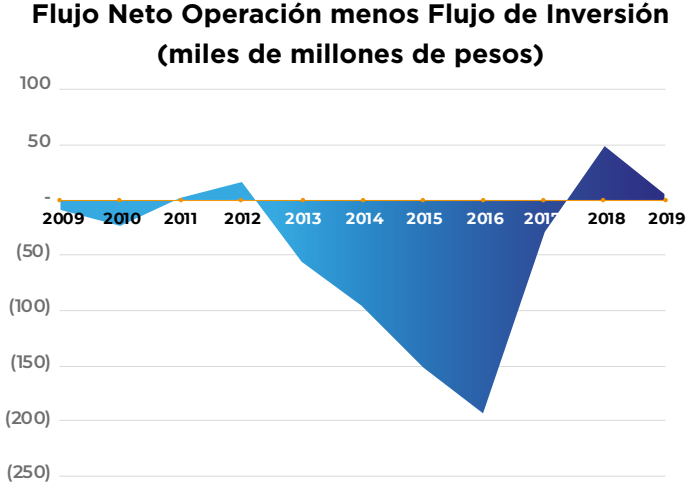
- En cuanto al monto de la inversión, lo que se aprecia es que mantuvo un cierto nivel hasta 2015 para reducirse de manera drástica entre 2016 y 2019.

- Este comportamiento financiero es consistente con la narrativa de baja de producción y con la baja en las reservas. Dada la estructura financiera de PEMEX la expectativa es que no mejore el flujo de inversión.



- La interrelación de las dos variables anteriores nos ayuda a entender si lo que genera PEMEX le alcanza o no para invertir.

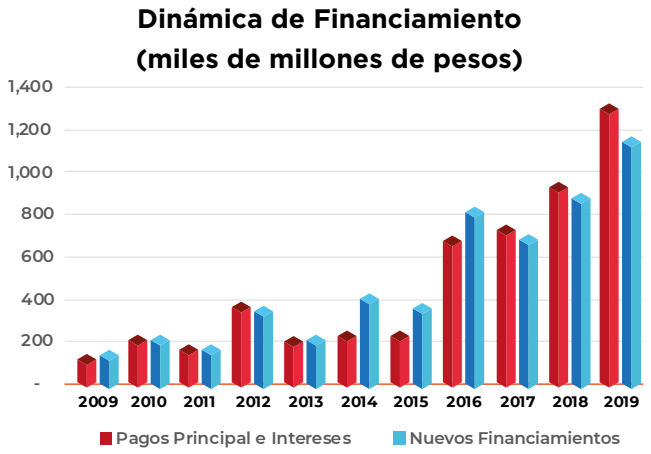
- Los datos muestran como la generación de efectivo neto del pago de impuestos no es suficiente para financiar la inversión. La mayor brecha es entre 2013 y 2017.



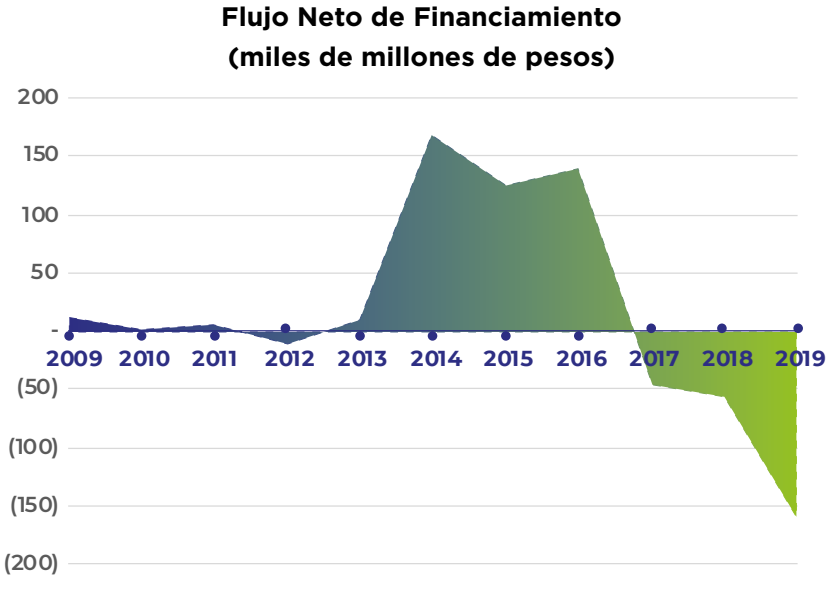
FUNDEF
Fundación de Estudios Financieros - Fundef, A.C

- Los datos del balance general muestran el aumento en el pasivo financiero de PEMEX. En esta gráfica se trata explicar la gestión financiera de ese pasivo. Hasta 2013 el nuevo financiamiento cubría pagos de principal e intereses.

- En 2014, 2015 y 2016 cambia el comportamiento a un mayor monto de financiamiento. Hacia el final de período se aprecia como el pago de intereses y los vencimientos son por montos muy relevantes producto del mayor endeudamiento.



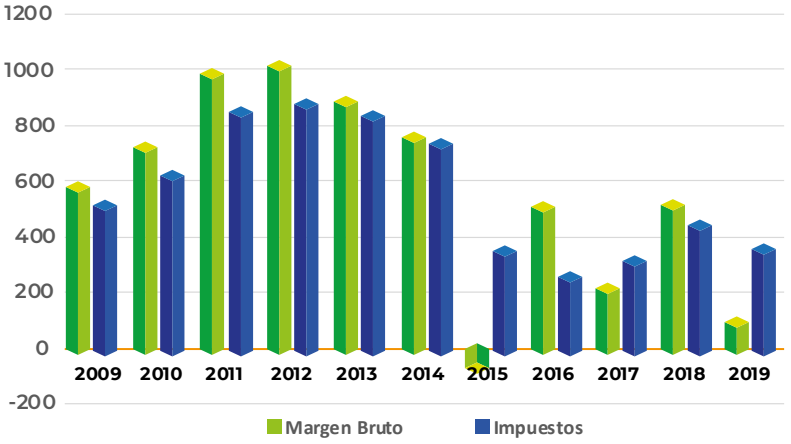
- En la gráfica se muestra el flujo neto de financiamiento. Se revela en que años se dio el endeudamiento importante. De 2017 a la fecha se han tenido que destinar recursos a cubrir la brecha financiera. Esto explica el menor nivel de inversión desde 2017 y revela que hay una ”restricción financiera” en PEMEX.



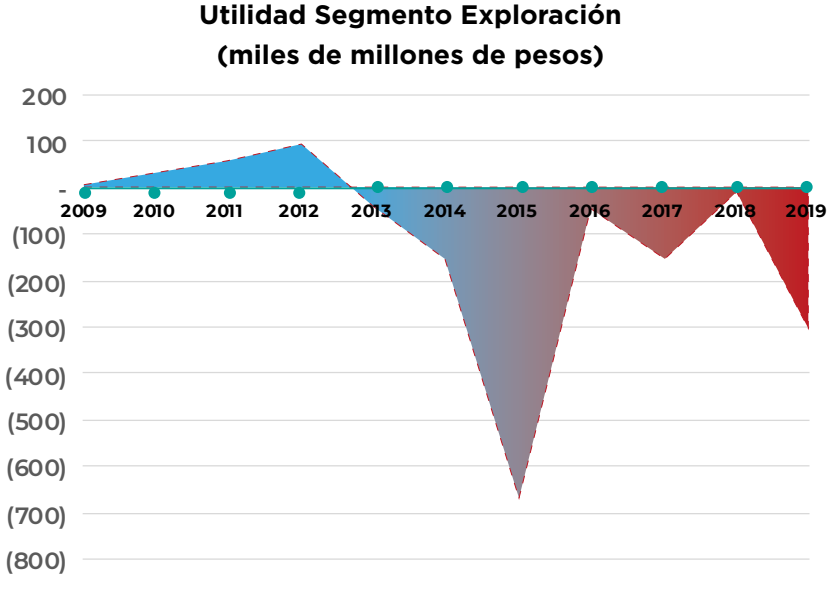
- A continuación se analiza la información financiera para el segmento de exploración. Se aprecia como el pago de impuestos es casi por la totalidad del margen bruto, siendo en algunos años inclusive mayor.

- Es decir, el margen de la actividad de extracción de crudo se lo lleva el Gobierno via impuestos y deja a la empresa en una situación delicada ya que sin flujo residual excedente tiene que financiar el resto de la operación.

Segmento Exploración: Margen Bruto e Impuestos
(miles de millones de pesos)



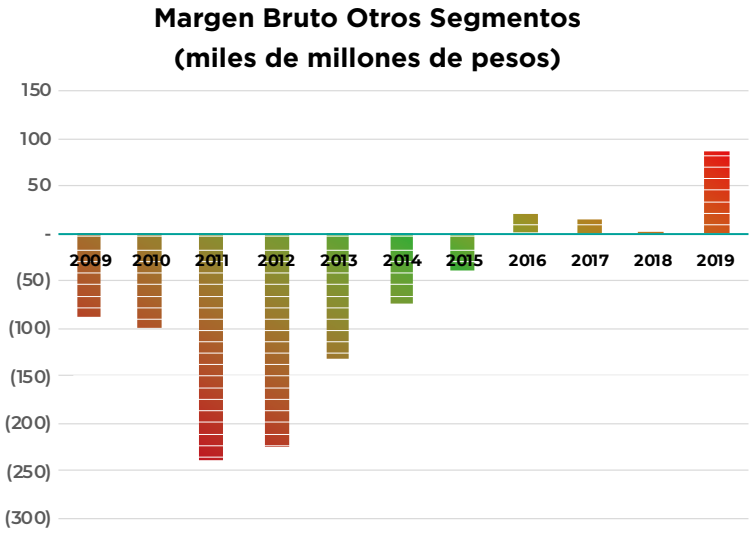
- A nivel de utilidad neta por segmento se aprecia como cambio la política fiscal en 2013. Se dejó a PEMEX que asumiera sus problemas de operación. El cobro de impuestos no se modificó para considerar lo anterior. La consecuencia fue poner esta actividad en pérdida, volviendo a la actividad más rentable un lastre financiero.



FUNDEF
Fundación de Estudios Financieros - Fundef, A.C

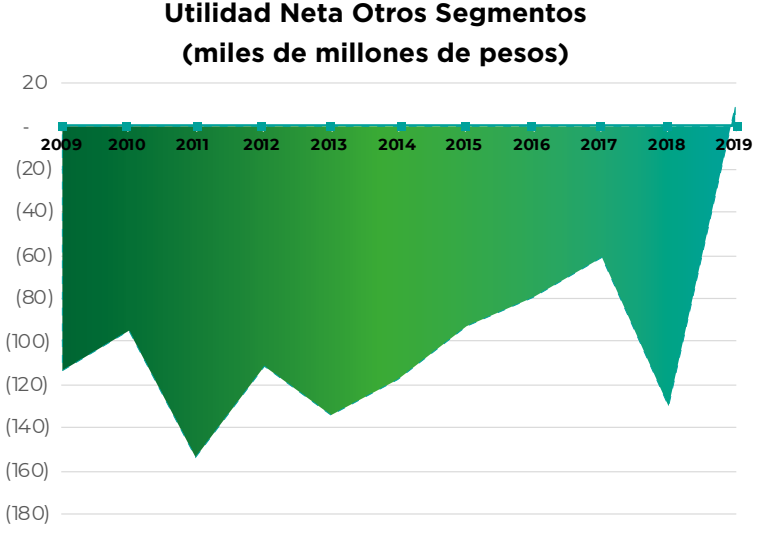
- En cuanto al resto de los segmentos de PEMEX, para efectos del análisis se suman considerándolos como uno solo.

- A continuación se muestra como a nivel de margen bruto durante años perdieron dinero antes de gastos de operación.



- A nivel de utilidad neta los otros segmentos han tenido de manera consistente pérdidas importantes excepto por el año de 2019.

- Lo anterior da evidencia de que PEMEX en los segmentos que no corresponden a exploración pierde dinero de manera consistente y es una actividad que ha estado subsidiada por la parte de exploración.



- Durante años el Gobierno le ha cobrado a PEMEX casi todo el margen del segmento de exploración como impuestos.
- Esta situación dejaba a PEMEX con poca capacidad para absorber las pérdidas de los otros negocios.
- Cuando se da el deterior operativo, el Gobierno no modificó su política.
- El hecho anterior viene a potenciar el impacto negativo en las finanzas de PEMEX.
- En síntesis, la información por segmentos nos ayuda a entender mejor a la empresa pero no es suficiente para conocer el manejo financiero.
- Para hacer un análisis a mayor profundidad se requiere de analizar los estados financieros de las filiales de PEMEX que no son públicos.

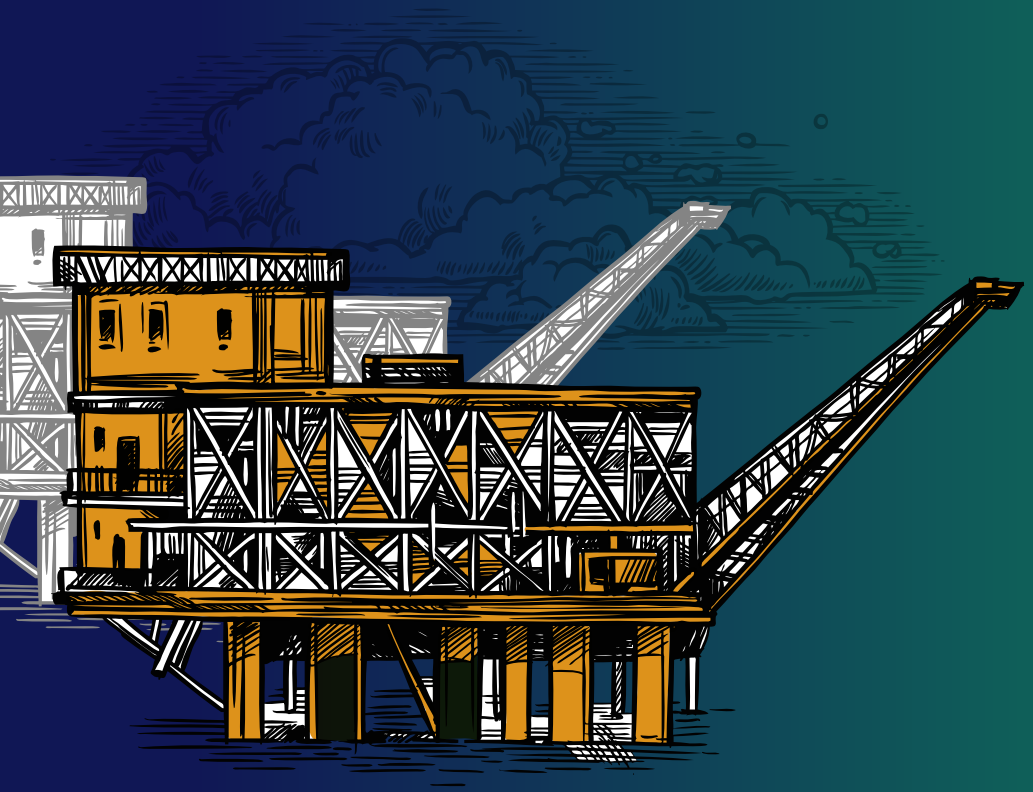
- El análisis de la información financiera de PEMEX nos revela que la empresa ha tenido una situación financiera delicada durante todo el período de análisis (2009-2019). El problema es que en los últimos años se agudizó.

- El deterioro en las variables financieras se hace notorio a partir de 2014, que coincide con el mayor deterioro operativo.

- Si bien los fundamentales operativos inciden en los números financieros, hay un componente adicional que profundiza el problema y es que el manejo financiero de la empresa se aparto de lo que hacían en los primeros años del período.

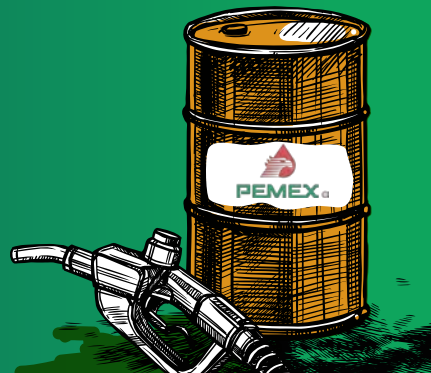
- Este cambio en parte se explica porque el Gobierno no estuvo dispuesto a dejar de cobrar impuestos a PEMEX a pesar de que esta estrategia potenciaba su vulnerabilidad.

- La información de 2018 y 2019 nos muestra que hoy PEMEX es una empresa débil y que si tiene fundamento la opinión de los Auditores.



VII

PERSPECTIVAS



- Lo primero que hay que entender es si la situación de PEMEX es la regla en la industria del petróleo en el Mundo o es particular de la empresa.
- Para hacer este análisis se utiliza información de tres empresas petroleras: una estatal y dos privadas.
- De cada una de las empresas se revisó su informe financiero del último trimestre de 2019.
- Se obtuvieron los datos de producción y diversos datos financieros.
- La información muestra que PEMEX es una excepción en cuanto al comportamiento operativo y financiero.
- Es decir, la situación de PEMEX no se puede explicar por lo que le ha pasado al sector en el Mundo sino por el manejo que ha tenido la empresa.

FUNDEF
Fundación de Estudios Financieros - Fundef, A.C

- Es la empresa petrolera de Arabia Saudita.
- Produce poco menos de 10 millones de barriles diarios.
- Algunos datos financieros del informe anual 2019 de la empresa son los siguientes:

  » **Ingresos por 294 mil millones de dólares.**
  » **Pago de impuestos y regalías por 138 mil mdd.**
  » **Utilidad neta de 88 mil mdd.**
  » **Activos totales por 398 mil mdd.**
  » **Capital contable por 278 mil mdd.**
  » **Reparto de dividendos por 77 mil mdd.**

- Es una empresa muy solida financieramente, su flujo es suficiente para financiar su inversión y el pago de dividendos. Aporta muchos recursos al país sin afectar sus finanzas.

Shell

- Es una empresa petrolera privada de Holanda.
- Tiene operaciones de extracción de petróleo en muchos países.
- Algunos datos financieros del informe anual 2019 de la empresa son los siguientes:

  - » **Ingresos por 352 mil millones de dólares.**
  - » **Pago de impuestos y regalías esta incluido en sus “costos de compra”.**
  - » **Utilidad neta de 15 mil mdd.**
  - » **Activos totales por 404 mil mdd.**
  - » **Capital contable por 186 mil mdd.**
  - » **Reparto de dividendos por 15 mil mdd.**

- Es una empresa muy solida financieramente, su flujo es suficiente para financiar su inversión y el pago de dividendos.

FUNDEF
Fundación de Estudios Financieros - Fundef, A.C

bp

- Es una empresa petrolera privada de Reino Unido.
- Tiene operaciones de extracción de petróleo en muchos países.
- Algunos datos financieros del informe anual 2019 de la empresa son los siguientes:

  - » **Ingresos por 278 mil millones de dólares.**
  - » **Pago de impuestos y regalías esta incluido en sus “costos de compra”.**
  - » **Utilidad neta de 7 mil mdd.**
  - » **Activos totales por 295 mil mdd.**
  - » **Capital contable por 100 mil mdd.**
  - » **Reparto de dividendos por 7 mil mdd.**

- Es una empresa muy solida financieramente, su flujo es suficiente para financiar inversión y pago de dividendos.

Información al Primer Trimestre 2020

PEMEX

- Hay una alerta sobre la situación financiera de la empresa ya que tuvo una pérdida neta de 562 mil mdp.
- Una revisión detallada de la información trimestral permite concluir que la historia es una mezcla de que se continua con la tendencia de deterioro operativo que se combina con un impacto negativo específico.
- La producción de petróleo y de gas natural creció un 3.7% lo que revela que al menos se mantiene estable.
- A nivel utilidad de operación PEMEX tuvo ganancias por 30 mil mdp en el primer trimestre de 2020 con un pago de impuestos y derechos de 60 mil mdp lo que la lleva a una pérdida por este concepto.
- El diferencial para llegar a la pérdida tan grande se explica por el costo integral de financiamiento: costo financiero neto de 37 mil mdp, costo neto de instrumentos derivados de 26 mil mdp y una pérdida cambiaria por 470 mil mdp debido a que gran parte de la deuda está en dólares.

FUNDEF
Fundación de Estudios Financieros - Fundef, A.C

Resultados Segundo Trimestre 2020

(Datos en miles de millones de dólares)

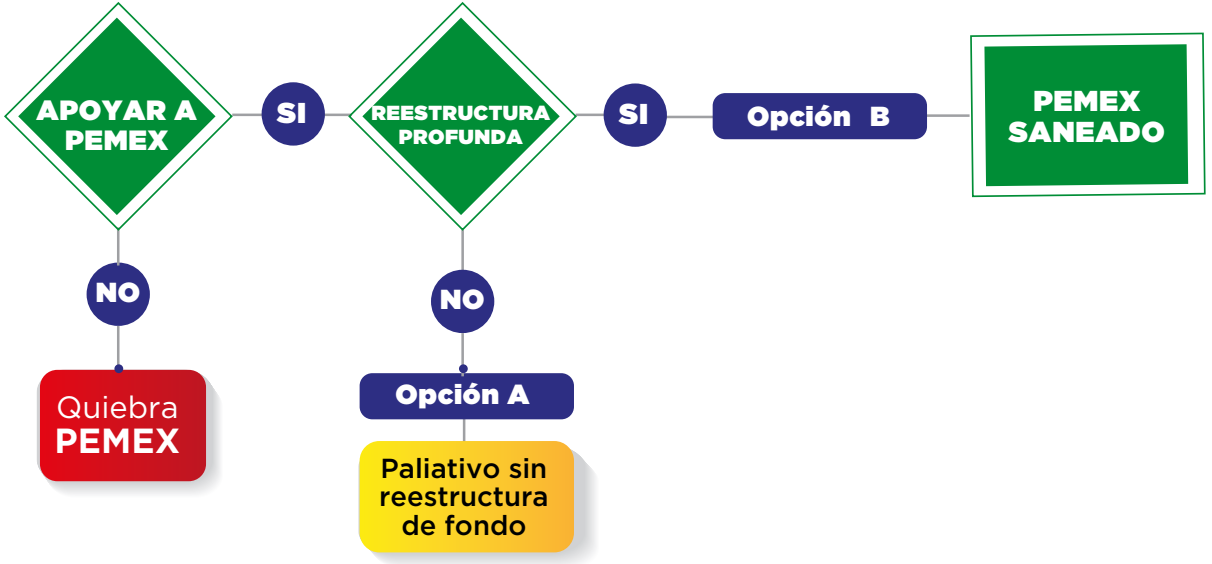
	Saudi Aramco	Shell	bp	PEMEX
Utilidad por Operaciones Continuas	6.5	4.4	(5.0)	(2.0)
Cargos Extraordinarios	0	(22.5)	(11.8)	(8.4)
Utilidad Neta	6.5	(18.1)	(16.8)	(10.4)
Motivo	N/A	Deterioro de Activos	Deterioro de Activos	Obligaciones Laborales

- Los análisis de las secciones anteriores nos permiten concluir que PEMEX es una excepción en cuanto a desempeño en la industria pretrolera. Es una empresa que tiene malos indicadores operativos que se han reflejado en un mal desempeño financiero.

- El Gobierno se negó durante años a aceptar a esa realidad y vía el cobro de impuestos profundizo la crisis financiera de la empresa.

- Dados los números, si se quiere revitalizar PEMEX no hay manera de que se logre dejándola que siga operando y apoyándola con algo de recursos. Su problematica es más profunda.

FUNDEF
Fundación de Estudios Financieros - Fundef, A.C



Aspectos a Evaluar Indistintos de la Ruta de Apoyo a PEMEX

1) Se requiere de un plan de apoyo estructural financiero y operativo para sanear la empresa. Si no se hace de está manera van a ser paliativos y se mantendrá la duda sobre su viabilidad.

2) Algunos indicadores que se necesita tomar acciones para mejorar su desempeño son los siguientes:

   - **Producción de petróleo.**
   - **Reservas 1P y tasa de restitución.Rentabilidad por segmento.**
   - **Flujo de operación y carga fiscal.**
   - **Flujo de inversión optimo.**
   - **Estrategia de financiamiento**

3) Las acciones a tomar dependen de los niveles de variables operativas y de donde se fijen las necesidades de flujo.

FUNDEF
Fundación de Estudios Financieros - Fundef, A.C

Opción A: **Paliativo sin Reestructura de Fondo**

- Solo se invierte para mantener la capacidad operativa actual, no se limitan las perdidas por línea de negocio y se cubre el faltante de efectivo por las actividades de operación, inversión y financiamiento.

FUNDEF
Fundación de Estudios Financieros - Fundef, A.C

Variantes de Opción A: Cubrir necesidades financieras

PEMEX

Se aportan resursos del Gobierno para:

Mantener a la empresa a flote y preservar su capacidad operativa.

Necesidad entre 200 a 300 mil millones de pesos por año

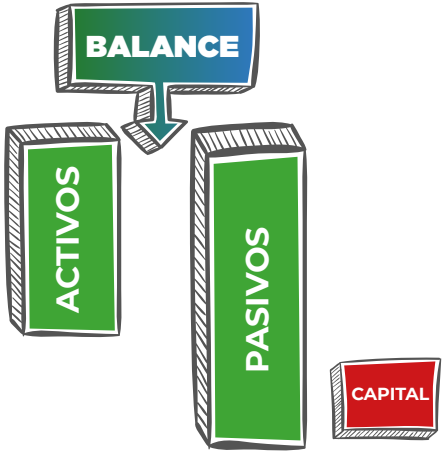
Solo para mantenerla sin incumplir deuda y cubriendo perdidas operativas.

Necesidad 100 a 200 mil millones de pesos

FUNDEF
Fundación de Estudios Financieros - Fundef, A.C

Opción B: **Reestructuración Profunda**

- Para evaluar la opción hay que ver graficamente como esta PEMEX hoy. El objetivo será reestructurarla y volver que sea rentable.



Pasivo > Activos ⇒ Capital Negativo

Costos > Ingresos ⇒ Pérdidas

Flujo del Saneamiento: ¿Cómo hacerlo?

- La manera de apoyar a PEMEX para solucionar los problemas estructurales es en etapas y con acciones profundas. La propuesta de acciones que se deben tomar es:

1) **En el corto plazo se requiere de apoyo financiero a la empresa para no quitarle flujo por pago de impuestos y definir como va a pagar su deuda (identificar la parte que es sostenible y la porción no lo es y que el Gobierno la asuma).**

2) **En el corto plazo hay que decidir como se va a mejorar la parte operativa de exploración: restitución de reserva y plataforma de producción. Esta evaluación se tiene que realizar dejando de lado los ”buenos deseos” y teniendo evidencia de lo que es alcanzable.**

3) **Se debe definir la manera como se van a financiar esas inversiones: más dinero del Gobierno o asociaciones con privados. Es claro que hoy PEMEX no tiene la capacidad de financiar inversiones.**

4) **En la dinámica financiera se identificó que había dos PEMEX: exploración y el resto. En el primero puede haber excedente y en el segundo perdía dinero. Se sugiere separar a la empresa en dos entidades que se gestionen de manera separada y con estructuras operativas y condiciones laborales distintas. Para cada una de las dos partes hacer una evaluación financiera para determinar su viabilidad.**

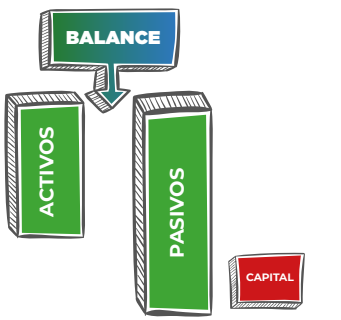
5) **En el mediano plazo hay que ejecutar los puntos anteriores con la restructuración de la empresa, separación y el Gobierno Federal asumiendo parte de la deuda y de los compromisos de inversión.**

- En las siguientes dos laminas se muestra como se puede instrumentar el esquema anterior.

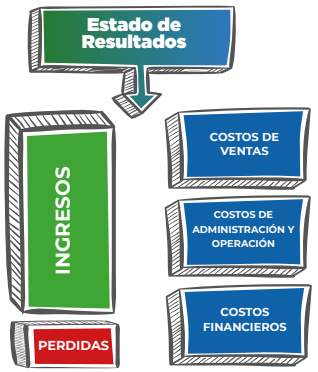
FUNDEF
Fundación de Estudios Financieros - Fundef, A.C

Etapas de la **Reestructuración de Pemex**

1 SITUACIÓN ACTUAL



Pasivo > Activos ⇒ Capital Negativo

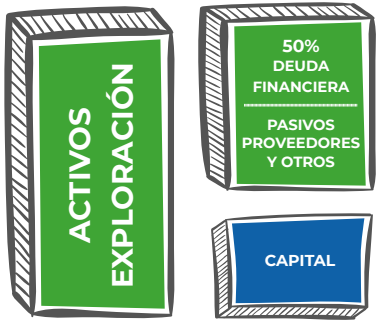


Costos > Ingresos ⇒ Pérdidas

2 IDENTIFICACIÓN

3 SEPARACIÓN EN TRES PARTES

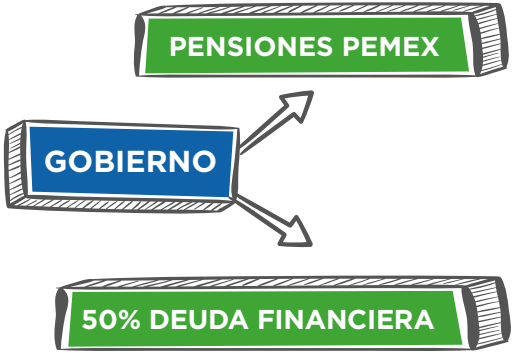
1 PEMEX EXPLORACIÓN



2 PEMEX INDUSTRIAL

3 BALANCE DEL GOBIERNO

(Pasivos adicionales del Gobierno)



FUNDEF
Fundación de Estudios Financieros - Fundef, A.C

Resultados de la reestructuración profunda

PEMEX EXPLORACIÓN

Saneado

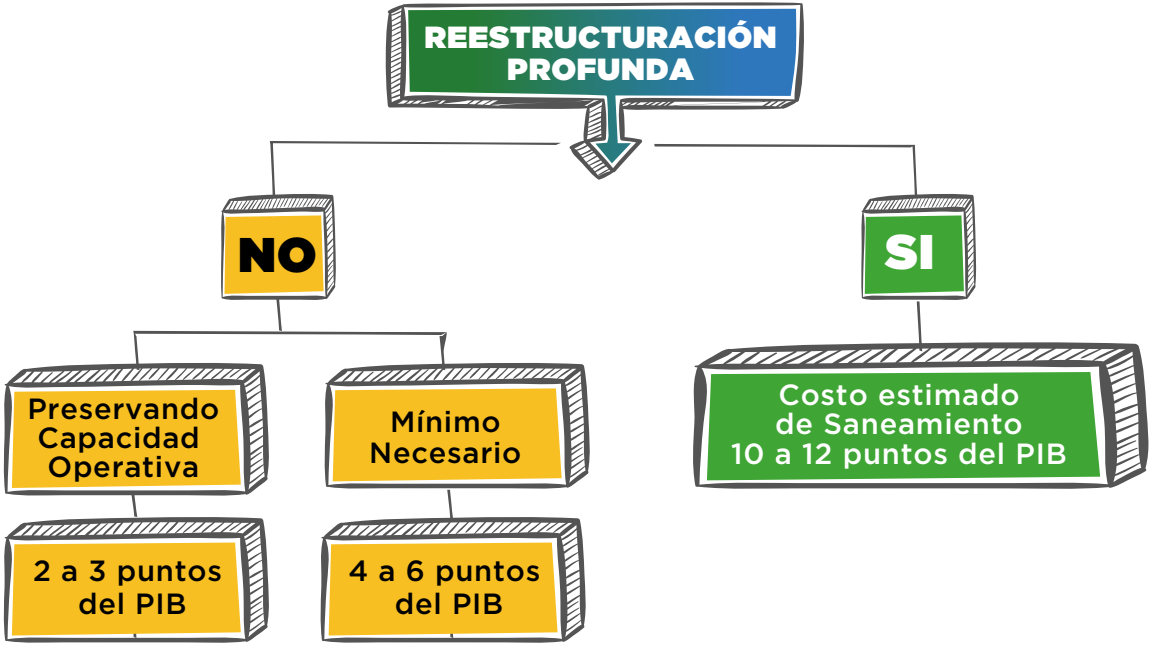
PEMEX INDUSTRIAL

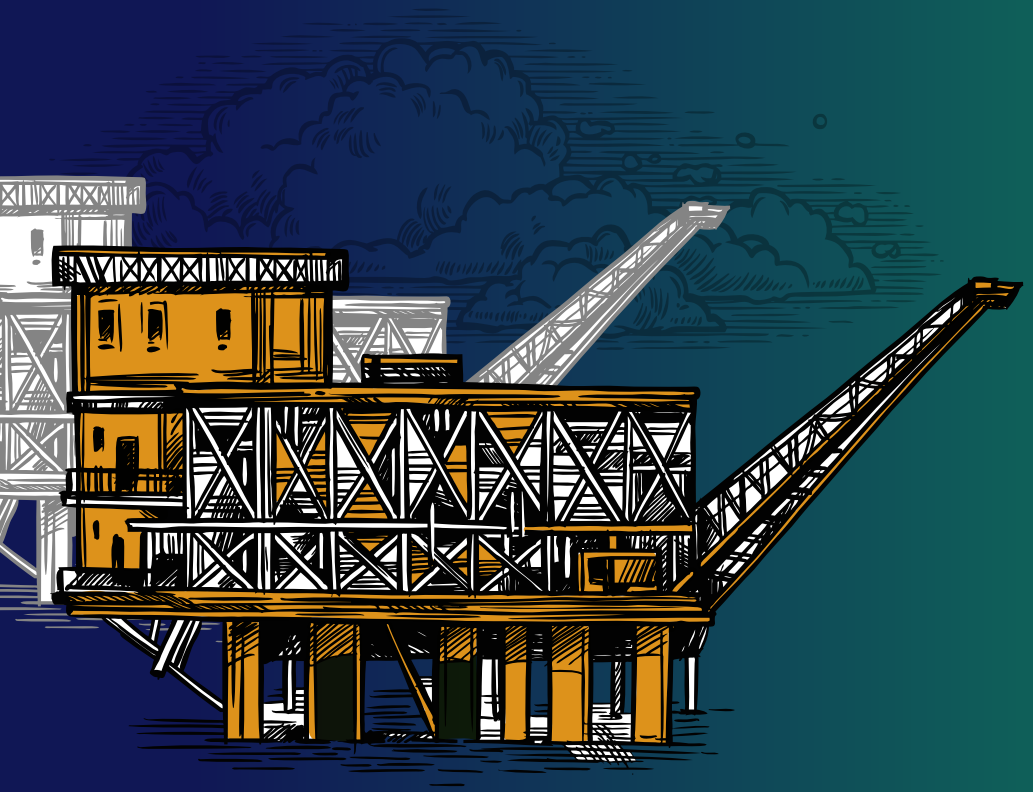
Sin subsidios cruzados debe ser finanieramente autónomo

GOBIERNO

Asume pasivos

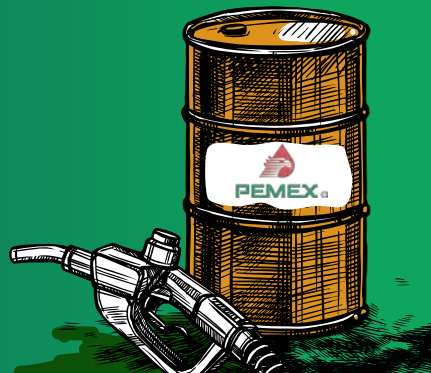
Costos a 5 años de las opciones de saneamiento de PEMEX





VIII

CONCLUSIONES



- En síntesis, el problema de PEMEX es profundo y se ha venido gestando desde hace más de 10 años. El punto de inflexión a un mayor deterioro fue 2014.

- Es una pena que la principal empresa de México este tan mal y otras empresas en el Mundo que operan en el mismo sector estén solidas y sean rentables.

- Dada la situación financiera actual, el Gobierno tendrá que plantear un rescate financiero y operativo de PEMEX en lugar de hacer transferencias limitadas. Los datos indican que la empresa sola no va a salir.

- La Administración actual tiene un objetivo de política pública claro respecto de PEMEX: que sea la palanca del desarrollo del país.

- Sin cuestionar si la premisa anterior es correcta o no lo es, el requisito indispensable para que PEMEX cumpla esa función es que financieramente este sólido y que sea una empresa generadora de recursos.

- Hoy PEMEX no cumple con ninguna de las dos condiciones y por lo tanto no va a ser palanca de desarrollo.

- Si se proyectan los números dado el desempeño reciente y sin un apoyo estructural lo que nos espera es sea un lastre para la economía:

  - **Mas pérdidas.**
  - **Menos contribución al fisco.**
  - **Mayor deterioro de PEMEX que impacte en mala percepción de México.**
  - **Una posible quiebra de la empresa.**

- En esta situación, el elegir a que se destinan los recursos del Gobierno dentro de PEMEX será muy importante ya que tiene que buscar la mayor generación de valor.

- Las alternativas que se presentaron mapean estrategias con costos. El Gobierno tiene que decidir que hará.

- La relevancia de lo que defina el Gobierno es mayor ya que en sus manos está evitar el posible incumplimiento de la empresa con el contagio que ello implica para el país por ser una empresa sistémica. PEMEX puede llevar a México a una crisis.

- Lo anterior sin considerar el entorno en el que hay movimientos cada vez mas fuertes a energías alternativas tanto de un lado de la demanda como de la oferta.

FUNDEF

Fundación de Estudios Financieros - Fundef, A.C.