

Fondo Monetario Internacional pide a **ECOPETROL** y petroleras de América Latina más transparencia en sus gastos y en la adjudicación de contratos.

27 junio, 2019 Revista Corrientes Análisis 0



Un buque cargado con derivados del petróleo se acerca al puerto de Valparaíso en Chile. (Foto: wale, iStock by Getty Images)

El FMI analizó las estrategias adoptadas para la recuperación de las cuatro principales petroleras de la región afectadas por la caída de los precios entre 2014 y 2016. Exaltó los resultados e hizo recomendaciones administrativas de orden ético y financiero para su fortalecimiento.



Por Pablo Béjar y Juan F. Yépez

En 2014-2016, la caída de los precios de las materias primas, particularmente el petróleo, fue una de las más marcadas a nivel mundial durante las cuatro últimas décadas. El abrupto final del "superciclo" de las materias primas fue un duro golpe para muchos países latinoamericanos, muy dependientes del ingreso fiscal derivado de las **materias primas**. El FMI ya ha **analizado** las implicaciones económicas del reciente episodio de auge y caída de las materias primas en la **región**.

Sin embargo, los efectos de los shocks de precios de las materias primas en las empresas estatales —es decir, las entidades creadas para llevar a cabo actividades comerciales en nombre del gobierno— no han recibido gran atención.

¿Cómo hicieron las empresas estatales más grandes de la región —en Brasil, Chile, Colombia y México— para sobrepasar a la caída de los precios de las materias primas (ver análisis)? Tras analizar la evolución de sus fundamentos y sus planes comerciales, detectamos ciertas vulnerabilidades remanentes y retos para las perspectivas de esas empresas.

Las empresas estatales y las calificaciones crediticias

Una característica que varias empresas estatales latinoamericanas tienen en común es la dependencia de las materias primas y su importancia sistémica para la economía y el ingreso fiscal. Más allá de estas características en común, sus indicadores de operación, su régimen de propiedad y sus estrategias comerciales varían significativamente.

Algunas de las empresas estatales más grandes de la región —a saber, Pemex en México, Petrobras en Brasil, **Ecopetrol** en Colombia y CODELCO en Chile— fueron las más golpeadas por la caída de los precios de las materias primas. Como puede observarse en el gráfico, en medio de lo que creyó inquietud por la situación financiera de estas empresas, las calificadoras de riesgo rebajaron su calificación individual, aun manteniendo la de su respectiva entidad soberana, con la excepción de Brasil y Chile.

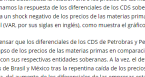
La rebaja más pronunciada de la calificación de Petrobras, en términos absolutos y en relación con su entidad soberana, es consecuencia con el fuerte aumento de los diferenciales de sus swaps de riesgo de crédito (CDS, por sus siglas en inglés). Esto reflejó no solo los efectos de la caída de los precios del petróleo, sino también problemas idiosincráticos que sufría la empresa en ese momento.

Percepción de empresas estatales seleccionadas y del riesgo soberano



Fuentes: Moody's Analytics, Inc.; Bloomberg Finance L.P.; DataStream; y datos del personal Moneta del FMI.

Diferencial de CDS a 5 años (empresa estatal-entidad soberana) (puntos básicos)



Fuentes: Moody's Analytics, Inc.; Bloomberg Finance L.P.; DataStream; y datos del personal Moneta del FMI.

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL

Para analizar de manera más sistemática la relación entre los precios de las materias primas y los swaps por riesgo, estimamos la respuesta de los diferenciales de los CDS soberanos como también de las empresas estatales a un shock negativo de los precios de las materias primas mediante una autorregresión vectorial (VAR, por sus siglas en inglés), como muestra el gráfico siguiente.

Los resultados hacen pensar que los diferenciales de los CDS de Petrobras y Pemex son efectivamente más sensibles a un colapso de los precios de las materias primas en comparación con otras empresas estatales de la región y con sus respectivas entidades soberanas. A la vez, el deterioro de los diferenciales soberanos de Brasil y México tras la repentina caída de los precios del petróleo es producto, más que nada, del aumento de los diferenciales de las empresas estatales.

Aunque estos resultados son coherentes con los datos presentados en el primer gráfico, la sensibilidad de los diferenciales de las empresas estatales también podría depender de la liquidez del mercado. En ese sentido, los instrumentos de deuda de Pemex y Petrobras son significativamente más líquidos que los de **Ecopetrol** y CODELCO, y son prácticamente tan líquidos como los bonos soberanos de su respectivo país. La importancia de las transferencias de estas empresas al gobierno también podría influir en la magnitud de los efectos generados por los shocks de las materias primas.

Respuesta de los diferenciales de los swaps de riesgo de crédito a una caída de 1 por ciento de los precios de las materias primas



Fuentes: Bloomberg Finance L.P.; Thomas Reuters Datastream; y estimaciones del personal Moneta del FMI.

Descomposición de la respuesta soberana (Acumulativa en 7 días; puntos básicos)



Fuentes: Bloomberg Finance L.P.; Thomas Reuters Datastream; y estimaciones del personal Moneta del FMI.

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL

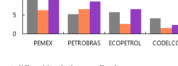
¿Cuán fuerte es el vínculo de estas empresas con sus respectivos gobiernos?

En mayor o menor medida, todas estas empresas representan una importante fuente de ingreso para su respectivo gobierno (véase el gráfico a continuación). Aunque su contribución al presupuesto público ha disminuido en algunos casos (Pemex y CODELCO), seguramente todas continuarán desempeñando un papel crítico en las finanzas y los planes de su respectivo gobierno.

Eso implica que la probabilidad de contar con apoyo público, de ser necesario, también sigue siendo elevada. Como muestra el gráfico, en vista de la diferencia entre la evaluación de base de las calificadoras de riesgo —que muestra el perfil de riesgo sin apoyo estatal— y la calificación final, los mercados percibieron que Pemex es la empresa que más probabilidades tiene de recibir respaldo público en caso de necesidad, seguida de la chilena CODELCO. Afianzar más los fundamentos de estas empresas será crítico para mejorar los perfiles crediticios propios y los de las entidades soberanas.

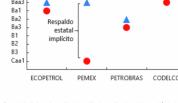
Dependencia de los gobiernos respecto de las empresas estatales y respaldo supuesto

Transferencias a los gobiernos (Como proporción del ingreso total del gobierno general)



Fuentes: Autoridades nacionales; Moody's Analytics; Inco y estimaciones del personal Moneta del FMI.

Calificación de base y final (Últimos datos)



Fuentes: Autoridades nacionales; Moody's Analytics; Inco y estimaciones del personal Moneta del FMI.

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL

La evolución de las empresas estatales

Tras el colapso de los precios de las materias primas y en medio de una sustancial depreciación de la moneda, los coeficientes de apalancamiento de las cuatro empresas estatales sufrieron un marcado deterioro en 2015-16 (como puede observarse en el panel 1 del gráfico). Eso se sumó a una fuerte expansión de la deuda, denominado mayormente en moneda extranjera, y a pérdidas de valoración de los activos.

Excepto en el caso de Pemex, estas empresas lograron reducirlos —como en el caso de Petrobras— amortizando la deuda que venía. La reducción de los pasivos era necesaria para compensar las pérdidas de valoración de los activos —principalmente, plantas y equipos— causadas por el nivel persistentemente bajo de los precios de las materias primas (véanse los paneles 2 y 3). En cambio, el deterioro sufrido por Pemex de ambos lados de la hoja del balance empeoró su situación patrimonial (véase el panel 4).

Dinámica de los balances de las empresas estatales, 2013-2018



Fuentes: Bloomberg Finance L.P.; DataStream; y estimaciones del personal Moneta del FMI.

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL

La reciente mejora de los indicadores de operación de estas empresas en fruto de sus exitosas estrategias de eficiencia y optimización del gasto. En consecuencia, los indicadores de generación de efectivo han mejorado (véase el gráfico sobre indicadores financieros).

Indicadores financieros de las empresas estatales

Fujos de caja libres (Millones de dólares de EE.UU.)



Márgenes operativos de EBITDA (Como porcentaje del ingreso total)



FONDO MONETARIO INTERNACIONAL

Al igual que la mayoría de los productores de materias primas del mundo, CODELCO, Pemex, Petrobras y **Ecopetrol** han tenido que recortar drásticamente el gasto de capital que habían planificado, debido a un menor flujo de caja y la moderación de las perspectivas del sector. De las cuatro empresas, Petrobras es la única que pudo incrementar la producción el año pasado, en parte gracias a la amplia inversión que realizó en campos petrolíferos de gresal altamente productivos, actualmente generadores de alrededor de 50 por ciento de su producción.

Como la producción naturalmente agota las reservas, es necesario incrementar la inversión en exploración y ajustar los campos en servicio a fin de mantener los niveles de producción actuales. Ahora bien, las perspectivas de producción de las tres empresas productoras de petróleo se ven empañadas por la profundidad de sus proyectos de prospección, debido a que estos proyectos se desarrollarán en aguas profundas o ultraprofundas o dependen de recursos no convencionales.

Mayor gobernanza, eficiencia y rentabilidad

Además del colapso de los precios y los ingresos, las recientes investigaciones por corrupción han dificultado a algunas de estas empresas estatales la tarea de movilizar fondos y han sido un importante obstáculo a las reformas estructurales. Sin embargo, varias han adoptado claros códigos y directrices sobre publicación de información relacionada con las políticas y prácticas de gobernanza (por ejemplo, CODELCO y Petrobras, en su sitio web).

Pero la transparencia puede reforzarse más mediante una divulgación más detallada del gasto cuantitativa y de la adjudicación de contratos de adquisición, ambos ámbitos muy susceptibles de ser mal administrados. Asimismo, sería importante mejorar la supervisión y la información disponible sobre las operaciones de las empresas estatales.

La experiencia reciente demuestra también que estas empresas pueden mejorar la eficiencia y la rentabilidad con planes de negocios debidamente considerados. La mejora del perfil de riesgo de Petrobras tras la reestructuración y la reorientación de la estrategia comercial, a pesar incluso de los cambios regulatorios de los precios de los combustibles que estimularon la competencia en algunos de sus segmentos de actividad, hace pensar que otras empresas estatales podrían adoptar estrategias similares, fortalecer sus fundamentos y continuar contribuyendo a la economía y a las finanzas públicas.

Si bien es necesario incrementar la inversión para apuntalar la producción de estas cuatro empresas, algunas deberían reforzar sus propios fundamentos financieros antes de lanzar ambiciosos proyectos de inversión.



SE EL PRIMERO EN COMENTAR

Dejar una contestación

Tu dirección de correo electrónico no será publicada.

Comentario

Nombre*

Correo electrónico*

Sitio web

Guarda mi nombre, correo electrónico, y web en este navegador para la próxima vez que comente.

MÁS DE REVISTA CORRIENTES

- Presidente Duque anuncia 23 medidas para la protección de los excombatientes que están en proceso de reincorporación**
28 junio, 2019 0
- Nuevas formas de comunicación se afianzan en sociedades abiertas y estados autoritarios**
28 junio, 2019 0
- Duque pide en la OEA lograr la libertad de Venezuela de la "dictadura"**
27 junio, 2019 0
- Pantalla & Dial: Despliegue masivo de periodistas lesiona la democracia**
27 junio, 2019 0
- Gritos colombianos (Tierralta, Córdoba)**
27 junio, 2019 0

COMENTARIOS RECIENTES

- Nicolas Barrios en **Pantalla & Dial: Despliegue masivo de periodistas lesiona la democracia**
- Jairo Hurtado en **La Colombia de Quiroz marca el paso en la Copa América**
- Nicolas Barrios en **Pantalla & Dial: William Vergara Baterra y Dinjokoy**
- cofidem | El Notiflco de Botero en **Trump y AMLO no los detendrán**
- cofidem | El Notiflco de Botero en **Los confidenciales de la prensa**