

## Contactos

**Edgar González**Asociado de Economía  
edgar.gonzalez@hrratings.com**Jordy Juvera**Asociado Sr. de Economía  
jordy.juvera@hrratings.com**Félix Boni**Director General de Análisis  
felix.boni@hrratings.com

## HR Ratings comenta respecto a las implicaciones de la caída en los precios del petróleo, las coberturas y las limitaciones de los ingresos del gobierno federal derivados del FEIP

Las implicaciones de la caída en los precios internacionales del petróleo y su posible mitigación derivada por la contratación de coberturas son múltiples, y dependen en gran medida de la política fiscal que implemente el gobierno federal. En este reporte examinamos el historial de las coberturas para 2015 y 2016, como base para estimar lo que podría pasar este año y las limitaciones que imponen las reglas de operación del FEIP, las cuales podrían reducir los ingresos que recibirá el gobierno federal.

Entre los años 2015 y 2016, los ingresos provenientes de la activación de las coberturas no necesariamente resultaron en que los ingresos petroleros observados alcanzarán el monto originalmente presupuestado. Para 2020, dependiendo de la volatilidad del precio del petróleo en el transcurso del año, es posible que el gobierno federal no vaya a recibir la totalidad de los ingresos que captaría el FEIP por la activación de la cobertura. Lo anterior derivado del hecho de que las reglas actuales del FEIP limitan el monto que puede entregarse al gobierno federal como producto de la caída en los ingresos presupuestarios a cerca de P\$80mm.

En otro reporte examinaremos la evolución de los ingresos petroleros del sector público, enfocándonos en el cambio de Pemex de exportador neto de hidrocarburos, en términos de valor, a un importador. Esto ha cambiado la relevancia de las coberturas, dando mayor importancia para el gobierno federal, a los ingresos internos de Pemex y a la recaudación del IEPS<sup>1</sup> sobre los combustibles. Esto asume mayor relevancia dada la aparente pérdida de participación por parte de Pemex en el mercado nacional.

### Las coberturas

Los contratos de cobertura adquiridos por el gobierno federal cada año, tienen el fin de proteger sus ingresos petroleros cuando el precio de las exportaciones de crudo de Pemex cae por debajo del presupuestado en la Ley de Ingresos de la Federación (LIF) correspondiente. Para evaluar el impacto de las coberturas es importante entender su función y el mecanismo de operación.

Las coberturas se contratan para proteger los ingresos petroleros del gobierno federal, no los ingresos de Pemex. Pemex, a su vez puede contratar sus propias coberturas, un ejercicio que ha realizado desde el 2017. Cuando Pemex recibe ingresos petroleros, por medio de sus ingresos internos o externos netos, transfiere una parte de estos al Fondo Mexicano de Petróleo (FMP) que se registra en la cuenta de Derechos y Enteros (D&E). Asimismo, el FMP manda casi la totalidad de estos ingresos al gobierno federal. La diferencia entre lo que paga Pemex en los D&E y lo que recibe el gobierno federal del FMP (que representa casi la totalidad de sus ingresos petroleros) es lo que permanece en el FMP.

Los ingresos que recibe el gobierno federal cuando se activa un contrato de cobertura no se registra en la cuenta de sus ingresos petroleros. Estos ingresos los reciben el gobierno

---

<sup>1</sup> Impuesto Especial sobre Producción y Servicios.

# El Petróleo y las Coberturas

## México

Reporte Económico

23 de marzo de 2020

federal a través del FEIP<sup>2</sup> y entra en la cuenta de Ingresos no Tributarios como un Aprovechamiento.

En este sentido, es importante considerar que, aunque la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP) coordina la compra de las coberturas, utilizando al Banco de México (Banxico) como agente financiero, es el FEIP quien paga el costo de las coberturas y el que recibe los ingresos en caso de activar la opción de cobertura.

En teoría, el ingreso que se busca recibir de las coberturas es un monto necesario para que compense los menores ingresos que recibe el gobierno federal por parte del FMP, los cuales provienen de los D&E. En consecuencia, los contratos normalmente no cubren la totalidad de las exportaciones de Pemex estimadas en la LIF<sup>3</sup>.

Adicionalmente, en los comunicados emitidos por la SHCP relacionados con la contratación de las coberturas petroleras, no se indica exactamente el monto contratado a cubrir para el siguiente año<sup>4</sup>. Con base en la información dada a conocer por la SHCP, estimamos que para 2020 el número de barriles cubiertos podría llegar a 590 miles de barriles diarios (mbd) de los 1,134 mbd estimados para la plataforma de exportación en los Criterios Generales de Política Económica (CGPE). Esto resultaría en un total de 215 millones de barriles cubiertos durante 2020 con respecto a los 414 millones de barriles de la plataforma de exportación<sup>5</sup>.

Suponiendo un precio promedio de 22 dpb durante 2020, con respecto a los 49 dpb presupuestados, los ingresos por los contratos alcanzarían los US\$5,815 millones equivalente a P\$126mm<sup>6</sup>. Es importante recordar que estos ingresos serían del FEIP y no del gobierno federal. El monto que transferiría el FEIP al gobierno federal por medio de la cuenta de aprovechamientos depende de las reglas que determinan los montos que recibe el gobierno federal cuando los ingresos *presupuestarios* no alcanzan el monto establecido en la LIF.

Una de estas reglas especifica que en 2020 el gobierno federal no puede recibir más de P\$79mm del FEIP, o la mitad del saldo al cierre de 2019<sup>7</sup>, lo cual fue de P\$158.5mm. Por lo tanto, en este escenario el FEIP se quedaría con el remanente de P\$47mm. Con esto, es posible que el FEIP pudiera cerrar 2020 con un saldo de aproximadamente P\$190mm (incluyendo ingresos por intereses y el pago de las coberturas para 2021).

Considerando lo anterior, es útil examinar lo que ha pasado en años anteriores cuándo los ingresos por coberturas representaban montos importantes. Los resultados de este análisis se pueden ver en la Tabla 1. Los dos años relevantes son 2015 y 2016 cuando, de acuerdo

<sup>2</sup> Fondo para la Estabilización de los Ingresos Presupuestarios.

<sup>3</sup> Las exportaciones se miden en términos de barriles totales a un precio en dólares por barril (dpb) determinado.

<sup>4</sup> Esta información se considera confidencial por un periodo de tiempo, debido a que en caso de conocerse podría incrementar el costo de las coberturas.

<sup>5</sup> Entendemos que la elaboración del presupuesto se hace en términos de miles de barriles exportados al día (con un precio estimado, siendo US\$49 para 2020) mientras que los contratos cubren un número total de barriles para el año.

<sup>6</sup> En este ejercicio se asume un tipo de cambio promedio de US\$21.7 y un precio promedio de 22 dpb durante 2020. De esta manera, la diferencia entre los 49 dpb y los 22 dpb equivalente a 27 dpb cubre los 215 millones barriles que resultan en un monto de P\$126mm.

<sup>7</sup> Con base en las Reglas de Operación del Fondo. Para 2020 los egresos estimados del FEIP estarán conformados por la transferencia al gobierno federal por P\$79.3mm y el pago de coberturas para 2021 por P\$24mm de acuerdo con estimaciones realizadas por HR Ratings.

# El Petróleo y las Coberturas

## México

Reporte Económico

23 de marzo de 2020

con nuestras estimaciones el precio que recibió Pemex por sus exportaciones alcanzó US\$43.13 y US\$35.75, respectivamente, habiendo presupuestado US\$82 y US\$50<sup>8</sup>.

La tabla presentada a continuación indica que originalmente se habían calculado ingresos presupuestarios petroleros por P\$1,195.8mm y P\$884.4mm para 2015 y 2016 respectivamente, dividido entre Pemex y el gobierno federal. Estimamos que Pemex terminó recibiendo P\$429mm y P\$320mm vs. lo presupuestado de P\$440mm y P\$398mm.

En el caso del gobierno federal, estimamos que recibieron ingresos “petroleros con coberturas” por P\$522mm y P\$362mm y no los P\$756mm y P\$486mm originalmente presupuestado en la LIF para 2015 y 2016. Formalmente, como ingreso petrolero el gobierno federal terminó reportando entradas por P\$414mm y P\$308mm. El cálculo anteriormente dado incluye ingresos del FEIP, derivado de las coberturas, por P\$107.5mm y P\$53.7mm para 2015 y 2016 respectivamente. Aunque estos recursos fueron consecuencia de la activación de los contratos de cobertura petrolera, se registraron como ingresos presupuestarios no-tributarios.

<b>Análisis del efecto de las Coberturas Petroleras en Años Anteriores</b>			
<b>Ingresos en millones de pesos</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
<b>Ingresos petroleros originalmente presupuestados</b>	<b>1,195,800</b>	<b>884,440</b>	<b>787,318</b>
Gobierno Federal	756,093	486,047	386,902
Pemex	439,707	398,393	400,416
<b>Ingresos petroleros observados</b>	<b>843,434</b>	<b>628,048</b>	<b>827,150</b>
Gobierno Federal	414,424	308,142	437,346
Pemex*	429,009	319,906	389,804
<b>Ingresos petroleros observados con coberturas</b>	<b>950,946</b>	<b>681,786</b>	<b>827,150</b>
Gobierno Federal	521,936	361,880	437,346
Directo	414,424	308,142	437,346
Por Ingresos no-tributarios**	107,512	53,738	0
Pemex	429,009	319,906	389,804
Precio de petróleo presupuestado (US\$pb)	82.00	50.00	42.00
Precio de petróleo efectivo observado (US\$pb)	43.13	35.75	46.78
Plataforma de exportación de crudo presupuestado (mbd)	1,090	1,091	775
Exportaciones observadas (mbd)	1,172	1,194	1,174

Fuente: HR Ratings basado en reportes de la SHCP.

\*En 2016 no incluye aportación del Gobierno Federal en forma de pasivos laborales por P\$161.1mm.

\*\*Ingresos derivados de contratos de coberturas.

Por lo tanto, con las coberturas, estimamos que el gobierno federal recibió el 69% y 74% de los ingresos petroleros considerados en el LIF para 2015 y 2016.

<sup>8</sup> Estimamos el precio realizado con base en la totalidad de las exportaciones por crudo dividido entre las exportaciones anuales. Esto no necesariamente corresponde al precio promedio mensual.

## HR Ratings Contactos Dirección

### Presidencia del Consejo de Administración y Dirección General

#### Presidente del Consejo de Administración

Alberto I. Ramos +52 55 1500 3130  
alberto.ramos@hrratings.com

#### Director General

Fernando Montes de Oca +52 55 1500 3130  
fernando.montesdeoca@hrratings.com

#### Vicepresidente del Consejo de Administración

Aníbal Habeica +52 55 1500 3130  
anibal.habeica@hrratings.com

### Análisis

#### Dirección General de Análisis

Felix Boni +52 55 1500 3133  
felix.boni@hrratings.com

#### Finanzas Públicas Quirografarias / Soberanos

Ricardo Gallegos +52 55 1500 3139  
ricardo.gallegos@hrratings.com

Álvaro Rodríguez +52 55 1500 3147  
alvaro.rodriguez@hrratings.com

#### Instituciones Financieras / ABS

Angel García +52 55 1253 6549  
angel.garcia@hrratings.com

#### Metodologías

Alfonso Sales +52 55 1253 3140  
alfonso.sales@hrratings.com

#### Dirección General Adjunta de Análisis

Pedro Latapí +52 55 8647 3845  
pedro.latapi@hrratings.com

#### Finanzas Públicas Estructuradas / Infraestructura

Roberto Ballinez +52 55 1500 3143  
roberto.ballinez@hrratings.com

Roberto Soto +52 55 1500 3148  
roberto.soto@hrratings.com

#### Deuda Corporativa / ABS

Luis Miranda +52 55 1500 3146  
luis.miranda@hrratings.com

José Luis Cano +52 55 1500 0763  
jose.luis.cano@hrratings.com

### Regulación

#### Dirección General de Riesgos

Rogelio Argüelles +52 181 8187 9309  
rogelio.arguelles@hrratings.com

#### Dirección General de Cumplimiento

Alejandra Medina +52 55 1500 0761  
alejandra.medina@hrratings.com

### Negocios

#### Dirección General de Desarrollo de Negocios

Francisco Valle +52 55 1500 3134  
francisco.valle@hrratings.com



**HR Ratings de México, S.A. de C.V. (HR Ratings), es una institución calificadoradora de valores autorizada por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV), registrada ante la Securities and Exchange Commission (SEC) como una Nationally Recognized Statistical Rating Organization (NRSRO) para los activos de finanzas públicas, corporativos e instituciones financieras, según lo descrito en la cláusula (v) de la Sección 3(a)(62)(A) de la U.S. Securities Exchange Act de 1934 y certificada como una Credit Rating Agency (CRA) por la European Securities and Markets Authority (ESMA).**

Las calificaciones y/u opiniones de HR Ratings de México S.A. de C.V. (HR Ratings) son opiniones con respecto a la calidad crediticia y/o a la capacidad de administración de activos, o relativas al desempeño de las labores encaminadas al cumplimiento del objeto social, por parte de sociedades emisoras y demás entidades o sectores, y se basan exclusivamente en las características de la entidad, emisión y/u operación, con independencia de cualquier actividad de negocio entre HR Ratings y la entidad o emisora. Las calificaciones y/u opiniones otorgadas se emiten en nombre de HR Ratings y no de su personal directivo o técnico y no constituyen recomendaciones para comprar, vender o mantener algún instrumento, ni para llevar a cabo algún tipo de negocio, inversión u operación, y pueden estar sujetas a actualizaciones en cualquier momento, de conformidad con las metodologías de calificación de HR Ratings, en términos de lo dispuesto en el artículo 7, fracción II y/o III, según corresponda, de las "Disposiciones de carácter general aplicables a las emisoras de valores y a otros participantes del mercado de valores".

HR Ratings basa sus calificaciones y/u opiniones en información obtenida de fuentes que son consideradas como precisas y confiables, sin embargo, no valida, garantiza, ni certifica la precisión, exactitud o totalidad de cualquier información y no es responsable de cualquier error u omisión o por los resultados obtenidos por el uso de esa información. La mayoría de las emisoras de instrumentos de deuda calificadas por HR Ratings han pagado una cuota de calificación crediticia basada en el monto y tipo de emisión. La bondad del instrumento o solvencia de la emisora y, en su caso, la opinión sobre la capacidad de una entidad con respecto a la administración de activos y desempeño de su objeto social podrán verse modificadas, lo cual afectará, en su caso, al alza o a la baja la calificación, sin que ello implique responsabilidad alguna a cargo de HR Ratings. HR Ratings emite sus calificaciones y/u opiniones de manera ética y con apego a las sanas prácticas de mercado y a la normativa aplicable que se encuentra contenida en la página de la propia calificadoradora [www.hrratings.com](http://www.hrratings.com), donde se pueden consultar documentos como el Código de Conducta, las metodologías o criterios de calificación y las calificaciones vigentes.

Las calificaciones y/u opiniones que emite HR Ratings consideran un análisis de la calidad crediticia relativa de una entidad, emisora y/o emisión, por lo que no necesariamente reflejan una probabilidad estadística de incumplimiento de pago, entendiéndose como tal, la imposibilidad o falta de voluntad de una entidad o emisora para cumplir con sus obligaciones contractuales de pago, con lo cual los acreedores y/o tenedores se ven forzados a tomar medidas para recuperar su inversión, incluso, a reestructurar la deuda debido a una situación de estrés enfrentada por el deudor. No obstante lo anterior, para darle mayor validez a nuestras opiniones de calidad crediticia, nuestra metodología considera escenarios de estrés como complemento del análisis elaborado sobre un escenario base. Los honorarios que HR Ratings recibe por parte de los emisores generalmente varían desde US\$1,000 a US\$1,000,000 (o el equivalente en otra moneda) por emisión. En algunos casos, HR Ratings calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular por una cuota anual. Se estima que las cuotas anuales varíen entre US\$5,000 y US\$2,000,000 (o el equivalente en otra moneda).