



Comité Latino Americano de Asuntos Financieros
Latin American Committee on Macroeconomic and Financial Issues
Comitê Latino Americano de Assuntos Financeiros

Declaração No. 41

Washington D.C., 2 de julho de 2019

**Riscos Financeiros do México: Tornando Pemex Solvente para um
México Solvente**

I. Condições iniciais

Os riscos financeiros do México e as políticas adotadas pela nova administração não podem ser adequadamente avaliados sem o reconhecimento dos aspectos chaves que caracterizam as seguintes condições iniciais:

- O desempenho do crescimento da renda per capita segue vagaroso, já há muitos anos, e as atuais estimativas indicam uma continuidade dessa desaceleração. Nos últimos 25 anos o México teve um dos piores desempenhos de crescimento da América Latina, com um pífio crescimento da produtividade total de fatores. Os fatores estruturais tais como desigualdade, um sistema tributário e previdenciário ineficiente, os altos níveis de corrupção e de crimes violentos são os principais impedimentos do crescimento, a despeito de um grande fortalecimento da estrutura de política macrofinanceira e de uma significativa integração internacional. Os dados correntes sugerem que o crescimento econômico caiu para

a metade, ficando ao redor de 1% em 2019, principalmente devido a um forte declínio do investimento e a um recente arrefecimento do consumo.

- Desde os 1990s, o México conquistou progressos significativos num número de frentes. O México adotou um regime de taxas flexíveis de câmbio, consolidou a independência do banco central, e desenvolveu um abrangente mercado de dívida baseado na moeda doméstica. O México está sendo capaz de manter consistentemente um viável balanço das contas correntes, presentemente com um déficit de cerca de 1.5% do PIB.
- O México está altamente integrado nas finanças e no comércio internacional. A integração financeira coloca o País numa potencial exposição para mudanças na confiança dos investidores estrangeiros. O País, atualmente, apresenta uma das mais diversificadas estruturas de exportação da região. Desde a criação da NAFTA, o México tornou-se especialmente integrado na economia dos Estados Unidos, repartindo um ciclo econômico mais sincronizado. Cerca de 80% das exportações do México se direcionam aos Estados Unidos, representando 28% do PIB.

A subida para o poder de Andrés Manuel Lopez Obrador (AMLO), apoiado por uma enorme maioria, foi visto inicialmente pelos mercados como um possível retorno às políticas populistas. Seu suporte popular doméstico ancorou-se numa agenda de anticorrupção e anticrime. De maneira atípica às experiências populistas, AMLO prometeu aderência para a responsabilidade fiscal, sem voltar-se para iminentes aumentos de impostos. No entanto, sua estratégia de desenvolvimento está centrada em incrementar o papel do governo nos setores de energia, investimento em infraestrutura e desenvolvimento financeiro.

Nas próximas seções, vamos identificar alguns dos principais riscos econômicos e financeiros, e as ações potenciais para mitigá-los.

II. Desafios externos

As condições financeiras globais permanecem geralmente favoráveis, mas o crescimento global está arrefecendo, caminhando para 3%, e o balanço dos riscos tende para um cenário de queda. Nos Estados Unidos, a atividade econômica caminha para uma diminuição dos 2.9% alcançados em 2018. As previsões “*Consensus forecast*” para 2019

e 2020 estão centradas ao redor de 1% a 2%. O canal de comércio vai transmitir esse ciclo de baixa para o México, exacerbando a contração observada no primeiro semestre de 2019.

Retornando para a política monetária, se antecipa que a “*US Federal Reserve*” está voltada para um modesto ciclo de afrouxamento, começando em julho de 2019. Se espera que a *FOMC* irá cortar as “*Federal Fund rates*” por 25 bps, e os “*US interest rate futures*” precificam um “*total easing cycle*” de 75 bps. Esses desenvolvimentos provavelmente irão encorajar o Banco do México para começar em breve a cortar as taxas de juros. Os mercados locais no México já estão precificando um “*easing cycle*” alcançando 75 bps. O Banco do México (*Banxico*) manteve uma atividade agressiva na política monetária, aumentando sua “*policy rate*” para 8 ¼%. O grande diferencial de taxas de juros em favor dos ativos denominados em peso estimulou os “*corporate treasurers*” e “*traders*” a se beneficiar das generosas oportunidades de “*carry-trade*”.

O protecionismo comercial e a política de barreiras imigratórias dos Estados Unidos vão ser outros fatores chave externos impactando a economia mexicana. Esses temas receberam grande destaque na eleição presidencial de 2016 nos Estados Unidos. Em primeiro de outubro de 2018, os Estados Unidos, Canadá e México concordaram com um novo “*trade deal*”, substituindo a NAFTA com o “*United States-Mexico-Canada Agreement*” (USMCA).

Do ponto de vista do México, as mudanças substanciais em relação ao acordo original incluíram requisitos salariais mais altos e regras de conteúdo para a indústria de manufatura automobilística, e uma cláusula “*sunset clause*” de seis anos. O “*trade deal*” necessita ser ratificado por meio de legislação, o que poderá levar meses de trabalho. O México foi o primeiro país desse “*trade deal*” a responder. Em 19 de junho de 2019, o Senado Mexicano aprovou o USMCA por uma significativa maioria.

Recentemente, os Estados Unidos ameaçaram aumentar as tarifas de importação incidindo sobre produtos mexicanos, a não ser que o México ajudasse a conter o fluxo de imigração da Guatemala, Honduras e El Salvador para os Estados Unidos através do México. Os assuntos prementes de imigração vão continuar a impor desafios políticos significativos para a administração de AMLO.

III. Os desafios domésticos do México

Embora a NAFTA (1994) tenha gerado expectativas positivas para as perspectivas de desenvolvimento do país, elas acabaram não se materializando. Considerando que houve um crescimento médio de 2.5% por ano desde a NAFTA, a maior contribuição para essa taxa de crescimento adveio do aumento da população, seguido por uma muito menor contribuição do investimento e de uma contribuição zero da produtividade total dos fatores.

Este desapontador desempenho do crescimento é intrigante, tendo em vista a expansão e diversificação do setor “*tradable*” do México, centrado numa forte base de manufaturas. Muito embora esse setor tenha alavancado o crescimento nas áreas nordeste e central do México, ele falhou em promover o crescimento no restante do País. Esse fracasso deve-se em grande parte às significativas e crescentes distorções microeconômicas que inibem a alocação eficiente dos recursos domésticos e criam incentivos para que a maior parte das empresas permaneçam muito pequenas em tamanho e em sua maior parte com organização familiar. Tais incentivos são causados por um sistema tributário e regulatório segmentado, que coloca grande parte desse ônus sobre as empresas maiores e mais eficientes, ao mesmo tempo que protege as pequenas firmas de pagarem as devidas contribuições tributárias e previdenciárias, redundando num baixo provisionamento para os trabalhadores dos benefícios dos serviços de saúde e de previdência social.

Um obstáculo adicional ao crescimento decorre das deficiências crônicas do sistema judicial. Por um lado, o “*enforcement*” de contratos impede a interconexão das empresas aos mercados de produtos e insumos com a totalidade do País. Por outro lado, os crescentes níveis de corrupção e de crimes relacionados com o tráfico de drogas estão também diretamente ligados ao baixo cumprimento das leis, aumentando o custo de se realizar negócios.

Os problemas associados com as distorções apontadas acima são agravados pelo significativo declínio cíclico que a economia está sofrendo. Nesse contexto, ao invés de atacar as distorções microeconômicas, parece que o governo está respondendo com uma massiva realocação das despesas públicas com a finalidade de aumentar o papel do Estado nos setores de energia, infraestrutura e desenvolvimento financeiro.

Em vista do declínio das receitas fiscais de petróleo e outras fontes, o governo AMLO tem dependido até agora de massivas reduções de gastos. Em particular, cortes que afetam

empregos no setor público e salários, e o cancelamento de grandes projetos de infraestrutura (e.g., o aeroporto de Texcoco) e de vários programas sociais tais como Prospera, Estancias Infantiles, e no setor de saúde. Esses cortes de despesas parecem visar a criação de espaço para investimentos novos e investimentos públicos planejados nos setores de energia e infraestrutura, em particular na construção de uma refinaria e no financiamento de investimentos na exploração e extração da Pemex, substituindo contratos em vigor com o setor privado.

Ademais, o governo anunciou a construção de um novo Aeroporto e de uma ferrovia na Península de Yucatan, sem que houvesse uma apropriada avaliação de retornos sociais e uma elaboração de estudos de viabilidade. Desse modo, a redução das despesas governamentais está diminuindo a qualidade total dos gastos governamentais, tornando mais arbitrária as decisões de despesas, e está exacerbando a queda na atividade econômica. Esta estratégia cria preocupações sobre sua viabilidade e pode terminar aumentando o risco do país.

A crise imigratória está criando riscos fiscais adicionais. Embora não haja estimativas dos custos fiscais de manter os abrigos para migrantes na fronteira e para mobilizar a Guarda Nacional, outras experiências ao redor do mundo sugerem que o custo fiscal não é negligenciável e pode alcançar 0.5% do PIB.

Pemex

A Pemex é de longe o mais importante problema fiscal enfrentado pela administração AMLO. A falta de investimentos em exploração e extração provocou uma firme redução na produção de petróleo, muito embora a empresa já emitiu um grande estoque de dívida nos mercados internacionais. Os investidores estão ficando mais desgastados em reter *Pemex bonds* e, em seguida do *downgrade* do risco de crédito, o “*spread differential*” entre Pemex e o “*sovereign*” aumentou em 100 “*basis points*”.

IV. A Avaliação pelo Mercado de Capitais dos riscos “*sovereign*” e Pemex

Os mercados de capitais até o momento mantiveram uma avaliação favorável do “*sovereign*”. Atualmente, os mercados externo e doméstico estão precificando que a administração AMLO irá respeitar a vigente estrutura macroeconômica. O “*Sovereign risk*” medido pelos “*spreads*” em “*5-year CDS*” estão num nível historicamente muito

baixos (110 bps). A “*local yield curve*” (TIIE) deslocou-se para baixo por quase 100 bp através da “*entire term structure*”. A alta das taxas de juros reais doméstica, a forte posição de reservas internacionais, o “*FCL credit line*” com o FMI, e o “*Banxico’s program of non-deliverable forwards*” no valor de US\$20 bilhões contribuíram para a estabilidade da taxa de câmbio. O Peso mexicano depreciou cerca de 5% desde que AMLO iniciou sua presidência. Finalmente, o “*open interest in futures markets*” permanece em níveis normais e o Peso está sendo negociado com um “*small forward discount*” de 8%.

Todavia, existem três sinais do mercado financeiro que contam uma história diferente.

Primeiro, os mercados de ações mexicano estão “*sold off steadily*”, reduzindo o “*market’s P/E ratio*” para 12.8x, ficando na mesma ordem de magnitude dos “*P/E ratios*” para Argentina e Brasil. Para o México, isto representa um agudo declínio de um pico de 19.5x em 2016, o qual estava em linha com as “*US equity market valuations*”. O declínio em “*P/E ratios*” reflete expectativas de um menor futuro crescimento real do PIB e de maiores taxas reais de juros no México.

Segundo, os “*spreads*” da “*Pemex hard currency debt*” se descolaram do “*sovereign*” e ampliaram por quase 100 bps, em grande parte refletindo o “*downgrade*” da “*Pemex hard-currency debt*” pela Fitch Ratings para “*junk bond status (BB+)*”. Nos próximos 4 anos, a empresa enfrenta “*external maturities*” por cerca de US\$ 20 bilhões.

Terceiro, em junho de 2019, as agências de rating S&P’s e Moody’s “*downgraded*” o “*credit outlook for the sovereign*” para negativo; e a agência de rating Fitch Ratings “*downgraded the sovereign to BBB with negative outlook*”. As agências comentaram que o “*strong investment grade rating (BBB+ for S&P)*” corre risco, e que existe uma razoável possibilidade para que ocorra um “*credit rating downgrade*” dentro do ano ou ao seu redor. As agências de rating têm manifestado preocupações sobre como a administração AMLO vai responder aos desafios externos e domésticos discutidos anteriormente.

Com respeito à sustentabilidade da dívida pública, o México reportou que a dívida pública bruta está ao redor de 53% do PIB. O “*public debt ratio*” está aumentando nos anos recentes e o seu perfil de risco está deteriorando. Uma parte significativa da dívida pública está denominada em moeda estrangeira e uma crescente parcela da dívida em moeda doméstica está em posse de investidores estrangeiros. Ademais, existe um estoque significativo da dívida pública federal, emitida pelas operações de “*open market*” do

Banxico, que não está incluída nas estatísticas agregadas da dívida pública. As estimativas desse “*debt outstanding*” mostram valores ao redor de 25% do PIB em 2016. Caso essa dívida seja incluída na definição de dívida bruta, isso pode tornar a razão entre dívida e PIB inconsistente com o atual “*current BBB+ credit risk rating*”.

Dado a dependência do México de financiamento externo, um “*sovereign rating downgrade*” ou uma deterioração adicional das condições financeiras da Pemex pode afetar severamente os influxos de capital para o País. Isso poderia alargar os “*sovereign spreads*” e “*corporate credit spreads*”, e o Peso mexicano poderia se enfraquecer.

V. O que deve ser feito ou não para evitar um “*sovereign credit-risk downgrade*”

No ambiente da crescente incerteza global, evitar os erros de política pode implicar num alto prêmio. Os desafios para o México são amplos. Vamos a seguir focalizar nos mais prementes riscos financeiros e oferecer recomendações para sua mitigação.

O Comitê acredita que a tarefa mais importante do governo é se concentrar na situação crítica do Pemex. Para ser específico, a Pemex necessita ter um plano de ação detalhado para lidar com sua debilitada situação financeira e sua produção e exploração declinantes. A redução da carga tributária da Pemex feita por AMLO é um bom começo, mas sua situação de dívida permanece extremamente precária, tendo em vista as grandes amortizações da dívida que terão de ser feitas nos próximos vencimentos. Isso requer uma ousada reestruturação da empresa, que inclui várias ações prioritárias: i) crescer os lucros da empresa, via cortes das despesas operacionais e eliminação de vazamentos; ii) reestruturar a gestão e governança corporativa; iii) redirecionar as poupanças para investir em R&D para exploração de petróleo e gás natural em águas profundas; iv) atuar numa abrangente gestão de ativos e passivos, vendendo alguns dos “*non-core assets*” para permitir uma redução significativa do peso da dívida e para diminuir a alavancagem da empresa.

O Comitê acredita que a reestruturação corporativa da Pemex deve ser complementada por outras ações, tais como: i) reinstalar o papel da “*Commission of Hydrocarbons*”; ii) reconsiderar o cancelamento de contratos com o setor privado; iii) acautelar-se de novos projetos de grande escala, que sejam mal planejados, como a refinaria Dos Bocas (que

poderia desviar o uso de fundos escassos para usos menos produtivos); e iv) atrair novos financiamentos privados para investimentos em exploração e extração.

O Comitê acredita que um abrangente plano de reestruturação corporativa pode evitar a crise de dívida da Pemex. No momento, a Pemex está num curso de colisão que a pode conduzir para a reestruturação da dívida. A crise na Pemex poderia inclusive contaminar o “*credit rating*” do México, que, caso fosse classificado como “*below investment grade*”, poderia deflagrar um desinvestimento imediato em ativos mexicanos por parte de muitos investidores institucionais de grande porte, tais como fundos mútuos e de pensão resultantes de mandatos de investimento.

O governo atingiu no curto prazo os objetivos do seu balanço primário ao compensar uma aguda queda nas receitas com um corte draconiano nos gastos. Muito embora a racionalização das despesas correntes seja necessária, o Comitê acredita que o sucesso do plano governamental de usar superávits primários para financiar projetos de gastos públicos vai requerer estudos de viabilidade que sejam bem detalhados e substantivos. Nesse sentido, projetos tais como os Refinaria Dos Bocas, Trem Maya, Aeroporto Santa Lucia devem ser revisados. De maneira similar, vale a pena reconsiderar as decisões de cancelamento de projetos que já estão em fase adiantada de execução, tais como o Aeroporto Texcoco e a rodovia Toluca-Naucalpan.

O Comitê Latino Americano de Assuntos Macroeconômicos e Financeiros (CLAAF) reconhece agradecidamente o apoio financeiro do Center for Global Development, o Banco de la Ciudad de Buenos Aires, o Banco Central do Chile e FLAR por financiar as atividades durante 2019. O Comitê agradece a Diego Castrillón por seu suporte na feitura dessa Declaração. O Comitê é totalmente independente e autônomo em redigir suas declarações.

Esta declaração foi redigida conjuntamente por:

Laura Alfaro, Warren Alpert Professor of Business Administration, Harvard Business School; former Minister of Planning and Economic Policy, Costa Rica.

Augusto de la Torre, ex economista jefe, Banco Mundial, ex governador, Banco Central do Equador.

Guillermo Calvo, professor, Universidad de Columbia; ex economista jefe, Banco Interamericano de Desarrollo.

Roque B. Fernández, professor de Economía, Universidad UCEMA; ex ministro de Economía, Argentina.

Pablo E. Guidotti, professor, Universidad Torcuato di Tella; ex viceministro de Finanzas, Argentina.

Paulo Leme, Executivo em Residência, Professor de Finanças, Miami Business School, Universidade de Miami.

Enrique Mendoza, Presidential Professor of Economics, University of Pennsylvania. Director, Penn Institute for Economic Research.

Guillermo Perry, Non-resident Fellow, Center for Global Development; professor, University of the Andes; ex ministro de Finanzas, Colombia.

Carmen Reinhart, Minos A. Zombanakis Professor of the International Financial System, Harvard Kennedy School, USA.

Liliana Rojas-Suarez, presidente, CLAAF; Directora de la Iniciativa Latinoamericana y Senior Fellow del Center for Global Development; ex economista jefe para América Latina, Deutsche Bank.