

Econométrica

economic research and forecasts

 **Quantum**
f i n a n z a s



Informe Especial

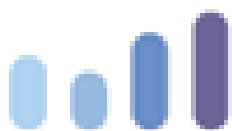
Abril 2013

“A un año de la estatización de YPF”

Por Alieto Aldo Guadagni

www.econometrica.com.ar

www.qf.com.ar



Informe Especial

Abril 2013

“A un año de la Estatización de YPF”

Por Alieto Aldo Guadagni

INTRODUCCION

Hace un año el Congreso Nacional aprobaba la ley estatizando el 51 por ciento de las acciones correspondientes a Repsol en YPF SA. La nueva conducción de la empresa designada por el gobierno está ahora en manos profesionales experimentadas y procura movilizar inversiones, en una actitud meritoria ya que procura recuperar el “*tiempo perdido*” en YPF.

Lamentablemente el contexto institucional y financiero no es propicio para estos esfuerzos. Además deben dar respuesta a las imperiosas urgencias del retroceso productivo en petróleo y gas en todo el país, que están ya impactando negativamente nuestra balanza comercial. En hidrocarburos todos los procesos de recuperación de reservas e incremento de producción son de largo plazo, ya que no es fácil torcer rápidamente tendencias negativas de desinversión, como las que prevalecen desde hace tiempo en nuestro país. Por eso a nadie debería sorprender que el nivel actual de producción de YPF no evidencia ningún incremento sostenido, por el contrario es preocupante la caída en la producción. Tengamos en cuenta que los volúmenes de gas producidos por YPF en el primer bimestre de este año están un 2,7 por ciento por debajo de igual bimestre del 2012, mientras la producción de petróleo está un 4,2 por ciento por debajo en igual periodo. Como se observa, este escenario con una YPF gestionada estatalmente, en lo que hace a la producción poco difiere hasta ahora del prevaleciente en YPF en la última década, particularmente a partir del ingreso en YPF de una empresa australiana-española en el año 2008. Como veremos en este informe, esta operación de compraventa de acciones significó el principal factor en el proceso de retroceso energético argentino de los últimos años.

No se conoce en la historia de las transacciones petroleras mundiales una operación tan particular para las inversiones como la articulada por Repsol-Petersen-Gobierno argentino en febrero del 2008. Desde entonces el panorama energético argentino fue negativamente afectado por este agudo proceso de descapitalización, que como





veremos en esta nota ya ha comenzado a afectar nuestro balance de pagos, a pesar de las positivas intenciones de la nueva conducción estatal de YPF.

EL INGRESO DE UN SOCIO ESPAÑOL-AUSTRALIANO EN YPF EL 21 DE FEBRERO DEL 2008

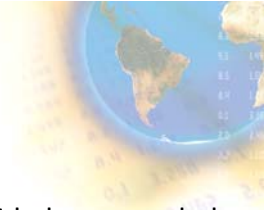
Comencemos por ver que ocurrió con la producción y las reservas de YPF a partir del momento en que se celebra el día 21 de febrero del 2008 el acuerdo accionario entre Repsol y el Gupo Petersen. Según los balances de YPF entre diciembre del 2007 y diciembre del 2011, caen todas las magnitudes productivas de la empresa líder y lo que fue particularmente grave caen fuertemente, por falta de inversiones, sus reservas de gas. Las caídas son las siguientes:

Producción de petróleo:	(-)	17,0 %
Producción de gas:	(-)	37,5%
Reservas de petróleo	(-)	6,3 %
Reservas de gas	(-)	35,5 %

Estas cifras negativas son de una magnitud que debieron haber alertado a tiempo a las autoridades energéticas, ya que el significativo retroceso desde el 2008 era muy evidente, especialmente en gas, justamente el insumo estratégico en nuestro país donde este hidrocarburo cubre nada menos que la mitad del consumo total de energía (el promedio mundial es de apenas el 22 por ciento).

EL GOBIERNO NACIONAL Y LA DESCAPITALIZACION DE YPF

Este retroceso en las inversiones y la producción de YPF está directamente vinculado a esta transferencia accionaria a favor del grupo australiano- español. Vale la pena en este contexto considerar la implementación de estos cambios en la composición accionaria de YPF que contribuyeron a esta decadencia productiva. El 21 febrero del 2008 se concreta en Madrid la operación por la cual un grupo empresario español-australiano (pero formado por argentinos) le compra sin aportar dinero el 14,9 por ciento de las acciones de YPF al accionista mayoritario, es decir Repsol. Esta operación se financia totalmente por



este accionista mayoritario y varios bancos, más la distribución de utilidades acumuladas anteriormente al ingreso del nuevo accionista.

El contrato de venta de las acciones es muy amplio con los accionistas, porque establece que *"Las Partes acuerdan distribuir en forma de dividendo el 90 por ciento de las utilidades de la compañía"* (cláusula 7.3), además en la misma cláusula se decide adicionalmente *"distribuir reservas de ganancias acumuladas hasta el 2007 por 850 millones de dólares"*, a fin de ayudar al comprador pagar por las acciones. Se registran entonces pagos en efectivo de dividendos muy altos en la industria petrolera mundial, ya que distribuir excesivamente dividendos conspira contra el esfuerzo inversor, por eso el promedio de dividendos en efectivo en la actividad petrolera mundial es de apenas el 30/40 por ciento de las utilidades. **En el año 2007 YPF había distribuido dividendos en efectivo de apenas 6 pesos por acción, pero ya en el 2008 los dividendos en efectivo ascendieron a 23,61 pesos por acción (es decir cuatro veces más). Es así como en el trienio 2008-2010 (con aprobación del director por el estado argentino) YPF distribuyó en efectivo nada menos que el 142 por ciento de sus ganancias. En esos años las otras compañías petroleras distribuían apenas lo siguiente: Total (38%), Chevron (31%), Exxon (25%), Shell (45%) y Petrobras (46 %).**

Dicho contrato imponía una condición adicional (clausula 5.1 *"Condición Resolutoria"*) que establecía taxativamente que *"La compraventa queda sujeta a la siguiente condición resolutoria: (i) la no obtención dentro del plazo de 12 meses desde la fecha de este Contrato de la autorización a la compraventa por parte de la Comisión Nacional de Defensa de la Competencia ya sea en forma expresa o en forma de un reconocimiento por escrito, emitido por la Secretaría de Comercio Interior de Argentina..."* El gobierno argentino no objetó este contrato y convalidó así un contrato que conducía inexorablemente hacia el agotamiento de las reservas principalmente de gas, como lamentablemente ocurrió en los últimos años.

EL PLAN DE LOS 100 DIAS DE LA YPF ESTATAL

Hace un año el estado toma el control de YPF, pocos meses después de asumir la conducción de la empresa su nuevo Presidente dio a conocer el día 30 de agosto del 2012 el *"Plan de los 100 días"*, en un documento en el cual se presentan los datos de la evolución esperada de la producción y las inversiones en el quinquenio 2013-2017.





Estas proyecciones de producción suponen un importante nivel de inversiones para el quinquenio(2013/2017) de 37.200 millones de dólares (es decir 7440 millones por año), destaquemos que se asume que los socios para el denominado “*shale*” aportarán 4500 millones de dólares (12 por ciento del total), el financiamiento con deuda por su parte cubrirá 6700 millones (el 18 por ciento), y el resto o sean nada menos que 26.000 millones de dólares serán aportados por la propia generación interna de fondos por parte de YPF (70 por ciento del total). Esto indica que se está suponiendo un aporte propio de caja en el orden de los 5200 millones de dólares por año; este es un supuesto clave de este programa, ya que no queda claro como con el actual nivel de autogeneración de fondos por parte de la empresa, constituidos por las utilidades y las amortizaciones (apenas 2500 millones de dólares), pueda crearse una masa tan significativa de fondos para invertir. En este escenario de máxima la producción de petróleo y gas crecería en el quinquenio 2013-2017 alrededor del 6 por ciento anual, es decir un 32 por ciento en el quinquenio.

Destaquemos que este Plan de los Cien Días también presenta otro escenario alternativo, pero en el cual la inversión se reduce sustancialmente en un tercio, ya que apenas alcanza a 24.700 millones de dólares, o sea 12500 millones menos que en el escenario de “*máxima*”, en este escenario sin socio “*shale*”, todo el financiamiento proviene de la autogeneración de fondos, bancos locales y también se menciona a “*instituciones gubernamentales*”. Como en este escenario se reduce drásticamente la inversión, también se reducen las proyecciones de producción a apenas el 4 por ciento anual en el caso de petróleo y gas. Con este moderado incremento, que apenas acompaña el crecimiento propio del consumo, no será fácil recuperar el autoabastecimiento reduciendo las importaciones. Por esto es crucial para apuntar en el futuro a reducir las costosas importaciones de gas, gasoil, fueloil y GNL fortalecer el proceso de inversiones, particularmente en exploración, pero aquí el interrogante sigue abierto.

LAS CIFRAS DE YPF DEL 2012

En marzo del 2013 YPF publicó los datos del Balance del 2012; las cifras no son alentadoras, ya que la producción de hidrocarburos cae un 0,6 por ciento, ya que cae un 2,3 por ciento la de gas, mientras la de petróleo sube el 2,2 por ciento. **Las reservas de gas se reducen durante el 2012 un 7,5 por ciento, mientras las de petróleo aumentan uno por ciento. Esta caída en las reservas de gas es preocupante, sobre todo teniendo en cuenta los nuevos recursos en Vaca Muerta.** Es pertinente volver a recordar la importante distinción entre “*recursos*” y “*reservas*”, ya que para pasar de recursos a reservas se requieren no solo importantes inversiones en exploración y desarrollo sino también el cumplimiento de requisitos de sustentabilidad ambiental y rentabilidad financiera de estas inversiones.



“A un año de la Estatización de YPF”

Por Alieto Aldo Guadagni



El balance de YPF del 2012 también nos muestra una reducción del 12 % en las utilidades en pesos corrientes, esto es muy importante ya que esta reducción con respecto al 2011 (que es mayor en valores constantes) no ayuda a que se pueda cumplir el Programa de los Cien Días, ya que como hemos visto, el mismo asume una considerable generación interna de fondos, indispensables para financiar la expansión productiva. Por esta razón, sin importantes aportes externos en firme aún no está claro cómo se podrá financiar la recuperación de la producción de YPF en los próximos años. **En cuanto a los gastos en exploración, los mismos son en el 2012 un 18 por ciento inferiores a los del 2011, considerando pesos constantes.**

La evolución de YPF en los últimos meses es preocupante, ya que no son alentadoras las cifras, debido a que en el cuarto trimestre del 2012 la producción de petróleo de YPF cayó un 4,9 % y la de gas 2,7%, tendencia negativa que también sigue en enero-febrero de este año con caídas de 2,7 % en gas y 4,2% en petróleo.

LA DÉCADA GANADA...o PERDIDA?

Hace años se popularizó la expresión la “*década perdida*”, que fuera acuñada en América Latina cuando se realizó el balance del crecimiento de la producción y la evolución del empleo durante la década del ochenta del siglo pasado. Este balance fue negativo, especialmente en lo que se refiere al crecimiento del PBI, tanto es así que cuando se consideraba el PBI por habitante latinoamericano la magnitud del año 1990 era inferior a la del año 1980, porque las mayores economías regionales como Brasil y México registraron caídas. Durante esta década el PBI por habitante cayó en nuestro país un 24 por ciento.

Hacia años que no se usaba esta expresión de década “*pérdida*” o “*ganada*”, pero la misma volvió a usarse hace días durante el mensaje Presidencial al inaugurar las sesiones del Congreso. Por ejemplo la década pasada fue claramente ganada por la producción energética en América Latina y el Caribe, ya que entre el 2002 y el 2011 la producción de petróleo trepo en casi todos los países, con un aumento en la región del 5 por ciento. Pero el avance en la producción energética en nuestro continente corresponde al gas natural, que entre el 2002 y el 2011 aumenta nada menos que un 45 por ciento. Claro que no a todas las naciones les fue igual en los últimos años; en el caso del petróleo el mayor incremento le corresponde a Perú (76%), le siguen Colombia (58%), Brasil (44%), Ecuador (31%) y Bolivia (25 por ciento). Pero como hemos dicho, los grandes aumentos en la producción de hidrocarburos corresponden al gas natural, el país que más incremento su producción gasífera fue Perú, donde la producción se multiplicó nada menos que 13 veces, le siguen Bolivia con un aumento de nada menos 137 por ciento, Brasil 64, Colombia 57, Ecuador 29 y Venezuela con 15 por ciento. **El hecho que en general aumente la producción energética en la región, pero no a todos los países le vaya igual, modifica el mapa energético y**



“A un año de la Estatización de YPF”

Por Alieto Aldo Guadagni



las relaciones económicas en América Latina. Y esta es una cuestión esencial para nuestro futuro en el continente.

En el 2002 Argentina producía la mitad de petróleo que Brasil mientras que ahora producimos apenas la cuarta parte que ellos. La explicación a esta declinación estructural está vinculada a nuestro retroceso en petróleo y gas. Para nosotros la década pasada no fue ganada sino perdida, cuando hablamos de producción energética, uno de los sectores básicos de la economía de un país. **Baste decir que, en el caso del petróleo, todos los meses desde hace 10 años cae nuestra producción, la política petrolera vigente muestra nada menos que 120 meses de caídas en la producción de petróleo. Algo similar ocurre con el gas cuya producción viene cayendo en el país todos los meses desde el 2004.** En suma, en realidad la “*década pasada*” fue una “*década perdida*” para el sector energético.

PETROLEO Y GAS EN RETROCESO EN EL PAIS EN EL 2012.

Ya se conocen las cifras de la Secretaria de Energía sobre producción de petróleo y gas durante el año 2012 de todas las empresas. **El panorama sigue siendo crítico porque durante este año pasado siguieron cayendo tanto la producción total de gas (3,1 % menos), como también la de petróleo (4,3 % menos).** Ya son muchos años de caída en la producción de hidrocarburos, baste decir que en petróleo estamos produciendo apenas el 75 por ciento de lo que se producía en el 2003, mientras que en gas la reducción en el mismo periodo llega al 13,4 por ciento. En este panorama se destaca el gran retroceso de la antigua empresa líder, es así como durante el año pasado YPF produjo un 40 por ciento menos del petróleo que producía en el 2003, mientras que en gas el retroceso llega al 38 por ciento. Estamos produciendo en todo el país menos de 2/3 del petróleo que producíamos a fines de la década del 90. Además, el pobre nivel de las inversiones de los últimos años ya consumió la quinta parte de las reservas de petróleo del país y casi el 60 por ciento de las gasíferas. **Reemplazar con importaciones las reservas perdidas de hidrocarburos equivale al valor monetario de 500 millones de cabezas de ganado.**

PERSPECTIVAS DEL 2013.

Durante este año 2013 son altas las probabilidades que siga cayendo la producción total de hidrocarburos; este retroceso tendrá un impacto negativo sobre nuestras cuentas externas, ya que si en el 2013 aumenta como se espera el nivel de actividad, la única alternativa será aumentar aún más las importaciones. En 2012, con un crecimiento mínimo del PBI, las importaciones energéticas llegaron a casi 10.000 millones de dólares, mientras que en enero-febrero de este año ya treparon un 52 por ciento. Habrá que prestar especialmente atención a la evolución de la producción de gas, ya que si continua su declinación añadirá en el 2013 más de 2000 millones de dólares a





nuestras importaciones. **La persistente caída en la producción de gas no solamente afecta las cuentas externas, sino que también tiene impacto fiscal, debido a la gran diferencia entre el precio del gas producido en el país comparado con el precio de las importaciones que realiza el estado desde Bolivia o los costosos embarques que recibimos de GNL. En la actualidad estas costosas importaciones cubren el 23 por ciento del consumo total, pero representan nada menos que el 60 por ciento del costo total del abastecimiento. La caída en la producción nacional tiene un inmediato efecto multiplicador sobre las importaciones, ya que si la producción de gas cae un 3 por ciento las importaciones suben nada menos que un 10 por ciento. Si además el consumo de gas sube en el año 2013 un 3 por ciento el impacto total sobre las importaciones gasíferas significaría un incremento del 23 por ciento.**

Destaquemos que se abre una expectativa favorable en el largo plazo, ya que la decisión de establecer un precio más elevado para los aumentos de producción de hidrocarburos, apunta en la dirección correcta. Pero no alcanza solo con YPF, dado que representa apenas un cuarto de la producción de gas y un tercio del petróleo del país, por esta razón se necesita una nueva política para todo el sector de hidrocarburos. Como hemos visto, YPF ya tiene una nueva conducción profesional que enfrenta numerosas dificultades para recuperar el sendero de incremento en sus reservas que dé lugar a un incremento de la producción.

Desde el descubrimiento del petróleo en Comodoro Rivadavia a inicios del siglo XX, en ninguna década se había registrado un retroceso productivo en hidrocarburos como el actual. Hidrocarburos es un área clave y los errores de política se pagan con importaciones crecientes de hidrocarburos a altos precios en moneda extranjera, lo cual pega directamente no solo en la caja fiscal sino también en las reservas de divisas.