

www.econometrica.com.ar



*Conozca
nuestro blog!*



Econométrica S.A
economic research and forecasts

**INFORME
ECONÓMICO
ESPECIAL**

**“La Visión Española
de la Argentinización
de YPF”**

por Mario Brodersohn

37

1970 - 2007

*años dedicados al Análisis
Macroeconómico*

**Informe Especial N° 374
Julio de 2007**

Econométrica S.A

economic research and forecasts

Lavalle 465, piso 2° - (C1047AAI) Buenos Aires, Argentina

Tel.: (54-011) 4325 – 9443 o 4322 – 4668

Fax: (54-011) 4322 - 6927

E-mail: info@econometrica.com.ar

Sitio Web: www.econometrica.com.ar

(Clave de acceso II Trim 2007: 0303)

Copyright © 2003

La Visión Española de la Argentinización de YPF

Por Mario Brodersohn¹



Pocos días atrás publiqué un artículo sobre la compra del 25% de YPF por empresarios argentinos: *¿Por qué es atractivo para empresarios argentinos comprar el 25% de YPF?*.

El viernes 6 de julio El Cronista Comercial publicó un trabajo de un académico español, Rafael Pampillon Olmedo, miembro del Instituto de Empresas Business School de España, titulado: *"La argentinización del capital de YPF"*. Invito al lector a leer este trabajo así como volver a leer mi trabajo, ambos adjuntos en este informe especial.

Debo reconocer que cuando escribí el mío trate de ser prudente y recatado cuando señalaba que el principal interés de los accionistas españoles era incorporar un socio privado argentino con acceso y buen dialogo con el gobierno de Kirchner con el exclusivo fin de extender las concesiones petroleras y gasíferas que vencen en el 2017 así como aumentar las tarifas. Al mismo tiempo señalaba que estas decisiones serían más fáciles de vender en la opinión pública por el Gobierno de Kirchner si son presentadas como que, luego de una década de extranjerización, volvíamos a argentinizarlas.

Este pudor personal contrasta con la visión directa y descarnada del académico español. Las siguientes frases vale la pena resaltar:

"De cara a las elecciones Kirchner esta muy interesado en nacionalizar – no desde el punto de vista de la compra pública pero si de hacer más argentino el petróleo. A la empresa Repsol le interesa vender esa parte de YPF y hacer caja y obtener 7.000 millones de dólares de la venta de esa participación también porque invertirá en zonas del planeta con más perspectivas de futuro, como Libia"

"Tener a favor al Gobierno y a la sociedad civil, evita problemas como los que ha tenido Repsol en Bolivia, Venezuela o Ecuador. Contar con un socio local, sobre todo en países donde los gobiernos intervienen tanto en la economía, es mejor que no tenerlo. En países como Inglaterra no es necesario un socio local, muchas empresa españolas han entrado en ese país y se han hecho con los aeropuertos, los bancos, la electricidad, etc. lo único que han necesitado es pagar el precio por la compra ¿Por qué? Porque los reguladores en Gran Bretaña son independientes del gobierno. En Argentina el regulador es el gobierno. Repsol saldría beneficiado de la venta si después de las elecciones, consigue una subida de las tarifas."

"No podemos olvidar que en Argentina casi la mitad de los contratos con empresas extranjeras están por renegociar y los impuestos discrecionales por eliminar. La resolución, después de las elecciones de esos problemas, ayudaría a recuperar la confianza de los inversores internacionales en el país".

¹ mbrodersohn@econometrica.com.ar



La argentinización del capital de YPF²

Por Rafael Pampillon Olmedo

Parece que Repsol cederá este verano un 25% de YPF a un socio argentino de referencia y sacará a la venta en bolsa argentina otro 20% del capital de YPF.

Tanto Repsol como el gobierno de Kirchner quieren devolver parte de YPF a los argentinos. A Repsol le interesa hacer 'caja' y tener además un socio argentino próximo al Gobierno y, por tanto, cercano al regulador de los hidrocarburos y al Gobierno le interesa que Repsol venda para contentar así al pueblo y rematar unas elecciones que ya están ganadas. De cara a las elecciones Kirchner está muy interesado en nacionalizar -no desde el punto de vista de la compra pública pero sí de hacer más argentino el petróleo-. A la empresa Repsol le interesa vender esa parte de YPF y hacer caja y obtener 7.000 millones de dólares de la venta de esta participación también porque podrá invertir en zonas del planeta con más perspectivas de futuro, como Libia.

Después de las elecciones el gobierno podría permitir la deseada y necesaria subida de las tarifas. Uno de los grandes problemas que tienen algunas empresas extranjeras que están ubicadas en Argentina es que no se les han respetado los contratos, han sufrido una fuerte inseguridad jurídica y no se les ha concedido lo que se les había prometido. Como consecuencia Repsol, por ejemplo, es una de las empresas petroleras del mundo a la que menos ha subido la cotización. Los precios del gas, de la gasolina, electricidad, agua, peajes, etc., han estado congelados y eso ha hecho mucho daño a las cuentas de resultados de las empresas extranjeras en Argentina, que al no poder subir las tarifas, no han hecho inversiones por lo que se está deteriorando el servicio público prestado por empresas que al ser privada resulta muy fácil cargarles con la culpa de los problemas.

Tener a favor al Gobierno y a la sociedad civil, evita problemas como los que ha tenido Repsol en Bolivia, Venezuela o Ecuador. Contar con un socio local, sobre todo en países donde los gobiernos intervienen tanto en la economía, es mejor que no tenerlo. En países como Inglaterra no es necesario un socio local, muchas empresas españolas han entrado en ese país y se han hecho con los aeropuertos, los bancos, la electricidad, etc. lo único que han necesitado es pagar el precio por la compra ¿Por qué? Porque los reguladores en Gran Bretaña son independientes del gobierno. En Argentina el regulador es el gobierno. Repsol saldría beneficiado de la venta si después de las elecciones, consigue una subida de las tarifas, lo que le permitiría una mejora en la búsqueda de yacimientos de petróleo y gas, con la consiguiente expansión, y eso es más fácil con un socio local. No podemos olvidar que en Argentina casi la mitad de los contratos con empresas extranjeras están por renegociar y los impuestos discrecionales por eliminar. La resolución, después de las elecciones de estos problemas, ayudaría a recuperar la confianza de los inversores internacionales en el país.

2 El Cronista Comercial, viernes 6 de julio



• **¿Por qué es atractivo para empresarios argentinos comprar el 25% de YPF?**

Por Mario Brodersohn

Por lo general, la compra-venta de una empresa envuelve enfoques distintos, según se trate del vendedor o del comprador, sobre el valor de esa empresa. El vendedor suele llamar la atención al comprador sobre el valor de los bienes que esa empresa incluye en su Balance General. Así resalta el valor de las propiedades, de los stocks, de los activos financieros, etc. A estos valores le resta el total de sus pasivos comerciales, financieros y con la DGI. A todo ello el vendedor suele agregarle un cierto valor llave.

El comprador, además, de verificar si los precios de los bienes incluidos en el Balance efectivamente se corresponden con los precios de mercado, le agrega un tema adicional que no tiene nada que ver con el pasado de esa empresa sino con su futuro: estimar la ganancia que podría esperar en los próximos 20 o 30 años si compra esa empresa. Puesto en términos más simples y directos, el comprador va a valorizar el precio de los bienes que figuran en el Balance solo si esos bienes están en condiciones de generar un flujo futuro de beneficios. Por ejemplo, ¿cuanto valen los yacimientos y los oleoductos si solo tienen autorización para producir y transportar petróleo y gas por 10 años?

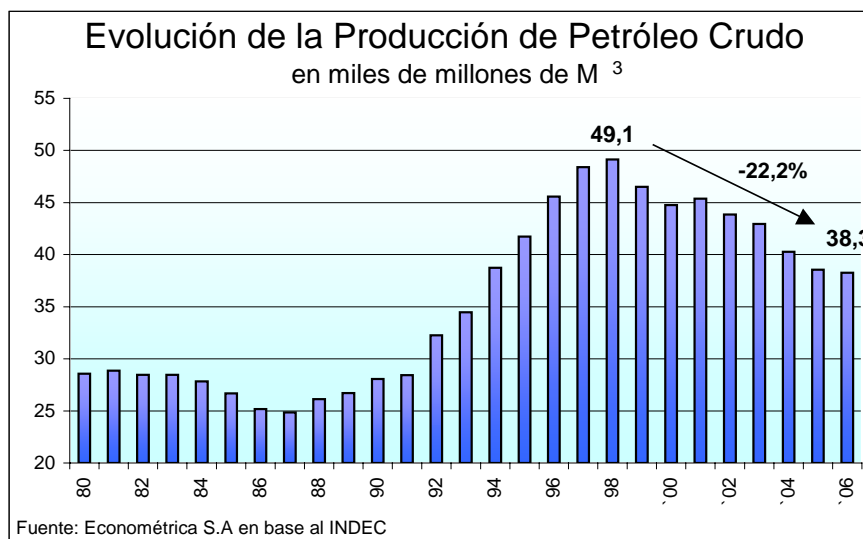
Esta visión sobre el futuro es muy relevante en el caso particular de YPF por dos motivos:

1. **Primero, la mayoría de las concesiones actualmente vigentes otorgadas por el Gobierno en 1992 para los yacimientos de petróleo y gas de YPF vencen en el 2017.** Por lo tanto, solo se puede valorar a YPF en función de un flujo futuro de ganancias por 10 años, esto es, hasta el 2017; salvo que el Gobierno decida prorrogar las concesiones por un periodo más extenso. De aquí se deduce que una condición necesaria, pero no suficiente, para hacer rentable la compra del 25% de YPF es que el Estado extienda, por ejemplo, por lo menos por 10 años adicionales las concesiones petroleras y gasíferas.
2. **Segundo, hoy día el precio internacional del petróleo es de 70 dólares el barril mientras que el precio interno, descontando las retenciones a las exportaciones, es de 35 dólares.** Esta diferencia de valuación entre el precio internacional y el interno nos plantea el interrogante de cual es el precio que debemos tomar en nuestros cálculos de rentabilidad para los próximos 30 años. El comprador de YPF, obviamente, va a tomar en cuenta que el país esta muy próximo a enfrentar una crisis energética terminal, crisis que inevitablemente va a conducir a rever las distorsiones de precios energéticos que se han venido acumulando en los últimos cuatro años. Pero, también es cierto, que con un horizonte de tiempo extendido a 30 o 40 años menor es la ansiedad de precios en el corto plazo y mayor la flexibilidad política de los nuevos y viejos accionistas de YPF.



La magnitud de la crisis energética y su potencial impacto en la futura política de precios energéticos.

1. Veamos con mayor detenimiento la realidad petrolera. No se ha descubierto ningún yacimiento importante de petróleo desde hace por lo menos 15 años y la actividad exploratoria es menor ahora que hace 20 años. Como resultado de ello, desde 1998 la producción de petróleo viene cayendo anualmente y es hoy en día un 22% inferior a la de ese año. La combinación de la caída en la producción nacional y el aumento en la demanda interna ha llevado a una notable contracción en las exportaciones de petróleo: en el 2001 se exportaba el 34% de la producción nacional y en el 2007 se redujo al 15%. Así se estima que en el 2009 la Argentina pasara a ser un país importador de petróleo. Al desaparecer las exportaciones desaparecen también las retenciones a las exportaciones, que fue el instrumento utilizado para aislar el precio interno del internacional. Por ejemplo, el precio de la nafta super (con impuestos) en los surtidores en la Argentina es un 50% menor que el precio de esa nafta en los surtidores en Brasil, Chile, Perú y Uruguay. Los nuevos accionistas de YPF están tomando la decisión de compra en el momento ideal, esto es, justo cuando se torna cada vez más evidente la interrelación entre crisis energética y congelamiento de las tarifas. La inmediatez de la crisis energética empuja cada vez mas al Gobierno a diseñar una política de precios que elimine la brecha actual entre el precio interno y el internacional.



2. Otro ejemplo interesante de distorsión de precios es el gas-oil. La Argentina es importador de gas-oil porque tiene déficit en el suministro de este combustible. En el pasado mes de marzo el precio de importación del gas-oil era casi el doble del precio básico (sin impuestos) en los surtidores de las estaciones de servicio. Además, la misma diferencia de precios que en la nafta súper tiene el gas-oil en los surtidores argentinos con relación a los precios en los surtidores de Brasil, Chile, Perú y Uruguay.

Informe Económico Especial Nº 374

10 de Julio de 2007



3. Analicemos la crisis en la oferta nacional de gas. Las reservas de gas natural han pasado de representar 30 años de la producción anual en los 80's a solo 9 años en la actualidad. En el 2005 las reservas comprobadas de gas natural se han reducido en un 18% en relación a las del 2004.
4. Una distorsión muy clara es que el precio del gas licuado en garrafa social es 4 veces superior a la tarifa residencial del gas natural distribuida por redes.
5. Si bien es muy difícil medir el precio internacional del gas, podríamos tomar como referencia el que logro Brasil en sus negociaciones con Bolivia: 4 dólares. Sin embargo, el precio de importación acordado por el Gobierno argentino con Bolivia es de 5 dólares mientras el precio interno del gas producido en el país es de 1.40 dólares. Las importaciones de gas desde Bolivia representan en la actualidad el 5% de la demanda interna de gas. Pero si se avanza en hacer el gasoducto desde Bolivia y se invierte en extraer gas en Bolivia para vender a la Argentina, las importaciones aumentarían rápidamente al 15%. De todas maneras, estas importaciones no cubrirían el crecimiento esperado en la demanda interna de gas. Todo ello conduce a que cada vez más se acentúen las demandas para aumentar el precio interno con la expectativa que a esos nuevos precios aparezcan en nuestro país más reservas gasíferas. Este, muy probablemente, sea el escenario futuro que vislumbran los nuevos accionistas de YPF.

Las condiciones para que sea atractiva la compra del 25% de YPF

1. En síntesis, las condiciones para que la compra del 25% de YPF por empresarios argentinos con buen diálogo político con el Gobierno sea atractiva son dos: a) que se extienda los plazos de las concesiones de las áreas petroleras y gasíferas lo máximo posible, y b) que el precio interno tienda a acercarse al internacional. Presentar la venta del 25% de REPSOL/YPF como su argentinización puede tener como objetivo mejorar la imagen pública y disminuir la conflictividad política que pueden generar ambas decisiones políticas.
2. No es cierto que esta operación tiene lugar entre compradores argentinos entusiastas y vendedores displicentes o resignados. Todo lo contrario. La extensión en el tiempo de las concesiones y el blanqueo de los precios internos puede conducir al final de la película a que el 75% que queda en poder de los accionistas actuales de YPF termine con una valuación superior a la que tenía el 100% inicial.
3. Por supuesto, siempre puede argumentarse que existe un riesgo empresarial en esta operación y que el mismo depende del comportamiento futuro del precio internacional del petróleo. Para algunos analistas el precio actual de 70 dólares es insostenible, tarde o temprano va a disminuir. Supongamos que en el largo plazo el precio internacional baja a 45/50 dólares. ¿Sigue siendo rentable comprar el 25% de YPF si hay una caída de esa magnitud en el precio internacional? En las negociaciones sobre la venta del 25% de YPF, probablemente, se tome como punto de partida para valorar el flujo futuro de la producción el actual precio interno de 35 dólares el barril de petróleo crudo y el gas natural a 1.40 dólares. Si ello es así, el nuevo accionista tiene un amplio margen para aguantar una caída del precio internacional del petróleo.