

Las razones de YPF

Informe Mensual Abril

Miércoles 02 de mayo de 2012

labourcapitalgrowth

Ramsay 1810 - Piso 5°

(5411) 4787-2326

www.lcsa.com.ar

contacto: info@lcsa.com.ar

Editorial

El Gobierno decidió avanzar a fondo con la expropiación del 51% de Repsol-YPF. La medida se explica por razones estructurales y disparadores de corto plazo. Algunos meses atrás CFK se había cerciorado de la importancia del vasto yacimiento de Vaca Muerta y de la factibilidad de su explotación, a la vez que creció la desconfianza con respecto a los socios locales en YPF. Adicionalmente, la expropiación le permitió recuperar la iniciativa política después de la sucesión de traspies que ha caracterizado su segundo mandato con una medida que cuenta con un amplio respaldo de la opinión pública. Y Repsol-YPF era el candidato perfecto en la construcción del relato oficial para culpar por la crisis del sector energético en los últimos años.

Lo cierto es que Repsol-YPF ha sido responsable sólo en parte (y en una parte muy acotada) del deterioro del sector hidrocarburífero en la Argentina. La producción de gas y petróleo viene cayendo sostenidamente en los últimos años, y la de YPF sólo se redujo algo por encima del promedio sectorial.

Más allá de la efervescencia actual generada por la expropiación, el Gobierno no debería sobreestimar el efecto que la misma tendrá a futuro sobre la situación del sector. Sin un cambio de fondo de la política energética los problemas persistirán. Y la magnitud que ha tomado la factura energética hace que la “caja” de YPF luzca más bien pequeña: tomados conjuntamente, todos los recursos asociados a la expropiación representan apenas el 6% de los subsidios anuales o 5 meses de las importaciones energéticas del 2012.

El rol de las provincias en la participación accionaria genera varias dudas. ¿Por qué sólo se incluyen aquellas con producción hidrocarburíferas –que ya se benefician con el cobro de regalías- y no el conjunto de las provincias? ¿Cómo harán las

provincias para comprar la participación accionaria? ¿Deberán ceder regalías a la Nación? Este último es un tema muy sensible para las provincias, por el impacto fiscal que podría ocasionar en sus administraciones (y la mayor dependencia fiscal al Gobierno Nacional).

Las medidas económicas más relevantes implementadas por el Gobierno en el segundo mandato (cepo cambiario, cepo comercial, reforma de la Carta Orgánica, expropiación de YPF) son la contracara de la erosión de los colchones con que contaba la economía (competitividad, fiscal, energía, reservas). En el frente fiscal es donde más se pone en evidencia el deterioro: aun asumiendo un escenario de crecimiento muy moderado del gasto del 25%, el agujero a financiar en 2012 alcanza los \$ 81 MM y será aportado íntegramente por el BCRA (vía emisión monetaria y reservas). El Gobierno no debería subestimar los riesgos que implica el “seguir como hasta ahora”: con una economía que da evidentes signos de desaceleración, el mayor gasto público difícilmente alcanzará para dinamizar la actividad económica en un entorno macro más apretado.

Las razones de YPF

Después de breves zigzagueos, el Gobierno decidió avanzar a fondo con la expropiación del 51% de YPF perteneciente a Repsol y su intervención inmediata. Para ello, envió un proyecto de Ley al Congreso por el cual se declara de interés público el logro del autoabastecimiento de hidrocarburos, así como también su explotación, industrialización, transporte y comercialización. **Muchas son las razones que explican por qué CFK optó por una alternativa drástica en su pleito con Repsol: algunas de carácter estructural y otras que funcionaron como disparadores.**

CFK terminó de cerciorarse de la importancia del yacimiento de Vaca Muerta (anunciado con bombos y platillos por Repsol-YPF en mayo de 2011) **y de la factibilidad de su explotación a costos razonables en una reunión con Obama y el presidente de Exxon en noviembre pasado.** Al mes siguiente, tuvo una extensa reunión con los Eskenazi de la cual no salió del todo satisfecha. **Su lectura del encuentro fue que los empresarios se sentían mucho más socios de los españoles de Repsol que del propio gobierno argentino.** En las palabras de un gobernador de la **OFEPHI** (Organización Federal de los Estados Productores de Hidrocarburos), Eskenazi no sentía la responsabilidad que implica tener sobre sus hombros el 40% de la matriz energética del país.

Adicionalmente, CFK tenía una evidente necesidad de recuperar la iniciativa política. La secuencia de traspies que caracterizó el inicio de su segundo mandato (el control cambiario, el recorte de los subsidios, la tragedia ferroviaria de Once y las derivaciones de la causa judicial contra el vicepresidente Boudou) **no sólo impactó sobre su imagen sino que también amenazaba con agrietar el propio frente interno.** Con la nacionalización de YPF, **el Gobierno volvió a ponerse en el centro de la escena**

con una medida que cuenta con un amplio respaldo en la opinión pública (superior al 60% de aprobación).

Por si ello no fuera suficiente, **volvió a reducir a la oposición a la mínima expresión y la dejó descolocada:** mientras que la UCR, luego de sus habituales debates internos, terminó por apoyar el proyecto en general (al igual que el FAP de Binner), la única fuerza política que se manifestó en contra –el PRO– se desdijo parcialmente a las 24 hs. **La capacidad para tomar decisiones parece ser un mérito que la sociedad le reconoce al peronismo. Y por eso parece perdonarle los más abruptos vaivenes.** Puede pasar así de privatizar YPF a estatizarla algunos años después. En definitiva, pareciera que la sociedad le reclama a los políticos capacidad de dirigir, sin que el sentido importe tanto: se prefiere esa cualidad del peronismo a la indefinición radical.

Por otra parte, llamó la atención que la oposición no aprovechara la ocasión para reclamarle al Gobierno que, con la misma determinación que avanzó con la expropiación de la principal empresa del país, no lo hiciera con Ciccone Calco-gráfica: se le confió la emisión de papel moneda a una empresa cuyos verdaderos dueños no se conocen. Asimismo, Ciccone se ha visto involucrada en el pasado en un caso de falsificación con papel moneda de Bahrein, cheques mellizos del Banco Nación y hasta bonos provinciales apócrifos. **Es muy llamativo que con semejantes antecedentes la oposición no haya logrado sentarse en una mesa y reclamar conjuntamente que aparezcan los verdaderos dueños de Ciccone.**

Para la construcción del relato oficial era fundamental encontrar alguien a quien culpar por el notable deterioro de la balanza energética: US\$ 9.000 M en tan sólo 5 años. Y en este sentido, YPF era el candidato perfecto: es una empresa muy cara al sentimiento nacionalista argentino y que fue absurdamente priva-

labourcapitalgrowth

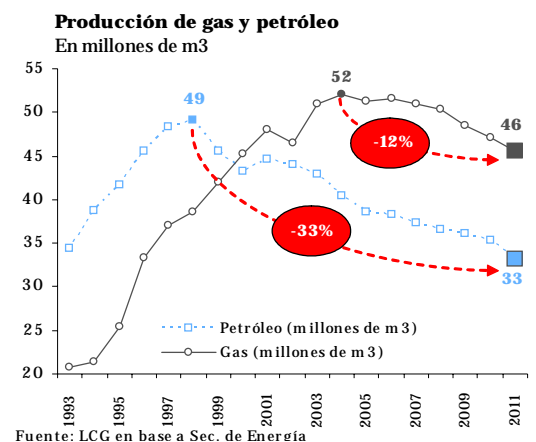
Ramsay 1810 - Piso 5°
(5411) 4787-2326
www.lcgsa.com.ar
contacto: info@lcgsa.com.ar

tizada precisamente cuando el precio del petróleo se encontraba, medido en términos reales, en mínimos históricos. **Evidentemente, el impacto en la opinión pública hubiera sido muy distinto si la decisión se hubiera tomado contra PAE y Total, pese a que su impacto en el mercado hidrocarburífero hubiera sido comparable.**

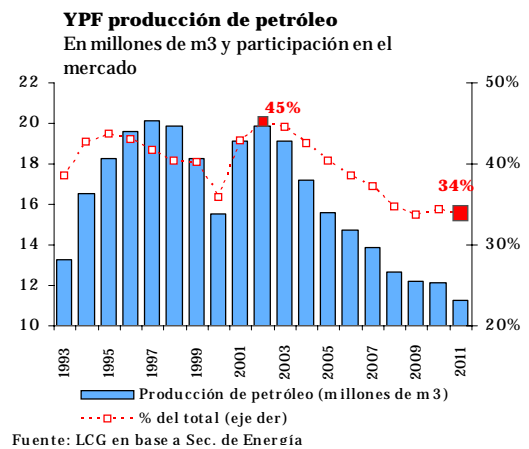
Por otra parte, **se trata de una medida sin costos evidentes en el corto plazo para el Gobierno:** más allá de un mayor aislamiento político en los foros internacionales, el margen para represalias económicas o comerciales de magnitud es escaso. **Obviamente, los costos por el desincentivo a la inversión generada por la incertidumbre asociada a la expropiación, sólo se harán palpables para la sociedad en el mediano plazo.** Como detonante, la falta de tacto negociador por parte de los referentes de la empresa y los miembros del gobierno español, con frases severas algo inoportunas, terminaron por empujar a la presidenta a tomar semejante decisión.

Poco importa que la verdadera culpable del profundo retroceso de la producción hidrocarburífera haya sido la pésima política energética del Gobierno. O que la tan particular nacionalización parcial de YPF con el ingreso de Eskenazi hace apenas 4 años haya sido contraproducente para la utilización de fondos propios destinados a la exploración, ya que se autorizó a distribuir dividendos por el 90% de las utilidades para la cancelación de los préstamos tomados para financiar su ingreso a la compañía. O que el director por el Estado en la empresa haya avalado año tras año el accionar de la compañía. Lo cierto es que Repsol-YPF ha sido responsable sólo en parte (y en una parte muy acotada) del deterioro del sector hidrocarburífero en la Argentina.

La producción total de petróleo viene mostrando una caída persistente desde el año 1998: en 2011 fue



un 33% inferior a la de aquel año. En este contexto contractivo, la participación de YPF en total de la producción local de petróleo ha perdido participación de forma constante desde 2003: pasó de representar el 45% del total al 34% en la actualidad. Sin embargo, **la caída en la producción de petróleo es una regularidad que se observa también en las principales empresas del país:** de las ocho principales empresas de producción de petróleo en la Argentina (que dieron cuenta del 83% del total en 2011), sólo dos mostraron un aumento de la producción entre 2003 y 2011. Esto pone a las claras que **la contracción de la producción sectorial responde a causas generales que exceden al accionar de una empresa en particular.** En todo caso, la caída de la producción de YPF fue algo mayor que en el promedio de la industria.



Principales empresas productoras de petróleo

Período 2003-2011

	2003		2011		Var. Acum. 2003/11
	Mill. de m3	% del total	Mill. de m3	% del total	
YPF S.A.	19,11	44%	11,25	34%	-41%
PAN AMERICAN ENERGY	5,35	12%	6,52	20%	22%
PETROBRAS ARGENTINA S.A.	2,96	7%	2,26	7%	-24%
CHEVRON ARGENTINA S.R.L.	4,08	9%	2,07	6%	-49%
SINOPEC ARGENTINA, INC.	-	-	1,55	5%	-
TECPETROL S.A.	1,89	4%	1,43	4%	-24%
PLUSPETROL S.A.	0,88	2%	1,48	4%	69%
TOTAL AUSTRAL S.A.	1,72	4%	1,12	3%	-35%
Resto	6,99	16%	5,54	17%	-23%
Total	42,99	100%	33,22	100%	-23%

Fuente: LCG en base a Secretaría de Energía

Si bien en una magnitud algo menor, se observa una evolución similar en la producción gasífera: viene contrayéndose sostenidamente desde el año 2004 (-12% acumulado) y Repsol-YPF también ha visto reducida su participación en el total de la producción del sector (pasó del 48% en 1993 al 33% en 2004 y actualmente se ubica en el 23%). En este caso, la responsabilidad por la caída de la pro-

ducción está algo más concentrada que en el caso del petróleo.

Principales empresas productoras de gas

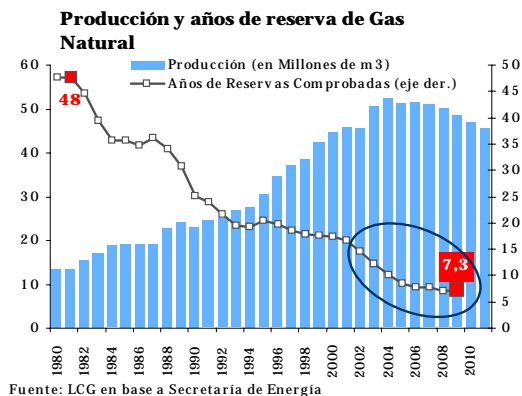
Periodo 2003-2011

	2003		2011		Var. Acum. 2003/11
	Mill. de m3	% del total	Mill. de m3	% del total	
TOTAL AUSTRAL S.A.	10,01	20%	13,67	30%	37%
YPF S.A.	16,71	33%	10,60	23%	-37%
PAN AMERICAN ENERGY	5,51	11%	5,69	12%	3%
PETROBRAS ARGENTINA S.A.	2,18	4%	4,19	9%	92%
APACHE ENERGIA ARG. S.R.L.	-	-	1,63	4%	-
PLUSPETROL ENERGY S.A.	-	-	1,54	3%	-
PETROLERA LF COMPANY S.R.L.	-	-	1,56	3%	-
TECPETROL S.A.	3,58	7%	1,51	3%	-58%
CAPEX S.A.	0,99	2%	0,67	1%	-32%
CHEVRON ARG S.R.L.	1,33	3%	0,26	1%	-80%
Resto	10,59	21%	4,20	9%	-60%
TOTAL	50,90	100%	45,52	100%	-11%

Fuente: LCG en base a Secretaría de Energía

El sector del gas resulta paradigmático para explicar la desidia de la política energética implementada a partir de 2003¹. Esencialmente, su eje estructurante fue el de garantizar precios bajos a los usuarios domésticos (principalmente a los consumidores, pero también a las industrias). La significativa brecha entre el precio doméstico reconocido a los productores primarios de gas natural (en torno a los 2,8 US\$ por Mbtu) y el precio internacional (3,5/4 US\$ por Mbtu) significó un fenomenal desincentivo a las inversiones en exploración (como lo refleja la caída sostenida no sólo en la producción sino también en las reservas comprobadas gasíferas).

El fuerte aumento de la demanda de gas (debido no sólo al crecimiento de la economía sino también al abaratamiento de su precio relativo), debió ser cubierto en una primera etapa limitando las exportaciones a Chile. Posteriormente, debió importarse fueloil venezolano



¹ Ver Informe Mensual Noviembre de 2011 "La racionalidad tardía".

para compensar a las centrales térmicas durante los meses de invierno de alto consumo. **Por último, debió apelarse a la importación de gas desde el exterior:** primero con el gas natural proveniente desde Bolivia y más recientemente con los buques transportadores de Gas Natural Licuado (GNL).

El problema esencial de este esquema es que el costo de las importaciones de gas es muy superior al precio reconocido al productor local: el gas boliviano cuesta **3 veces más** y el importado en los buques regasificadores nada menos que **5,7 veces más**. El efecto combinado de la caída en la producción y la mayor demanda doméstica hizo que **a partir de 2010 el gas importado comenzara a ganar participación en el total de la oferta de gas doméstica:** en el 2011 representó el 13% del total (5% el proveniente desde Bolivia más el 8% de los barcos), **y en 2012 podría alcanzar nada menos que el 20% del total.** Naturalmente, el aumento de la participación del gas importado hace que el precio promedio de la oferta de gas se incremente y **el Estado sea el encargado de pagar una abultada factura energética que es la contracara de los desincentivos a la exploración y producción doméstica.** Sólo en 2012, el costo total de las importaciones de gas de los 80 buques regasificadores que ingresarán al país totalizarán US\$ 3.500 M (1/3 del total de las importaciones energéticas y US\$ 1.300 M más que en 2011).

Más allá de la efervescencia actual generada por la expropiación, el Gobierno no debería sobreestimar el efecto que la misma tendrá a futuro sobre la situación del sector. Sin un cambio de fondo de la política energética los problemas persistirán. En el cortísimo plazo, YPF podrá aliviar el efecto fiscal de la factura energética si –como ha trascendido- pasa a importar combustibles a pérdida para abastecer el mercado interno. **Pero la magnitud que ha tomado la factura energética**

hace que la “caja” de YPF luzca más bien pequeña. ¿Con qué recursos podrá contar el Gobierno? A los US\$ 1.283 M de utilidades no distribuidas del 2011 se le puede agregar un monto similar para el resultado de la empresa en 2012 y las regalías hidrocarburíferas que cobran las provincias. **Tomados en forma conjunta, y como hipótesis de máxima, estos recursos totalizarían US\$ 4.500 M: representan apenas el 6% del total de subsidios pagados en 2011, o 5 meses de las importaciones energéticas del 2012.**

Esta es la frazada corta a la que se enfrenta el Gobierno: ¿administrará a la empresa con criterios de profesionalización y eficiencia o priorizará maximizar el “rol social” de la empresa subsidiando el costo a los usuarios domésticos de combustibles? La forma en la cual el Gobierno ha diseñado y gestionado el esquema de subsidios no parece un buen augurio en este sentido y, de ser el caso, más pronto que tarde YPF terminará requiriendo de la asistencia financiera del Tesoro.

Los desequilibrios del sector no podrán solucionarse en el corto plazo por arte de magia. Si bien el vasto yacimiento de recursos no convencionales (*shale gas* y *shale* petróleo) de Vaca Muerta representa un potencial enorme, su puesta en funcionamiento requiere de cuantiosos recursos que no podrán ser financiados con los fondos de la ANSES o el BCRA. Y, aún en caso de poder avanzar con asociaciones con otras empresas, requiere de plazos muy distintos a las urgentes necesidades del Gobierno.

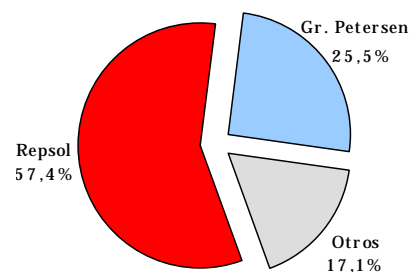
En última instancia, la valoración que hará la opinión pública de la expropiación de YPF dependerá de cuán bien administrada esté la empresa y si se mejora la situación del sector en términos de abastecimiento del mercado interno. Y la evidencia pasada no permite ser demasiados optimistas con respecto a la habilidad del kirchnerismo para gestionar las empresas públicas (en este sentido, ENARSA y Aerolíneas

Argentinas resultan casos paradigmáticos). Por otra parte, no será una tarea nada sencilla convocar a cuadros profesionales con experiencia para la gestión de la empresa. **No casualmente se trata de una medida que tiene muchos puntos de contacto con la estatización de las AFJP: es una decisión que va en el sentido correcto, pero que es tomada por muchos motivos cruzados, implementada de una forma cuestionable y que probablemente termine generando mayores problemas en el futuro mediano.**

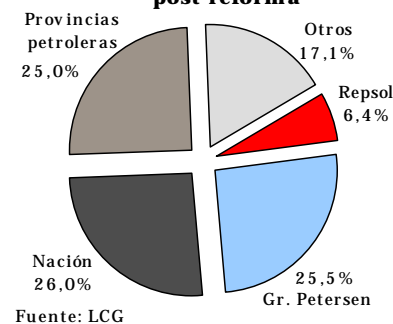
El rol de las provincias

El proyecto de ley enviado al Congreso establece que el 49% de las acciones expropiadas a Repsol-YPF (es decir, el 24,99% del capital accionario de la empresa) **quedarán en manos de las 10 provincias integrantes de la OFEPHI:** Chubut, Formosa, Jujuy, La Pampa, Mendoza, Neuquén, Río Negro, Salta, Santa Cruz y Tierra del Fuego. Si bien el proyecto deja en manos de la reglamentación la distribución de las acciones entre las provincias, establece que la misma deberá hacerse en función de la producción de hidrocarburos y de reservas comprobadas.

YPF estructura societaria anterior



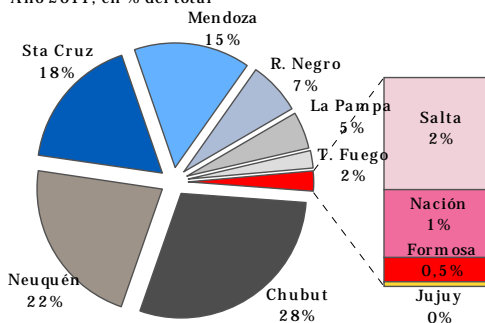
YPF estructura societaria post-reforma



Fuente: LCG

Provincias productoras de petróleo

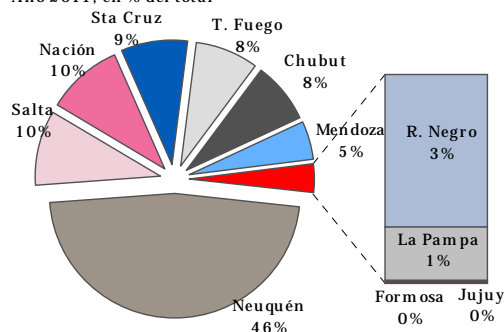
Año 2011, en % del total



Fuente: LCG en base a Secretaría de Energía

Provincias productoras de gas

Año 2011, en % del total



Se trata de un tema no menor y en el cual el Gobierno se vio obligado a dar marcha atrás parcial con respecto al primer borrador que circuló el jueves previo al anuncio debido a la presión de los gobernadores. En aquel, el involucramiento de las provincias era menor, no contemplaba explícitamente una participación accionaria y podían nombrar un solo director en la empresa. **La primera duda que surge es por qué se incluye sólo a las provincias productoras de hidrocarburos, que ya se ven beneficiadas con el cobro de regalías², y no al conjunto de las provincias** (algunas de las cuales incluso tienen firmados contratos de exploración). Para las provincias no pertenecientes a la OFEPHI sólo se contempla su participación en el Consejo Federal de Hidrocarburos que crea el proyecto de ley, con un rol meramente decorativo. Como era de esperar, **distintas provincias han empezado a reclamar públicamente ser incluidas en la participación accionaria de la empresa basándose en distintos argumentos:** Buenos Aires por su alta participación en la refinación de petróleo, Santa Fe porque no recibe “regalías” por su producción agropecuaria, etc. **Probablemente, el criterio utilizado para el Gobierno para elegir a las provincias que tendrán participación accionaria en la empresa haya tenido más que ver con el hecho de contar con recursos para afrontar su pago.**

La segunda cuestión, y más sensible, tiene que ver con respecto a cuál será la forma de pago por la cual las provincias adquirirán las acciones. No parece esperable que la Nación les “ceda” gratuitamente a las provincias la participación accionaria en la nueva YPF sin recibir algo a cambio. Más allá de los beneficios que puede implicar nombrar un director en la empresa (las provincias tendrán 3 di-

² La ley de federalización de hidrocarburos de 1992 transfirió a las provincias la propiedad de los yacimientos ubicados en su territorio y en el mar adyacente a sus costas (hasta 12 millas marinas, Ley N°24.145).

rectores sobre un total de 17), lo cierto es que las provincias deberán negociar con cuidado: no sería extraño que la Nación exija como contrapartida por la participación accionaria que las provincias cedan (al menos parcialmente) sus regalías petroleras o parte de sus concesiones.

De ser el caso las provincias verían seriamente deteriorada su posición fiscal, además de quedar en una posición de vulnerabilidad por la discrecionalidad que tendrá el Gobierno Nacional para efectivizar el pago de las regalías de YPF. Para las provincias con producción de hidrocarburos, las regalías tienen una participación significativa en la estructura de ingresos: por ejemplo, en Neuquén y Chubut representan nada menos que ¼ del total de los ingresos de esas provincias. En el caso particular de las regalías pagadas por YPF, tienen una participación elevada en Mendoza (76% del total de las regalías percibidas), seguida por Neuquén y Santa Cruz.

Así, se plantea una cuestión delicada para las provincias. El atractivo que implica poseer la participación accionaria en la nueva YPF y poder nombrar representantes en su directorio es evidente, sólo resta saber qué es lo que el Gobierno Nacional le pedirá a cambio y la dependencia que implica a futuro el rol del Gobierno definiendo cómo y cuándo se pagan las regalías de YPF.

El deterioro de la macro

Si bien la economía ha seguido creciendo en los últimos años, en paralelo se ha producido un evidente deterioro de los pilares macroeconómicos del modelo. Las medidas

labourcapitalgrowth

Ramsay 1810 - Piso 5°
(5411) 4787-2326
www.lcg.com.ar
contacto: info@lcg.com.ar

Ingresos por regalías

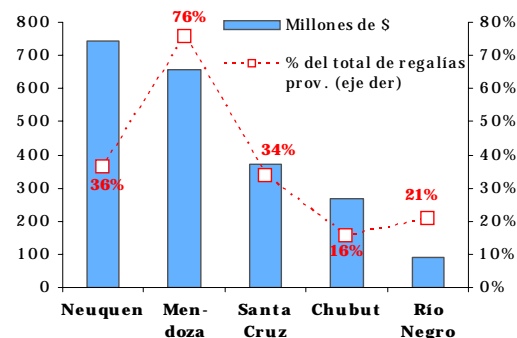
Año 2010

Pcias. petroleras	\$M	% Ing. Tot.	% Gto. Prim.
Neuquén	2.052	25%	27%
Chubut	1.711	27%	29%
Santa Cruz	1.099	16%	16%
Mendoza	867	9%	10%
Río Negro	439	9%	10%
Salta	301	5%	5%
T. del Fuego	289	10%	10%
La Pampa	160	4%	4%
Formosa	20	0%	0%
Jujuy	2	0%	0%
TOTAL	6.940	11,6%	12,3%

Fuente: LCG en base a Secretaría de Energía y de Hacienda

Regalías pagadas por YPF SA

Año 2010



Fuente: LCG en base a Secretaría de Energía y de Hacienda

económicas más relevantes implementadas por el Gobierno después de las elecciones de octubre (cepo cambiario, cepo a las importaciones, reforma de la Carta Orgánica del BCRA, expropiación del 51% de Repsol YPF) **son precisamente la contracara del deterioro evidenciado por los indicadores macro.** Se trata de decisiones que pueden resultar “eficaces” en el corto plazo para posponer en el tiempo la resolución de los problemas, pero que si no son complementadas con modificaciones en el rumbo macro deberán ser inevitablemente ampliadas en el futuro. El problema es que se trata de parches coyunturales, que afectan el crecimiento de mediano plazo de la economía como consecuencia del fuerte desincentivo que generan en el comportamiento inversor del sector privado.

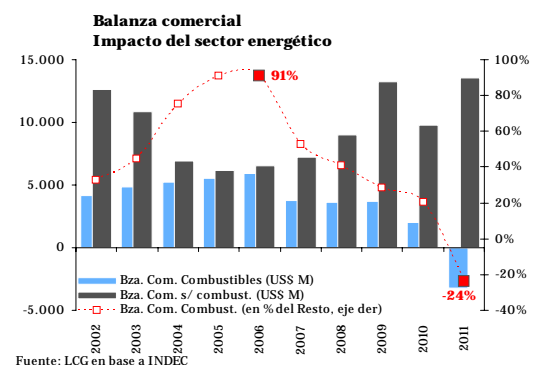
El persistente diferencial inflacionario con el resto del mundo viene quitándole competitividad a la economía, que en la comparación bilateral con los EEUU ya se ubica prácticamente en los mismos niveles que en la Convertibilidad. **Se trata de una dinámica difícil de sostener si el Gobierno sigue priorizando la apreciación real del Peso para sostener el crecimiento del consumo privado.** Los controles a las importaciones pueden compensar a la producción local, pero no atenúan el impacto sobre la competitividad del sector exportador no tradicional (de hecho, lo profundizan por la imposibilidad de incorporar bienes de capital) y aceleran la suba de precios. **Kicillof se ha mostrado favorable a la implementación de tipos de cambio diferenciales,** de forma de “compensar” a cada sector en particular por la pérdida de competitividad sufrida. En última instancia, **esto no sería más que emprolijar la situación actual en la cual ya conviven distintos tipos de cambio:** el que reciben los productores agropecuarios neto de retenciones, el que reciben los exportadores industriales, el que pagan los importadores (que es un promedio entre lo que se permite importar al tipo de cambio oficial y lo que ingresan “informalmente” al tipo de cambio parale-

lo), el que pagan los que quieren ahorrar en dólares (el marginal) y el que deben abonar los que quieren sacar divisas del país (el contado con liquidación).

La utilización de reservas internacionales para el pago de la deuda implementada a partir de 2010, combinada con el salto en la dolarización por la apreciación real del tipo de cambio, **llevó a una caída de magnitud en el colchón de reservas disponibles**. Si bien el ratio con respecto al PBI se mantiene todavía en torno al 10% del PBI, se produjo un marcado deterioro en 2011.

Una política energética de precios domésticos baratos implicó **un deterioro de US\$ 9.000 M de la balanza energética en tan sólo 5 años (2% del PBI)**, que ha impactado no sólo sobre las cuentas externas del país sino también sobre la posición fiscal del Tesoro (vía mayores subsidios). En 2006 el superávit comercial energético era similar al del resto de los sectores. El año pasado, se necesitó $\frac{1}{4}$ del superávit de los otros sectores para financiar su desequilibrio. Además, **el ritmo de deterioro del saldo energético se ha acelerado en los últimos años** (como consecuencia de la mayor participación de las importaciones de GNL para abastecer la creciente demanda interna): se ubica en torno a los US\$ 3.000 M por año.

En el caso de la posición fiscal es donde el deterioro de los fundamentos macro se pone más en evidencia. Si se descuentan los ingresos extraordinarios que el Tesoro recibe por parte del BCRA (como resultado cuasifiscal virtual) y de la ANSES (por las rentas de los títulos públicos que tiene en cartera luego de la estatización de las AFJP) y computa como ingresos corrientes, **el resultado primario mostró un deterioro de 4 pp en sólo 5 años**. El deterioro de la posición fiscal que se produjo en 2009 (de forma justificada para compensar el impacto doméstico de la crisis financiera internacional) se mantuvo en los años posteriores, pese a que la economía retomó el crecimiento económico.



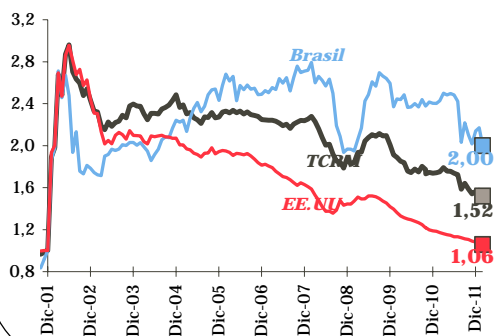
DETERIORO DE LOS FUNDAMENTOS MACRO

COLCHON DE COMPETITIVIDAD

Hoy sólo 52% por encima del nivel de Dic-11.

- Inflación superior al 20% erosionó la competitividad de la moneda (-33% desde 2007).
- Sólo la "fortaleza" del Real y la "debilidad" del Dólar, demoraron los efectos.

Tipo de cambio real multilateral
Índice base dic-01=1. Ult. dato Mar-2012

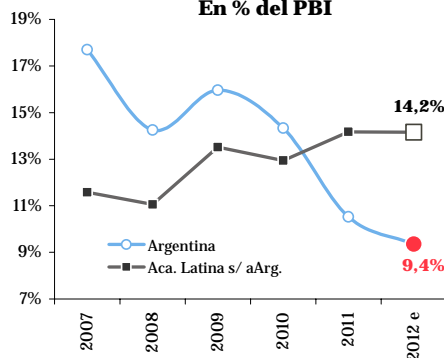


RESERVAS INTERNACIONALES

Caída de 8 pp del PBI desde 2007

- Causas: Dolarización + pago de la deuda
- Nivel por debajo del promedio regional y el mayor retroceso en los últimos 5 años

Reservas internacionales
En % del PBI

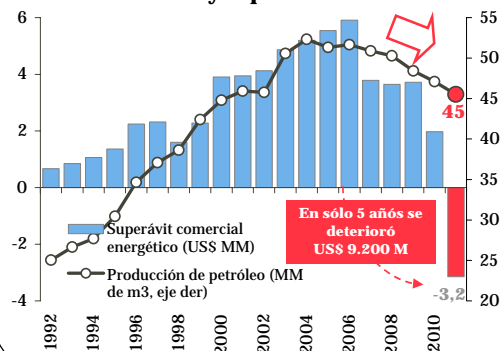


ENERGÍA

Fin de autosuficiencia energética

- En sólo 5 años el deterioro comercial fue de US\$ 9.200 M (2% del PBI).
- La producción se contrajo 13% desde 2004.

Sector energético
Producción y superávit comercial

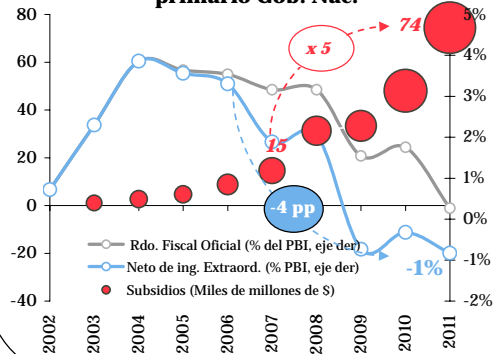


SUPERARVIT FISCAL

Se evaporaron 4 pp del PBI en 5 años

- Maquillado con ingresos extraordinarios (2011: 1,1% del PBI)
- Subsidios x 5 desde 2007

Subsidios vs Resultado fiscal primario Gob. Nac.

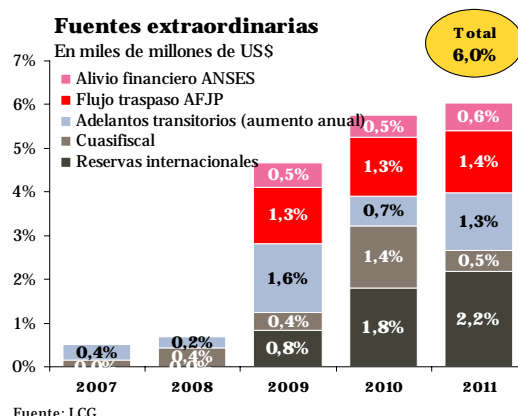


Pero cuando se refina el análisis de los números fiscales se observa que el financiamiento total de las erogaciones del Tesoro (gasto primario, intereses y vencimientos de deuda) ha requerido de forma creciente de la utilización de otras fuentes de financiamiento también extraordinarias.

La estatización de las AFJP representó un flujo anual promedio de US\$ 5.000 M (1,3% del PBI) de aportes de los trabajadores a la ANSES que tienen como contrapartida el pago de las respectivas jubilaciones en el futuro. No obstante, el Gobierno lo ha internalizado dentro de su estructura de gastos corrientes. A su vez, los títulos que pasaron a manos de la ANSES aliviaron desde 2009 el pago de los servicios de la deuda en 0,5% del PBI por año.

Como mencionamos en detalle en el informe mensual pasado, el BCRA se fue transformando progresivamente en el Prestamista de Última Instancia del Tesoro a través de distintos mecanismos: transferencia del resultado cuasifiscal (vía emisión monetaria), incremento de la asistencia vía adelantos transitorios, y utilización de las reservas para el pago de los vencimientos de la deuda (además de la cesión al Tesoro de los DEG recibidos por la capitalización del FMI en 2009). Por todos estos conceptos, la asistencia del BCRA promedió anualmente el 2,8% del PBI en el período 2008-11.

¿Cuál es la magnitud del deterioro en 2012? Aun asumiendo un escenario “moderado” de expansión del gasto primario para el 2012 (25%, que implicaría un crecimiento apenas positivo en términos reales), **el agujero a financiar asciende a \$ 81 MM (3,5% del PBI). Sin acceso a los mercados de crédito, todo el financiamiento deberá surgir del BCRA: \$ 15 MM por la transferencia del resultado cuasifiscal “virtual”, \$ 29 MM por la utilización de reservas internacionales para el pago de los vencimientos**



de la deuda en moneda extranjera, y con **adelantos transitorios** todo el remanente (que luego de la reciente duplicación del margen de asistencia se ha transformado en la última rueda de auxilio financiera del Gobierno).

La magnitud del deterioro en 2012

	Miles de millones de \$			En % del PBI
	En moneda nacional	En moneda extranjera	Total	
Necesidades de Financiamiento	51,8	29,0	80,8	3,5%
Déficit Primario (neto de ingr. extraord.)	23,2	-	23,2	1,0%
Asistencia financiera a Provincias	15,0	-	15,0	0,7%
Vencimientos de deuda*	13,6	29,0	13,6	1,9%
Fuentes de Financiamiento	51,8	29,0	80,8	3,5%
Cuasifiscal BCRA	15,1	-	15,1	0,7%
Reservas Internacionales	-	29,0	29,0	1,3%
Adelantos Transitorios (incremento)	36,7	-	36,7	1,6%

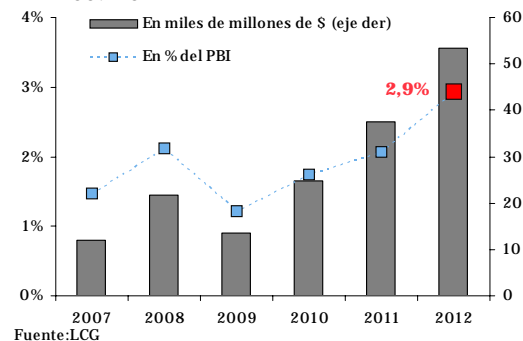
Fuente: LCG

* Neto de la deuda intra-sector público y Organismos Internacionales (refinanciación automática)

Si el crecimiento del gasto se ubica en el 30% (un supuesto bastante más realista teniendo en cuenta la idiosincrasia kirchnerista y la evolución reciente del 1T-12 que mostró un crecimiento del 34% ia), **el bache total ascendería a \$ 101 MM (4,4% del PBI) y sería financiado con mayores adelantos transitorios que totalizarían \$ 56,8 M** (el margen potencial de incremento de adelantos transitorios para el 2012 asciende a \$ 75 MM).

Precisamente, esta es la encerrona en materia fiscal en la que se encuentra el Gobierno. Luego de la estatización de las AFJP y la utilización de reservas internacionales para el pago de los vencimientos de la deuda, no existen otras cajas de magnitud "a la vista". **Y el Gobierno ha dejado en claro con la reforma de la Carta Orgánica del BCRA que de mantenerse la elevada dinámica de crecimiento del gasto su financiamiento inevitablemente surgirá del impuesto inflacionario:** en 2012 al-

Impuesto inflacionario 2007-2012



canzaría prácticamente el 3% del PBI. **Esta última “valla de contención” es la que genera mayores dudas con respecto a la dinámica de la macro en los tiempos venideros.**

Por lo pronto, el gasto público ha vuelto acelerarse: creció 39% ia en marzo y acumula un crecimiento del 34% ia, 3 pp por encima del mostrado un año atrás cuando las cruciales elecciones presidenciales empezaban a despuntar en el horizonte. El cambio de diagnóstico en materia macro que realizó el Gobierno con respecto a fines del año pasado (Kicillof mediante) y la postergación sin fecha de la generalización del recorte de los subsidios derivada de la tragedia ferroviaria de Once, hacen prever **que la “sintonía fina” quedará para otra oportunidad y que se seguirá utilizando la política fiscal para tratar de darle impulso a la economía en 2012 y llegar bien posicionados a las legislativas del 2013.**

En la dinámica de corto plazo, la combinación entre el cepo cambiario y el inicio de la liquidación de la cosecha gruesa (potenciadas por una soja bien por encima de los US\$ 500 que “borra” los efectos de la sequía) **permiten maniobrar con cierta tranquilidad:** el BCRA puede comprar reservas a discreción y los pesos acorralados en el circuito formal se han volcado a los plazos fijos permitiendo una sostenida baja en las tasas de interés (que ya se encuentran en los niveles de ago-11).

Sin embargo, **el Gobierno no debería subestimar los riesgos que implica el “seguir como hasta ahora”. La ampliación de la brecha del contado con liquidación** (que alcanzó el 25%) **y del tipo de cambio paralelo** (en torno al 15%) con respecto al oficial son llamados de alerta, que en caso de profundizarse se traducirán en una mayor filtración sobre los precios domésticos e impactarían sobre la demanda de pesos del sector privado. **El acelerado proceso de deterioro de los fundamentos macro** que posibi-

labourcapitalgrowth

Ramsay 1810 - Piso 5°
(5411) 4787-2326
www.lcsa.com.ar
contacto: info@lcsa.com.ar

litaron el crecimiento económico en los últimos años deja un margen de maniobra sustancialmente más acotado que en el pasado. El **desincentivo a la inversión privada** que implica un escenario de mayor apreciación real, mayores salarios en dólares, dificultades para importar, trabas para girar dividendos al exterior y el riesgo regulatorio derivado de la expropiación de YPF, repercuten sobre la tasa de crecimiento de la economía. Por lo pronto, la actividad viene dando signos de desaceleración y actualmente crece apenas por encima del 3% (3 pp por debajo del promedio de 2011).

¿Será suficiente el mayor gasto público para dinamizar la actividad económica en un entorno macro más apretado? El bajísimo nivel de vencimientos de la deuda asegura que no se produzca un escenario de colapso, pero la economía parece encaminarse a un escenario de crecimiento bajo e inflación estable pero elevada. El límite a esta configuración se producirá cuando los crecientes controles que el Gobierno debió implementar para morigerar los efectos del deterioro macro comiencen a impactar sobre el nivel de empleo.

Está prohibida su reproducción y circulación no autorizada expresamente.