

23 de Enero de 2015

Petróleo: Repercusiones Domésticas

En el [Resumen Económico de la semana pasada](#) detallamos los factores ligados al derrumbe del precio internacional del crudo. A diferencia de la inmensa mayoría de los países del mundo, los precios locales están disociados de los internacionales desde hace ya varios años.

En un contexto externo de precios altos, los precios locales se mantuvieron significativamente por debajo. En la coyuntura actual de precios internacionales débiles, los precios domésticos se ubican marcadamente por arriba. En el *Resumen* de hoy analizamos la política de precios internos para considerar posibles efectos en las compañías cotizantes locales.

Adelantándonos a las conclusiones, el cambio rotundo en la política del Gobierno es una especie de blindaje para los balances de las compañías locales. Si la caída del precio internacional es transitoria y retornamos a un mundo de precios más altos (U\$70/U\$80), las empresas podrán transitar la convulsión internacional sin inconvenientes. Si los precios actuales se mantienen en el tiempo, improbable según la gran mayoría de los análisis, obviamente la protección del gobierno no podrá ser eterna.

Historia Reciente

Durante la mayor parte de la última década, la política de precios dañó la producción y la rentabilidad de la industria. Sin embargo, a partir de la estatización de YPF la postura del Gobierno giró 180 grados, favoreciendo fuertemente las compañías del sector. La política de precios es sumamente compleja e incluye regulaciones en materia de precios internos y externos del crudo y de los combustibles.

Hasta la estatización de YPF, el Gobierno aplicó varios esquemas afectando la ecuación de precios, tanto de los productores como de los refinadores. La principal herramienta para contrarlar los precios domésticos fueron las retenciones a las exportaciones. Con el objetivo desacoplar el precio local del internacional, y de paso engordar un poco los ingresos fiscales, el Gobierno fue cambiando las alícuotas de retenciones a las ventas externas.

Los derechos a las exportaciones se fijaron en el 20% en el 2002 y se mantuvieron hasta el año 2004, cuando se pasó a un sistema de retenciones móviles producto del avance del precio internacional (sistema escalonado con una retención mínima del 25% creciente hasta una máxima del 45%). En el 2007 se cambió nuevamente el esquema, aumentando la retención efectiva. El nuevo estableció que cuando el precio internacional superara los U\$60,9, la alícuota pasaría a ser móvil, de manera que cualquiera sea la cotización internacional el productor local recibía U\$42 por cada barril exportado. En el 2013, el Gobierno actualizó los valores de corte, permitiendo un mayor precio de venta pero respetando el diseño anterior. A partir de esta nueva resolución, el productor pasaría a recibir U\$70 por barril exportado siempre que el precio internacional superara los U\$80.

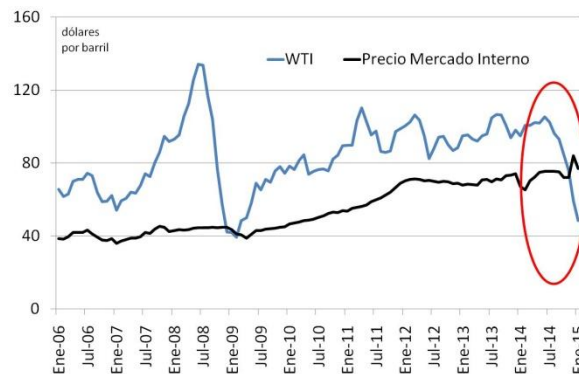
Hasta ese momento, las intensiones eran *“garantizar la desvinculación del precio local de las oscilaciones verificadas en la economía mundial”* y *“que la posibilidad de exportar se encuentra limitada al previo abastecimiento de la demanda de todas las refinerías habilitadas para operar en el país”*. Al igual que en otros mercados (carne, trigo, etc.) el Gobierno volvió a cometer el mismo error. En su afán por garantizar la demanda interna, termina desestimulando la oferta y la producción, con lo cual al final del día todos pierden, consumidores, productores y el propio Estado.

En octubre último, con el WTI perforando los U\$80, el gobierno eliminó el régimen anterior. El nuevo establecía que cuando el precio internacional se ubicara por debajo de los U\$80 la alícuota sería del 13%, cuando sea inferior a los U\$75 el derecho pasará al 11,5% y cuando perforara los U\$70 la alícuota descendería al 10%. Con estas nuevas alícuotas, el objetivo pasó a ser: *“garantizar los niveles actuales de rentabilidad del sector con el propósito de mantener las pautas de inversión tendientes al logro del autoabastecimiento de hidrocarburos establecido en la Ley N° 26.741”*. Bienvenido el cambio conceptual. Cómo el precio internacional no detuvo su caída, a fines de año el Gobierno implementó un derecho de exportación de sólo el 1% en caso de que el precio de referencia sea inferior a U\$71.

La eliminación de las retenciones después de mucho tiempo deja en claro que el Gobierno busca preservar la rentabilidad para atraer inversores, sobre todo en Vaca Muerta. Otra medida que mejora los precios de exportación, es la rebaja del 15% al 7,5% de las regalías de la provincia de Chubut, donde se extrae el crudo Escalante con destino exportación. Por último, esta semana el Gobierno Nacional anunció una subvención de 2 dólares adicionales para aquellas empresas que mantengan las exportaciones.

Con respecto a los precios de venta locales, referencia Medanito de la Cuenca Neuquina, también estuvieron fuertemente regulados por la Secretaría de Energía en los últimos años. Como mencionamos, a precios internacionales altos, precios domésticos bajos. La política cambió una vez que YPF pasó a ser Estatal y adquirió una mayor notoriedad en las últimas semanas con el derrumbe del WTI. A fines del año pasado el Gobierno había fijado el precio de referencia en U\$83, y luego lo bajó a U\$77 para acompañar la reducción del 5% de los precios en surtidor. También con la intención

de sostener la producción, el Gobierno se comprometió esta semana establecer una subvención de 3 dólares por barril a las empresas que sostengan la misma producción que en 2014 (a medida de YPF y Pan American Energy). Como se observa en el siguiente gráfico, la relación entre el Medanito y el WTI se dio vuelta drásticamente.

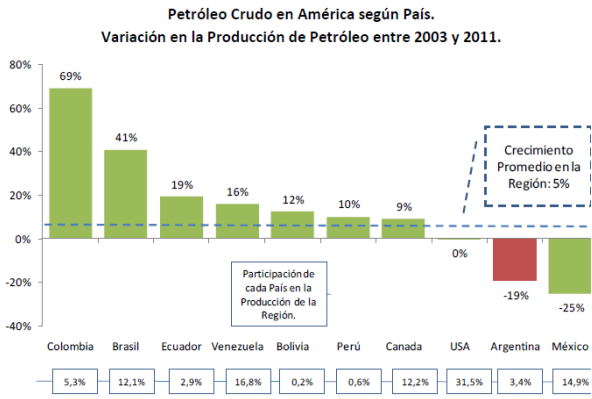


Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Secretaría de Energía.

Por el lado del gas natural, vale remarcar las exportaciones son prácticamente nulas, con lo cual el mercado local se mantiene desacoplado de la caída en el precio internacional (Henry Hub). Además, desde fines de 2013, las empresas cuentan con el Programa de Estímulo que establece en U\$7,5 el precio del millón de BTU de gas natural nuevo en boca de pozo. Con respecto al precio de los combustibles, tuvieron una dinámica muy similar a los precios del crudo. Después de muchos años de pagar barata la nafta y el diesel, actualmente el consumidor local está pagando varios centavos más en relación a la mayoría de los vecinos de la región.

A nivel macroeconómico, los resultados de las políticas pre-estatización de YPF son conocidos. De exportadores a importadores netos en menos de una década, con caída en la producción, las exportaciones y las inversiones en el sector. Creo que el siguiente gráfico ([informe Fundación Ideal](#)) resume bastante bien el atraso relativo de nuestro país en materia de hidrocarburos. En

el último año la detracción en la producción se pudo contener gracias al aumento en la producción de YPF (principalmente) y Pan American Energy.



Empresas Locales

Los cambios en el escenario internacional y la política de precios interna obviamente afectan a las compañías locales. Por lo explicado anteriormente, las empresas exportadoras son las más perjudicadas. La mayor exportadora del país es Pan American Energy.

En informes anteriores recomendamos la deuda en dólares con vencimiento en el 2021, debido a los muy bajos niveles de deuda en relación al capital, los reducidos pagos de intereses en relación a la generación de caja y la buena reputación de la compañía para conseguir financiamiento en el exterior. Estos títulos presentaron una leve baja de precio en las últimas semanas. Obviamente los resultados se verán dañados, pero debido a los buenos ratios financieros la caída fue moderada. Por otro lado, vale remarcar que menos de un cuarto del volumen de ventas tiene como destino el mercado externo. El resto, son ventas de gas natural y crudo al mercado interno.

Las productoras y refinadoras, principalmente YPF pero también otras empresas con oferta pública como Petrobras Argentina (acción) y Pan American Energy

(O.N.), están siendo favorecidas por los cambios descritos en la política oficial que garantizan un precio local más alto (tanto del crudo como del combustible) y desacoplado de la caída internacional.

Como mencionamos, el cambio rotundo en la política del Gobierno es una especie de blindaje para los balances de las compañías locales. Si la caída del precio internacional es transitoria y retornamos a un mundo de precios más altos (U\$70/U\$80), las empresas podrán transitar la convulsión internacional sin inconvenientes. En cambio, si los precios actuales llegaron para quedarse, improbable según la gran mayoría de las estimaciones, obviamente la política actual del gobierno no es sostenible y las compañías se verán afectadas. La misma lectura para el desarrollo de Vaca Muerta, si este umbral de precios es transitorio, el escenario actual sólo retrasará algunas inversiones.