

El valor de YPF

Por Hernán Letcher

El juicio sobre la estatización de YPF ha tomado centralidad en el debate público. Esto se debe a la posibilidad de que el Estado argentino deba enfrentar el pago de entre USD 5.000 millones a USD 16.000 millones según la sentencia en primera instancia de la jueza Loretta Preska (quien, a la vez, no condenó a YPF).

En relación al juicio en particular, lo que diga Preska no es de aplicación definitiva dado que Argentina tiene, aún, dos instancias de apelación. Adicionalmente, hay también cuestiones por discutir que van desde la aplicación de la ley (que debía realizarse con interpretación argentina, pero se aplicó considerando que el Estatuto de la compañía tenía más status que la ley votada) hasta las fechas de expropiación efectiva y los montos resarcitorios.

Merece un párrafo aparte analizar quién es el que impulsa el juicio por la expropiación. Es un fondo buitre llamado Burford Capital. Los argentinos y las argentinas sabemos a qué se dedican: compran por migajas juicios contra estados soberanos, aprovechan la posibilidad de litigar fuera del país en cuestión, eligen un juez afín y logran una sentencia acorde a sus intereses. Burford, aún teniendo participación en la empresa, nunca apostó por YPF, nunca invirtió en ella y tampoco le importó (ni le importa) su destino. Tiene por finalidad ganar millones con esa versión actualizada de timba financiera. De hecho, Burford compra la posibilidad de litigar años después de la expropiación. Estos fondos tienen, además, tentáculos en todos lados. Quizás ello explique la postura con tanta repercusión mediática de Galperín, titular de Mercado Libre, bancando la posición anti expropiación: su principal accionista (Baillie Gifford and Company) es accionista también de Burford Capital.

Mas allá de las cuestiones jurídicas, el eje principal es el debate económico ¿USD 5.000 es mucho o poco? El hecho de que Burford hubiese querido que la jueza condene a YPF hace pensar que el valor de la compañía es significativamente superior a la suma de sus acciones ¿Es efectivamente así? Repasemos.

¿Cuánto vale una empresa que permitió modificar diametralmente la política hidrocarburífera de un país? La política predatoria de la multinacional Repsol a lo largo de la privatización (que comenzaron a principios de los 90, vendiendo por partes a REPSOL, y culminaron en 1999, con la venta del remanente) había llevado a años de desinversión y no exploración. Su práctica consistía en la sobreexplotación de las reservas de YPF SE que se monetizaban, fugando hacia España los recursos nacionales. Los datos son elocuentes: los pozos de exploración de YPF cayeron de 101 en 1994 a 10 en 1999, y se mantuvieron así

hasta 2011. La caída de reservas fue fenomenal. Lo mismo que en producción e inversión. Es justamente la estatización de YPF la que revierte la situación: de 661 barriles/día en 2006 se pasa a producir 486 en 2012 (-30%), y post estatización, la producción se recupera a 580 barriles/día en 2015 (+20%). En el caso de la inversión, se pasa de USD 2200 millones, en promedio, entre 2006 y 2011 a USD 6250 millones, en promedio, entre 2013 y 2015. La decisión fue estratégica porque permitió el cambio de la dinámica en materia energética.

¿Cuánto vale una empresa que desarrolló Vaca Muerta? Un cálculo sencillo, computando reservas según la Resolución 324/2006 de la Secretaría de Energía, asignando a YPF las áreas que opera (difieren de las áreas en las que tiene propiedad, pero los volúmenes son similares en líneas generales) y tomando para el cálculo la cantidad de reservas Comprobadas al ciento por ciento (pueden producirse inmediatamente) y las Probables al cincuenta por ciento (corto plazo), y con un escenario de precios conservador (USD 3 el MMBBTU y USD 54 el barril), YPF tendría reservas totales de gas natural estimadas en alrededor de USD 7.000 millones, y reservas totales de petróleo estimadas de USD 68.000 (las reservas no convencionales representan 75% y 67% respectivamente), a lo que deberían sumarse los recursos prospectivos (hidrocarburo que por falta de instalaciones no será producido aún), que se estiman en USD 45.500 millones en gas natural y USD 190.000 millones en petróleo. Es decir, YPF tiene reservas valorizadas en USD 75.000 millones que podría poner en producción inmediatamente o en el cortísimo plazo y recursos que superan los USD 200.000 millones para explotar en el largo plazo. Si, sumaste bien: hablamos de USD 310.500 millones. A esto habría que adicionarles las reservas y recursos a descubrir en la formación Palermo Aike y en las áreas Off Shore.

Hoy todos hablan de que Argentina tiene un potencial enorme porque tiene la segunda reserva de gas y la cuarta de petróleo no convencional. Ese potencial y la valorización mencionada es parte de la ecuación por la decisión de recuperar YPF en 2012. Esta decisión permite apropiarse de la potencialidad que tiene la formación Vaca Muerta. Gracias a ello es que la Argentina se ubica en el cuarto lugar en el ranking de países con mayor volumen de reservas de petróleo no convencional (de los 27 billones de barriles que se estiman a nivel nacional, 16 se encuentran en Vaca Muerta, es decir, casi un 60% del total) y posee la segunda reserva más grande del mundo de gas no convencional (del total nacional, el 40% se encuentra en Vaca Muerta). Para dimensionar lo que representa, los 16 billones de barriles de petróleo suponen el consumo interno de Argentina de 94 años y, en cuanto al gas, esta relación se duplica: los 308 trillones de pies cúbicos representan 193 años de consumo interno de nuestro país.

Sin esa decisión, no estaríamos hablando de estos números. Y hay más: esos números son posibles porque la estatización permitió el desarrollo de Vaca Muerta. Fue la YPF recuperada por el Estado la que realizó las inversiones iniciales y pagó el costo de la curva de aprendizaje que las empresas privadas no estuvieron dispuestas a asumir. Esas inversiones fueron las que permitieron mejorar la eficiencia de modo tal de tornar factible (y rentable) económicamente la extracción de los recursos de Vaca Muerta. Tal es así que, en los primeros años de la actividad en la zona, casi la totalidad fue desarrollada por YPF. Hoy la productividad y los costos de Vaca Muerta son similares a la formación Permian (en EEUU).

Y por si esto resultada poco, YPF está embarcada en un proyecto para desarrollar los recursos no convencionales de la formación Palermo Aike que hasta el momento todos miraban desde lejos. Este es un ejemplo claro de la importancia que YPF tiene en el desarrollo del sector.

¿Cuánto vale una empresa que podría permitir a la Argentina superar la restricción externa? Los datos mencionados y el volumen de recursos de Vaca Muerta, offshore o litio, bien administrados, no sólo nos podría permitir suplir el declino de la producción convencional sino también revertir la balanza comercial energética: pasar de un escenario de importación de energía al autoabastecimiento y capacidad exportadora. Algunas estimaciones, calculan un ingreso potencial de divisas anual de más de USD 30.000 millones, a los que podría sumarse unos USD 15.000 de litio. Esto representa casi la mita del total de exportaciones argentinas de bienes al año 2022.

¿Cuánto vale una compañía con resultados envidiables como los de YPF? A contramano de los que algunos suelen mencionar respecto de la ineficiencia aparente de las empresas con participación estatal, los resultados muestran otra cosa. YPF mejoró la curva de producción (casi 8% en barriles equivalentes entre 2020 a 2022, lo que contrasta con la caída de 11% entre 2015/19), con ganancias récord (el EBITDA ajustado de 2022 superó en 29% al de 2021 y en 37% al de 2019), con inversión récord (un nivel histórico que, en 2022, superó en 52% la de 2021 y en 17% a la de 2019), con mayores reservas (entre 2019 y 2022 se incrementaron 11%) y un desendeudamiento sustancial (reducción de USD 1.000 millones en préstamos entre 2019 y 2022). Todo esto logrado como resultado de mayor eficiencia operacional y no con aumentos desmedidos de precios (costos operativos -lifting cost- y de desarrollo -development cost- en operaciones Shale se redujeron 58,6% y 49,7% respectivamente entre 2017 y 2022).

¿Cuánto vale una empresa que logró cerrar un juicio potencial de USD 14.000, como el de Maxus, pagando sólo 2% de lo discutido en el caso (USD 287 millones)? Este era un juicio derivado de la decisión de Estensoro, en la época

de la YPF privada, de extender a otros países la incidencia de YPF en lugar de apostar al impulso de la producción local (en un país petrolero como el nuestro), La decisión, fue apresurada y sinsentido, en base a los perjuicios económicos por las demandas ambientales que poseía Maxus y que le valió muchas acusaciones y sospechas a Estensoro por la decisión.

¿Cuánto vale una empresa que permite apuntalar las decisiones de política económica? Un ejemplo claro: YPF durante 2022 y frente al conflicto bélico, mejoró la producción para atender a la demanda creciente y lo hizo con los precios más bajos de la región, permitiendo, además, previsibilidad y estabilidad a la producción local. Esta decisión no es novedosa, ya que YPF vende sus naftas en el mercado a un precio menor que sus competidores, cuestión naturalizada que, injustamente, no suele destacarse.

¿Cuánto vale una empresa con el futuro de YPF? De cara al presente y al futuro, YPF se encuentra impulsando el gasoducto Néstor Kirchner, que permitirá modificar la matriz energética y económica de la Argentina. A ello se suma el acuerdo con Petronas, la petrolera estatal de Malasia, para impulsar la construcción de otros 3 gasoductos de 570 kilómetros cada uno, con una inversión a 2036 de USD 40.000 millones, y una planta de licuefacción, decisión muy trascendente para nuestro país. Además, se está avanzando en el proyecto para hacer un oleoducto propio de YPF, llamado Vaca Muerta Sur, desde Vaca Muerta a Punta Colorada en la provincia de Rio Negro, que va a suponer una inversión de USD 1.200 millones y que permitirá incrementar las exportaciones, no sólo de YPF.

¿Cuánto vale el offshore? YPF participa, asociada a la empresa Equinor, en la exploración offshore en el Mar Argentino, más precisamente en la Cuenca Argentina Norte, a 400 km de la costa de Mar del Plata. Esta etapa exploratoria es fundamental para comprobar la existencia de un sistema petrolero que permita avanzar con la explotación de los hidrocarburos costas afuera. En dicha área, se estima una potencialidad de producción de 200.000 barriles de petróleo diarios. Este valor se asemeja al total producido por YPF actualmente, entre producción convencional y no convencional, y equivale a un 35% de la producción total de petróleo del país durante 2022. Además, en total de reservas disponibles, las estimaciones plantean que oscilan en valores cercanos a otra formación Vaca Muerta. Un cálculo grosero implicaría unos USD 6.500 millones de ingresos adicionales por año.

¿Cuánto vale una empresa que pueda impulsar y orientar las inversiones en nuevas energías? YPF Luz, por ejemplo, cuenta con una capacidad instalada de unos 2.500 MW, con proyectos de ampliación. La producción incluye energía térmica eficiente, parques eólicos y está en construcción el primer parque solar.

Resulta fundamental una empresa innovadora en materia de renovables en un contexto de transición de la matriz energética a nivel mundial.

También, desde hace dos años, YPF participa en el negocio del litio e impulsa YPF Litio que, junto con YTEC, no sólo pretende intervenir en la etapa de producción de carbonato de litio, sino que, además, ya se trabaja en las plantas de producción de baterías.

¿Cuánto vale una compañía con la empresa más grande de tecnología de toda Sudamérica como YTEC? La apuesta a la tecnología se refleja, en 2023, en el mayor presupuesto de su historia. YTEC permite la mejora constante de los procesos de YPF, lo que se refleja en mejoras en la rentabilidad.

Justamente, incluso para los que ven a YPF sólo como un negocio, y desconocen buena parte de lo descrito en este artículo respecto de su rol para la soberanía del país, el desarrollo de la producción nacional, la creación de fuentes de trabajo y la generación de divisas, los datos también son elocuentes: **YPF podría pagar los supuestos USD 5.000 millones con un sólo año de EBITDA. El ejemplo es sólo a efectos enunciativos dado que, como se mencionó, YPF está fuera del juicio.**

Los titulares que pretenden instalar, en el conjunto de la sociedad, la idea de que estatizar YPF fue un mal negocio deberían revisar sus planteos o, al menos, ampliarlo a las distintas dimensiones que este artículo propone. Resulta evidente que el verdadero objetivo de estas críticas es propender a una apropiación privada del principal recurso en juego: Vaca Muerta. Las estrategias para ello pueden ser diversas: desde medidas que marginen a YPF, a la lisa y llana re-privatización -parcial o total- de la empresa para lo que, el primer paso, implica convencer de que la YPF estatal no sirve.

Con todos estos datos, si hubiera que votar nuevamente la ley de expropiación, habría que levantar las dos manos.