

El caso YPF como factor de alteración del (frágil) equilibrio externo

El anuncio de YPF del canje voluntario de toda su deuda en dólares por USD 6,2 mil millones, cuando el vencimiento del próximo es el 23/3/21 por USD 430 millones, se constituyó como un factor que ha puesto en alerta a los agentes económicos. Si bien el contexto de política económica había estado afectado por decisiones erráticas desde diciembre último, el evento YPF ha agregado más incertidumbre.

En este contexto, efectuamos algunas consideraciones sobre el tratamiento de YPF como compañía a lo largo de su historia y evaluamos algunos de los factores de riesgo que inciden en su situación actual. Luego, analizamos la relevancia que pueden tener las recientes decisiones de YPF como factor con incumbencia a nivel sistémico y macroeconómico.

Consideraciones sobre el sujeto de crédito YPF

- **YPF como crédito corporativo o como riesgo asociado al soberano:** YPF es hoy una compañía muy distinta a la de los '70 y '80. En esos tiempos, el 100% de su capital era propiedad del Estado, el déficit/superávit de la operación incidía directamente sobre la Tesorería Nacional y, particularmente, en los '70s, actuaba como vehículo financiero del Estado Nacional.

Actualmente, el 51% del paquete accionario de YPF se reparte entre el Estado Nacional y las Provincias, lo cual significa control estatal del directorio. Su ordenamiento jurídico es de sociedad anónima, lo cual implica estar sujeta a controles y obligaciones específicos y transmitía idea de manejo autónomo. Cotiza en la Bolsa de New York con amplia dispersión de accionistas privados.

En consecuencia, el proceso de canje de su deuda es distinto a una renegociación de deuda de un organismo semipúblico (no tiene las formas legales que hacen a la deuda soberana).

Daniel Marx
DIRECTOR EJECUTIVO

Virginia Fernández
ECONOMISTA SENIOR

Fernando Baer
ECONOMISTA SENIOR

Paul Franck
ANALISTA JUNIOR

Juan Sommer
CONSEJERO



MONITOR SEMANAL

- **Crédito corporativo y factores de riesgo:** entonces como deudor corporativo YPF no está exento de distintos riesgos, los propios, como sujeto de crédito basado en cuestiones bajo su control, y de los sistémicos, dados por el contexto en el que opera. En los últimos tiempos subió la incidencia y ponderación de estos últimos.

Se entiende que la operación de YPF generó la caja en ARS necesaria para hacer frente a su próximo vencimiento de deuda, el 23/3/21 (USD 430 millones de capital e intereses) y, por separado, acceder a financiamiento para atender su programa de inversiones. Sin embargo, las normas del BCRA condicionan el acceso al mercado oficial de cambios para cumplir con esa obligación. Esta situación es la que afectó no sólo la percepción de riesgo de YPF, sino que se extendió también al resto del crédito corporativo local.

- **Reestructurar versus sostener deuda mediante operaciones sucesivas:** reconocer a YPF como crédito corporativo, en un contexto global en el que abunda la liquidez y el apetito por activos emergentes se recuperó notablemente, puede llevar a un círculo virtuoso en términos de generación de divisas. El beneficio de permitirle acceso al mercado de cambios para pagar su próximo vencimiento puede ser mayor que el costo sobre la cuenta capital del balance de pagos al generar un contexto que facilita la refinanciación de las deudas corporativas. Además, YPF se encarna como un jugador estratégico en el desarrollo de Vaca Muerta. Como tal, debería recomponer las condiciones para poder acceder al mercado de capitales. Las inversiones necesarias no pueden ser satisfecha por el Estado.

Impacto a nivel sistémico y macroeconómico

La decisión de YPF de reestructurar sus obligaciones en moneda extranjera entendida como parte del objetivo del Banco Central de limitar el uso de reservas para el pago de servicios de la deuda en moneda extranjera ha alterado el mercado de bonos corporativos.

La consecuencia inicial fue el encarecimiento del costo de endeudamiento del sector corporativo,

MONITOR SEMANAL

que aumentó 220 pbs en promedio entre el momento del anuncio del canje (11/1) y la actualidad (20/1).

Ello responde al mayor riesgo percibido, dado que el sector privado tiene vencimientos de capital e intereses de títulos de deuda de ahora a fin de año por USD 3,1 mil millones (concentrados en el tercer y cuarto trimestre del año).

**Estimación vencimientos deuda en moneda extranjera Sector Público
Nacional y de títulos corporativos en USD**

USD MM. Capital e intereses

	1 trim	2 trim	3trim	4 trim	Año
Vencimientos K+I Sector Público Nacional					
Organismos Internacionales	962	840	2.868	2.772	7.442
FMI	305	296	2.214	2.257	5.072
Club de París y otros	1.198	2.621	464	601	4.883
(1) Total	2.160	3.460	3.331	3.373	12.324
Títulos deuda corporativa USD					
Capital	413	104	786	700	2.002
Intereses	327	178	407	221	1.134
(2) Total	740	282	1.192	921	3.136
(3)=(1)+(2) Total vencimientos en ME	2.899	3.742	4.524	4.295	15.460

Fuente: MECON, BCRA, Bloomberg y estimaciones propias

Los vencimientos de obligaciones en moneda extranjera del Sector Público Nacional por USD 12,3 mil millones, entre los que se destacan USD 5,1mil millones con el FMI y USD 2,3 mil millones con el Club de París) agregan mayor incertidumbre sobre la disponibilidad de divisas para atender los servicios de la deuda privada.

La venta de divisas a las empresas que tienen los pesos para comprarlas y facilitar la renegociación de los vencimientos de las que tienen dificultades financieras, parece ser la mejor manera para cuidar las reservas internacionales. Es decir, la diferenciación del crédito corporativo según méritos propios sería el camino deseable para no generar mayores presiones sobre la balanza de pagos. El caso YPF podría aportar en ese sentido. Sin embargo, Argentina debe lograr instalar una agenda que permita ir reduciendo gradualmente los componentes de riesgo sistémico.