

SPE – IV Seminario Estratégico
“La Argentina y el Planeamiento Estratégico”

Mesa IV: Financiamiento de las Inversiones de Largo Plazo

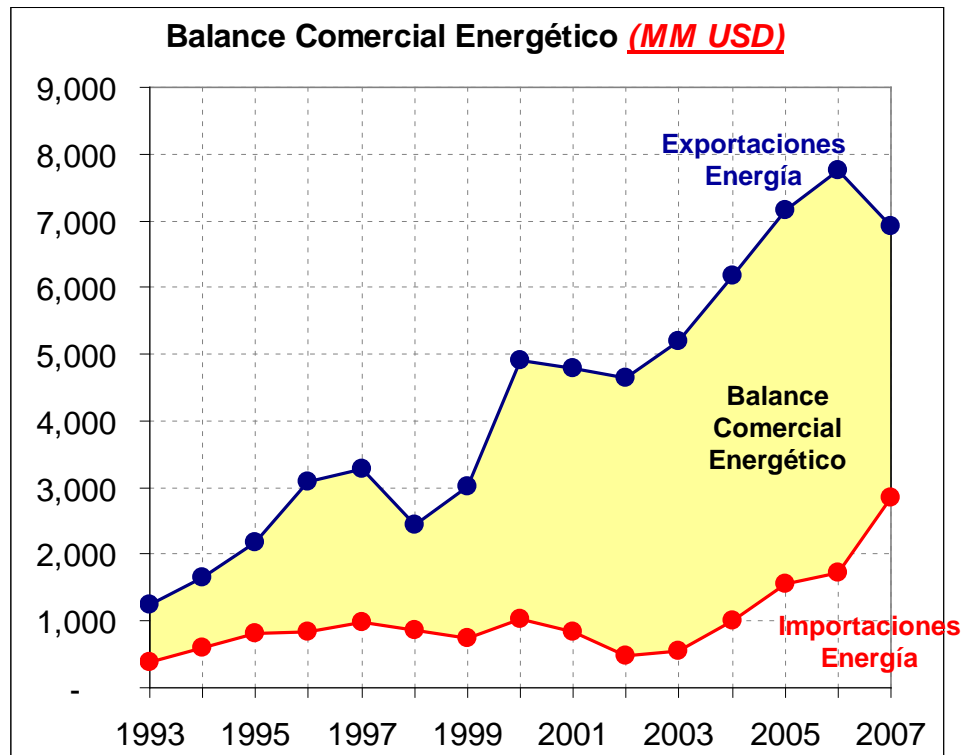
**“DISPONIBILIDAD DE ENERGÍA
Y AHORRO EXTERNO:
dos cuestiones inseparables para Argentina”**

Oscar De Leo

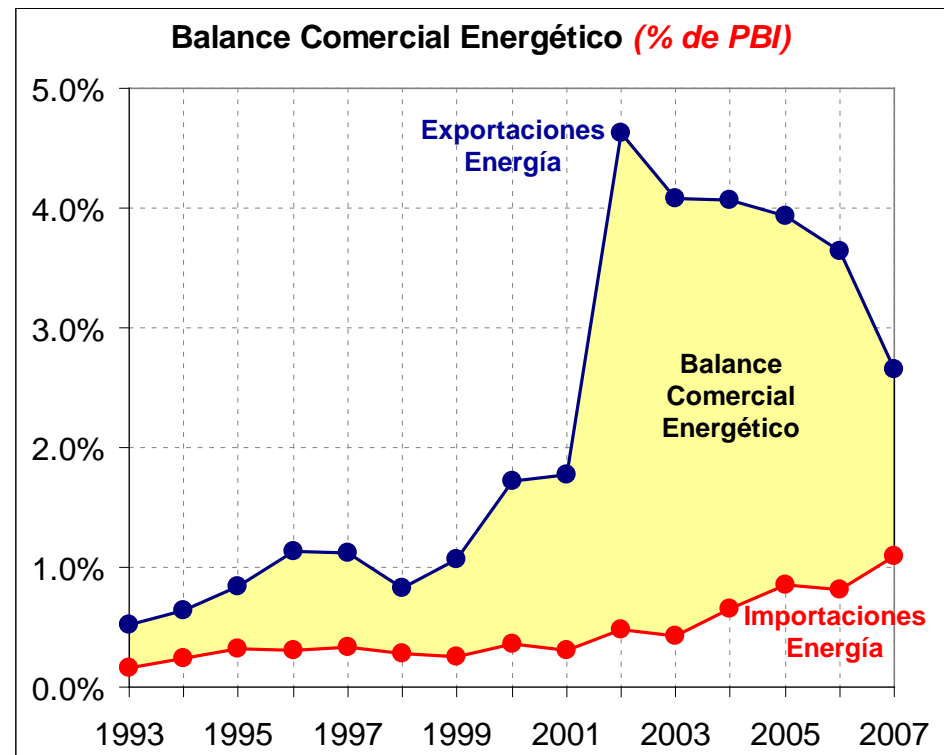
Gerente de Estrategia Competitiva y Estudios Económicos de Petrobras Energía

1. Mostrar **el fin del ciclo del autofinanciamiento** y la necesidad ineludible del país de obtener **ahorro externo** suficiente;
2. Señalar las ventajas de intentar un “**salto inversor**” en el sector energético;
3. Reflexionar sobre cuales serían los **pasos a seguir** para captar el ahorro externo necesario.

Hasta ahora: Brecha energética positiva → brecha externa positiva



Fuente: Ministerio de Economía



Fuente: Ministerio de Economía

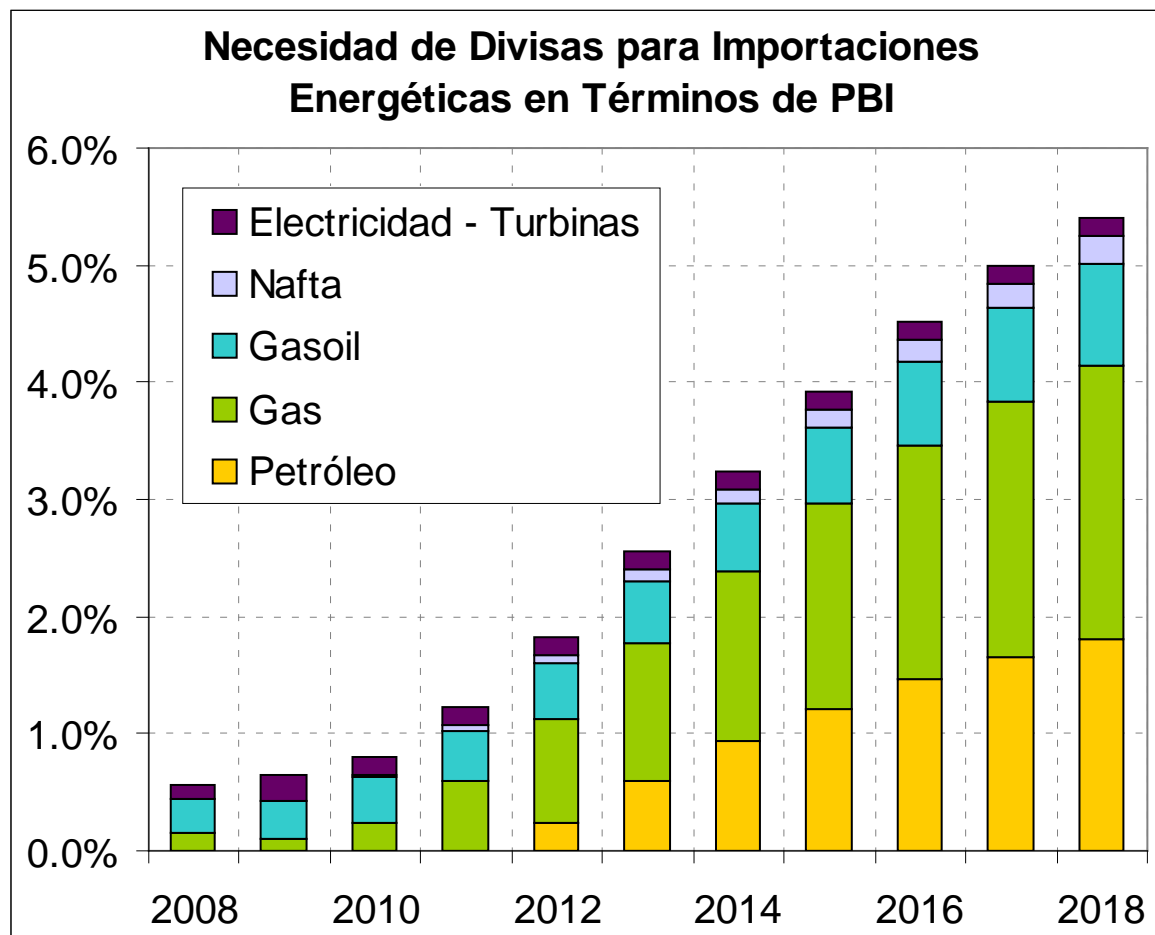
- A pesar del alza de los precios internacionales de las *commodities*, **las exportaciones energéticas bajan en valor por la fuerte caída de volúmenes** (especialmente petróleo y gas)
- **Las importaciones energéticas crecen a tasas elevadas**
- El saldo comercial energético cae producto de los dos efectos anteriores

Situación actual en dinámica → sin cambios en la matriz energética actual ni hallazgos extraordinarios por exploración

Principales supuestos:

- *El precio internacional del petróleo se mantiene en 90 dólares por barril (USD constantes 2008)*
- *Las demandas de electricidad y combustibles evolucionan en línea con un crecimiento del PBI del 3% anual*
- *La producción de petróleo y gas mantiene la tendencia decreciente de los últimos años.*
- *Toda la demanda doméstica de electricidad es producida en el país.*
- *Las adiciones al parque generador son con centrales térmicas a gas*
- *No hay ampliaciones significativas del parque refinador hasta que no se verifique un salto en las reservas y en la producción de crudo*

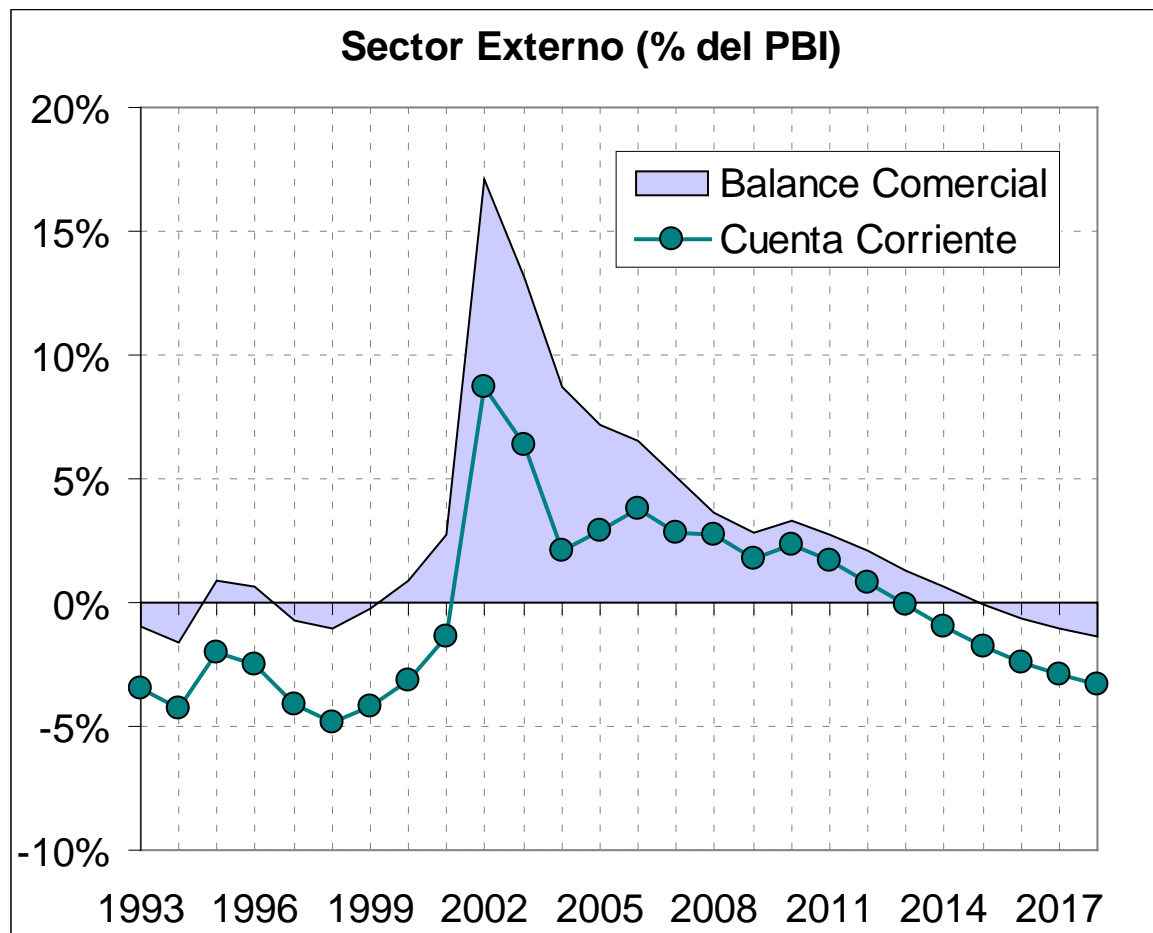
- La brecha energética → ampliará la brecha externa:



Fuente: Elaboración propia

- La brecha energética externa es creciente en términos de producto
- Su composición es resultado de la estructura de la matriz energética actual
- El gas (actual) y el petróleo (a partir de 2012) son los energéticos que lideran la necesidad de divisas a lo largo del tiempo
- La logística de las operaciones de importación requerirán también inversiones

- La brecha energética → ampliará la brecha externa:



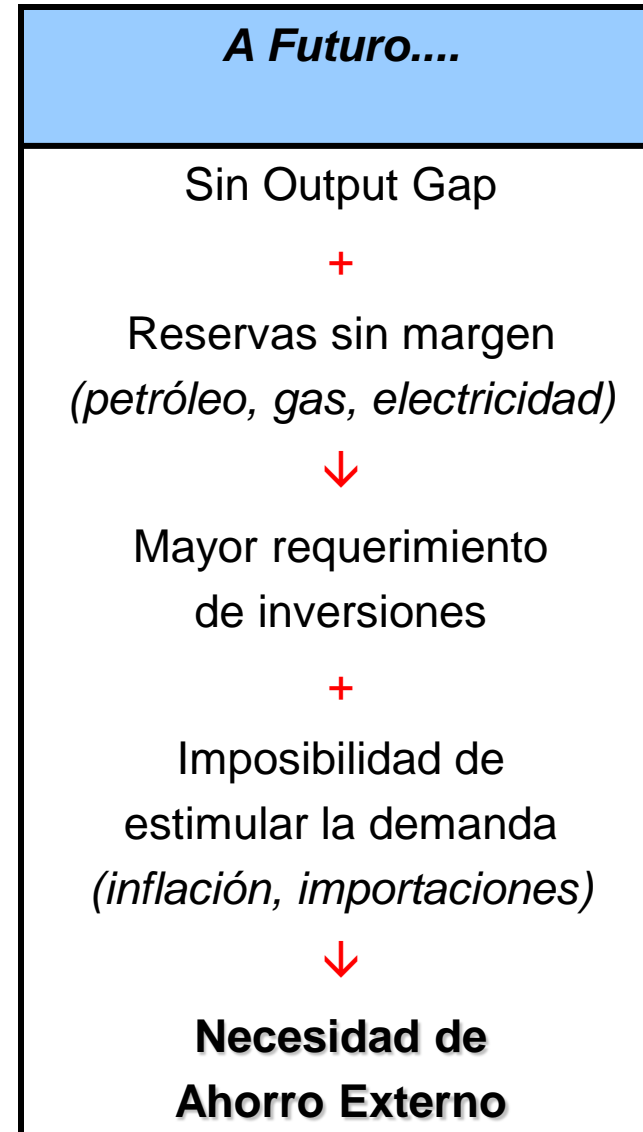
Fuente: Elaboración propia; Ministerio de Economía

- El peso de la brecha energética tenderá anular el actual superávit comercial y de cuenta corriente
- En términos de producto, se alcanzarían los déficits de la década del '90, con riesgo de entrar en una situación de brecha energética, brecha externa e insuficiente crecimiento

Supuestos de la proyección cuenta externa:

- ❑ Se mantienen términos de intercambio elevados, pero levemente inferiores a los actuales
- ❑ Exportaciones e importaciones no energéticas y otros rubros de la cuenta corriente **mantienen participación en PBI**
- ❑ Crecimiento del PBI: **3% anual**

¿Por qué el futuro no será igual al período post-crisis 2002?



Dos caminos para enfrentar la brecha energética

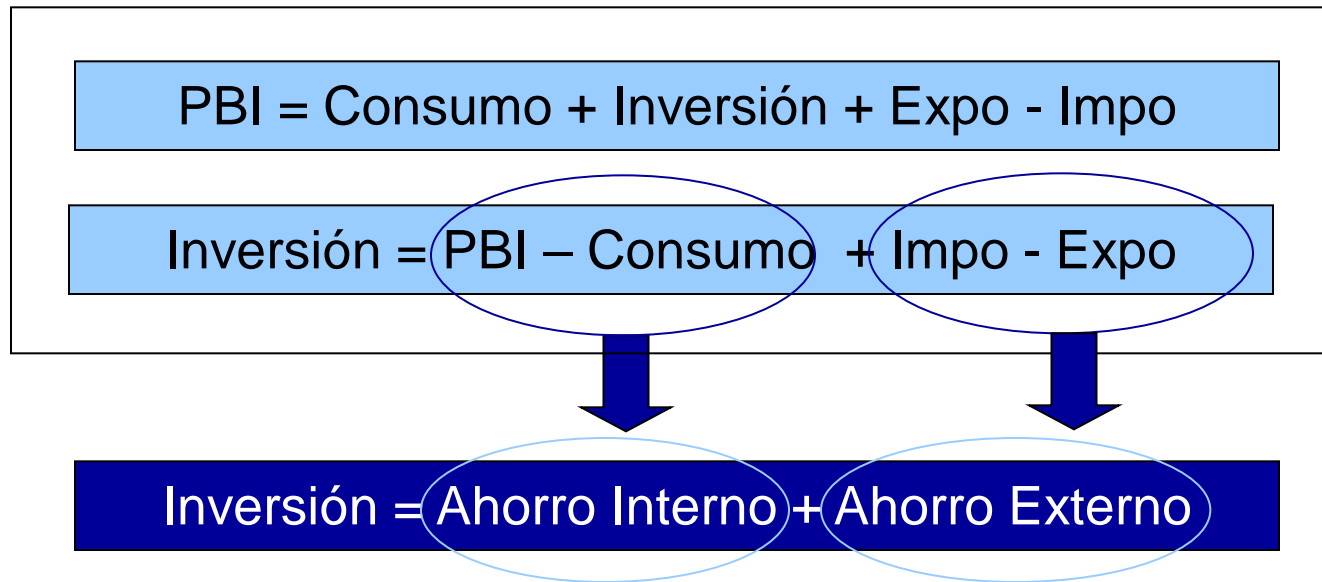
I. El camino de la importación creciente

II. El camino del “salto inversor”

Dos caminos para enfrentar la brecha energética

	Importación Creciente	Salto Inversor
Balance de Divisas	<ul style="list-style-type: none"> • <u>Bajos requerimientos</u> de divisas al inicio • Necesidades de divisas crecientes en el tiempo por importaciones energéticas 	<ul style="list-style-type: none"> • <u>Fuerte necesidad inicial</u> de financiamiento de largo plazo para importación de bienes de capital. • <u>Sustitución de importación</u> de energéticos en mediano plazo
Matriz Energética	<ul style="list-style-type: none"> • <u>Imposibilidad de cambiar la matriz energética actual</u> • Aumento del <u>sesgo a gas natural</u> 	<ul style="list-style-type: none"> • Posibilidad de <u>cambiar la matriz energética</u> menor incidencia de hidrocarburos → generación eléctrica a fuentes de menor costo variable (hidroeléctrica, nuclear y eólica) • Mayor disponibilidad de petróleo → <u>favorece la ampliación del parque refinador</u>
Riesgos	<ul style="list-style-type: none"> • <u>Riesgo de provisión y coordinación logística</u> • Riesgo de disponibilidad de divisas 	<ul style="list-style-type: none"> • Riesgo <u>geológico</u> (exploración) • Riesgo <u>de repago de la inversión</u>
Precio de la Energía	<ul style="list-style-type: none"> • Precios domésticos energía: <u>convergencia a paridades de importación</u> 	<ul style="list-style-type: none"> • Precios domésticos energía: posibilidad de equilibrio en <u>paridad de exportación</u>
Efectos sobre la Economía	<ul style="list-style-type: none"> • <u>Incertidumbre sobre disponibilidad energética</u> • <u>Mayores costos energéticos</u> • Menor inversión en el resto de los sectores • Menor crecimiento • Problemas de <u>coordinación y de logística</u> 	<ul style="list-style-type: none"> • Posibilidad de <u>despejar incertidumbre energética</u> • Menores costos energéticos; mayor competitividad • <u>Mayor generación de valor en el país</u> • Mayor inversión • Mayor crecimiento

La condición de equilibrio: Ahorro = Inversión



Esquema:

Autofinanciamiento No Traumático → Necesita Recursos Ociosos (Output Gap)

Cuando el **ingreso** se encuentra muy por debajo del **producto potencial** (alto desempleo de factores) → el **estímulo** de la **demanda** permite recuperar la producción con **baja inversión**

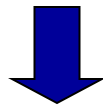
La mayor actividad recupera los ingresos y éstos generan el **ahorro** necesario de equilibrio.

La condición de equilibrio: Ahorro = Inversión

Pero cuando el producto se encuentra cercano al potencial...

¿Cómo se financiarán las mayores importaciones o las inversiones energéticas que se necesitan?

$$\text{Inversión} = \text{Ahorro Interno} + \text{Ahorro Externo}$$

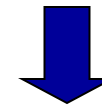


SIN OUTPUT GAP, continuar con la alternativa del **AUTOFINANCIAMIENTO** se convierte en un camino **TRAUMÁTICO**:



En el mejor de los casos:

- Implica incrementar el **ahorro interno** con ingresos fijos
- Requerirá **menor consumo** o **menor inversión** en otros sectores de forma tal de liberar recursos para el sector energético.



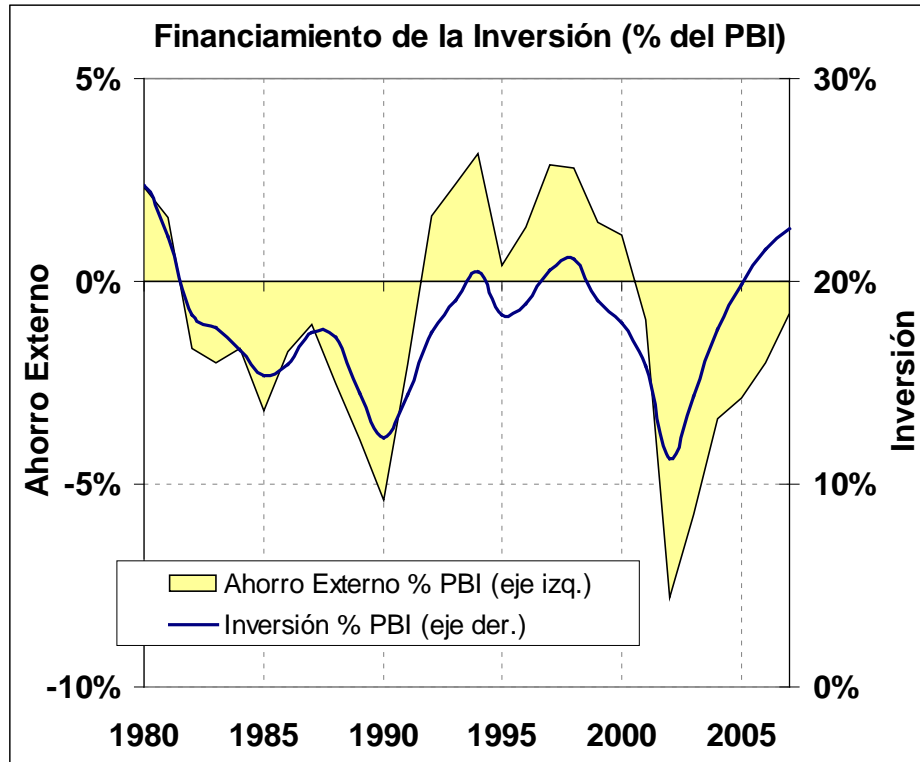
SIN OUTPUT GAP, abrirse al **FINANCIAMIENTO EXTERNO**, el camino **NO TRAUMÁTICO**



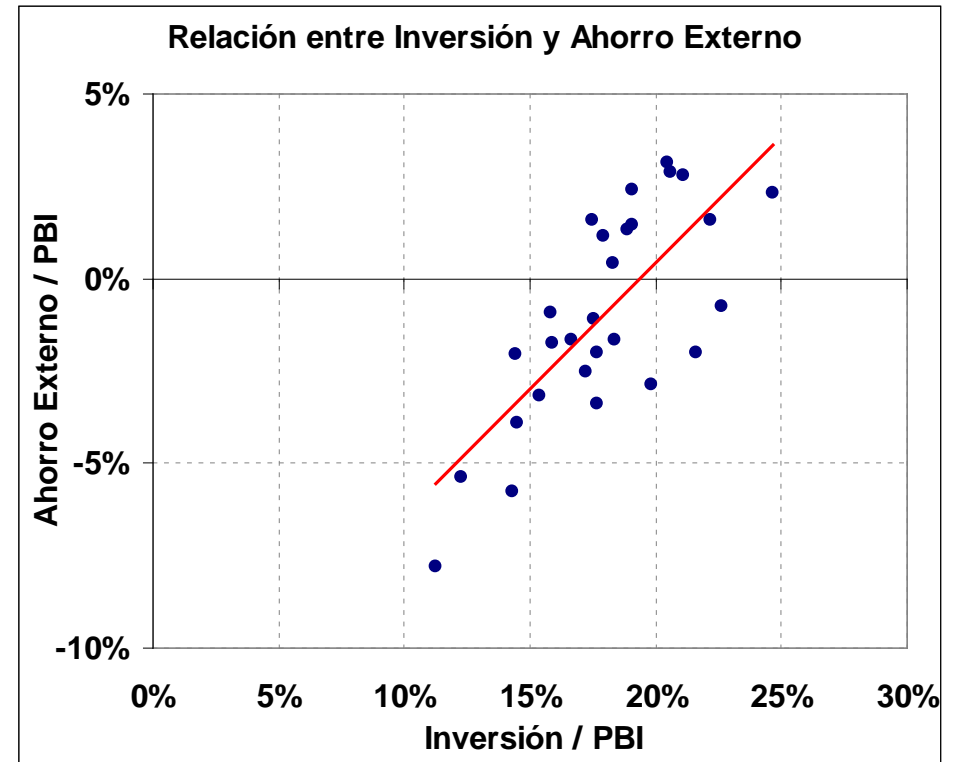
No requiere necesariamente reducir el consumo y la inversión en otros sectores.

La condición de equilibrio: Ahorro = Inversión

Un salto inversor necesita financiamiento externo



Fuente: Elaboración propia; Datos Ministerio de Economía

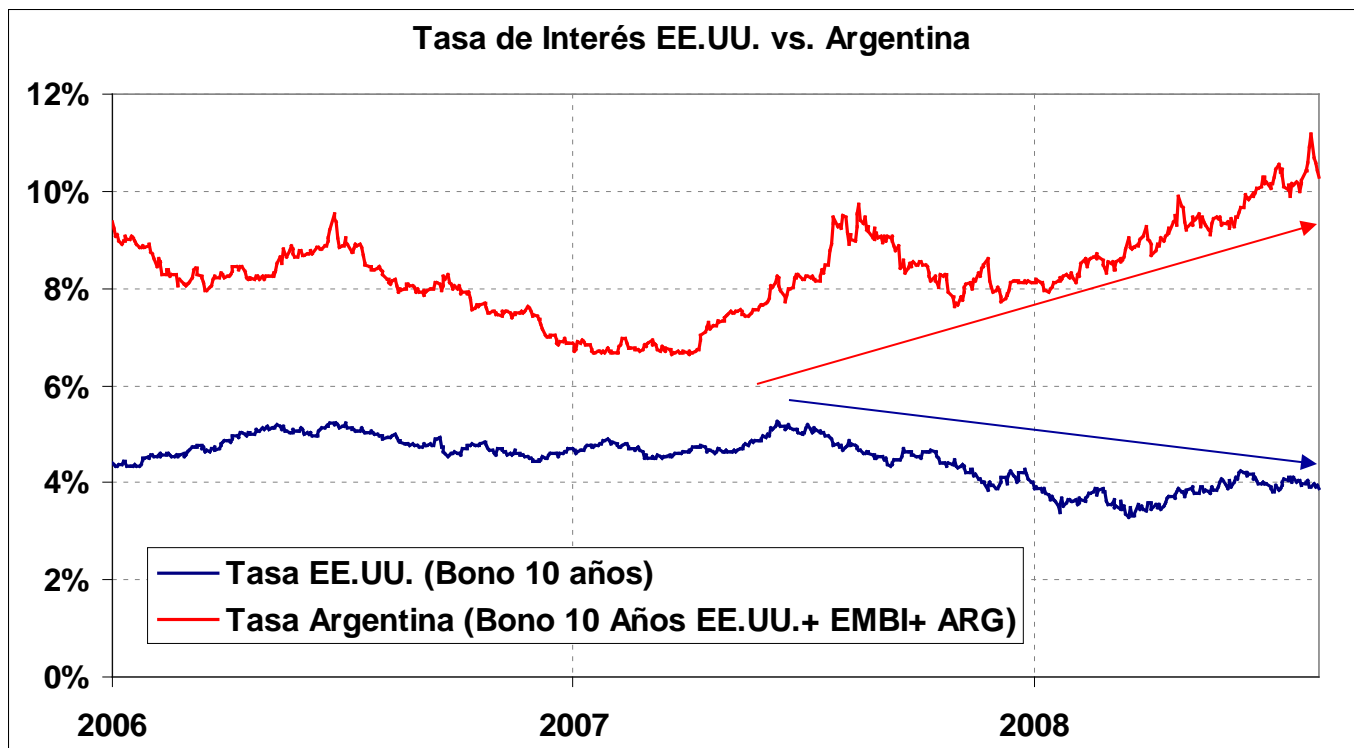


Fuente: Elaboración propia; Datos Ministerio de Economía

- A lo largo de la historia del país, puede apreciarse cómo **niveles elevados de inversión generalmente vienen asociados a la presencia de ahorro externo**
- **Llegado al límite el autofinanciamiento**, la inversión no puede despegar y **aumenta el riesgo de iniciar el proceso en reversa**, caída de la inversión, caída del ingreso y del consumo.

¿Cuán cerca estamos de pasar a la fase de ahorro externo?

La prima de riesgo país da una medida de la disposición a prestar por parte del resto del mundo para financiar activos en un país: a mayor prima de riesgo, menor predisposición

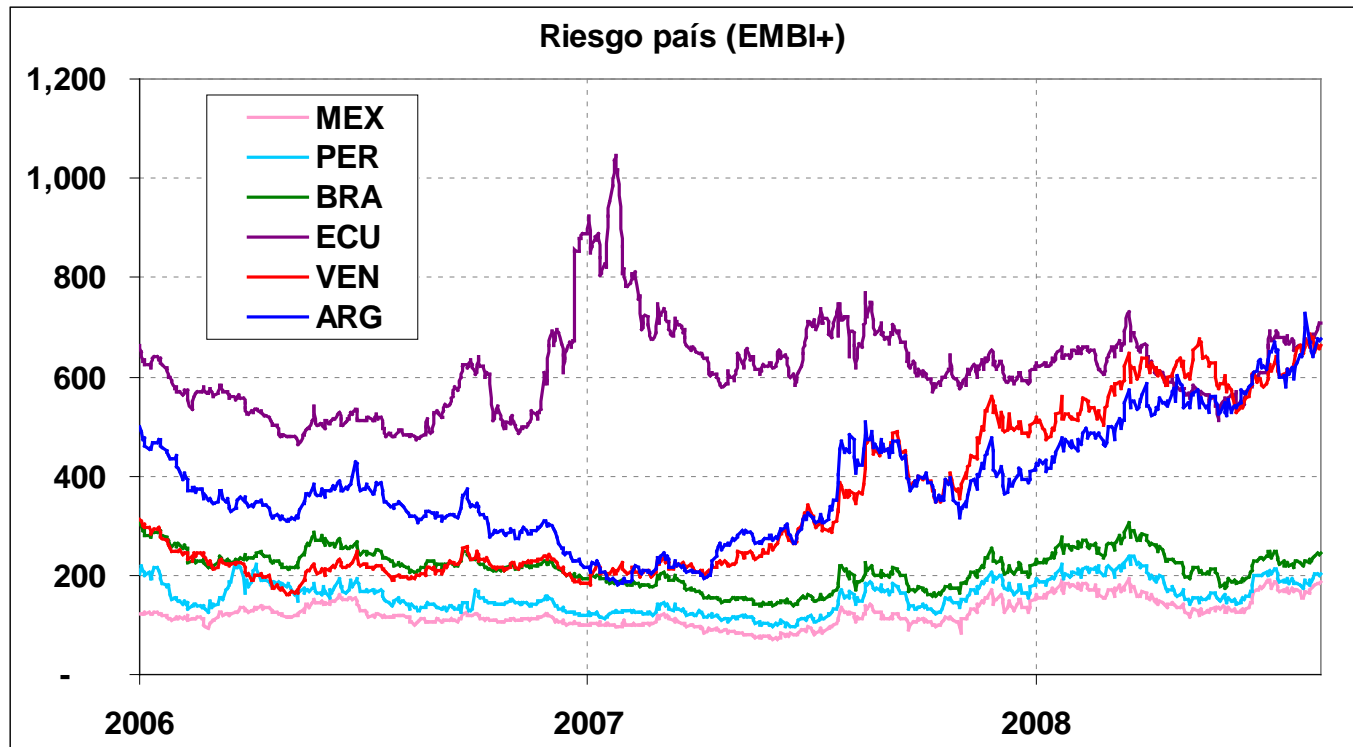


Fuente: Reserva Federal de EE.UU.; JP Morgan

- La suba del riesgo país argentino se da en un contexto de **tasas de interés bajas en Estados Unidos**

¿Cuán cerca estamos de pasar a la fase de ahorro externo y escapar a una fase de reversión?

El contexto regional tampoco justifica la evolución del riesgo país argentino

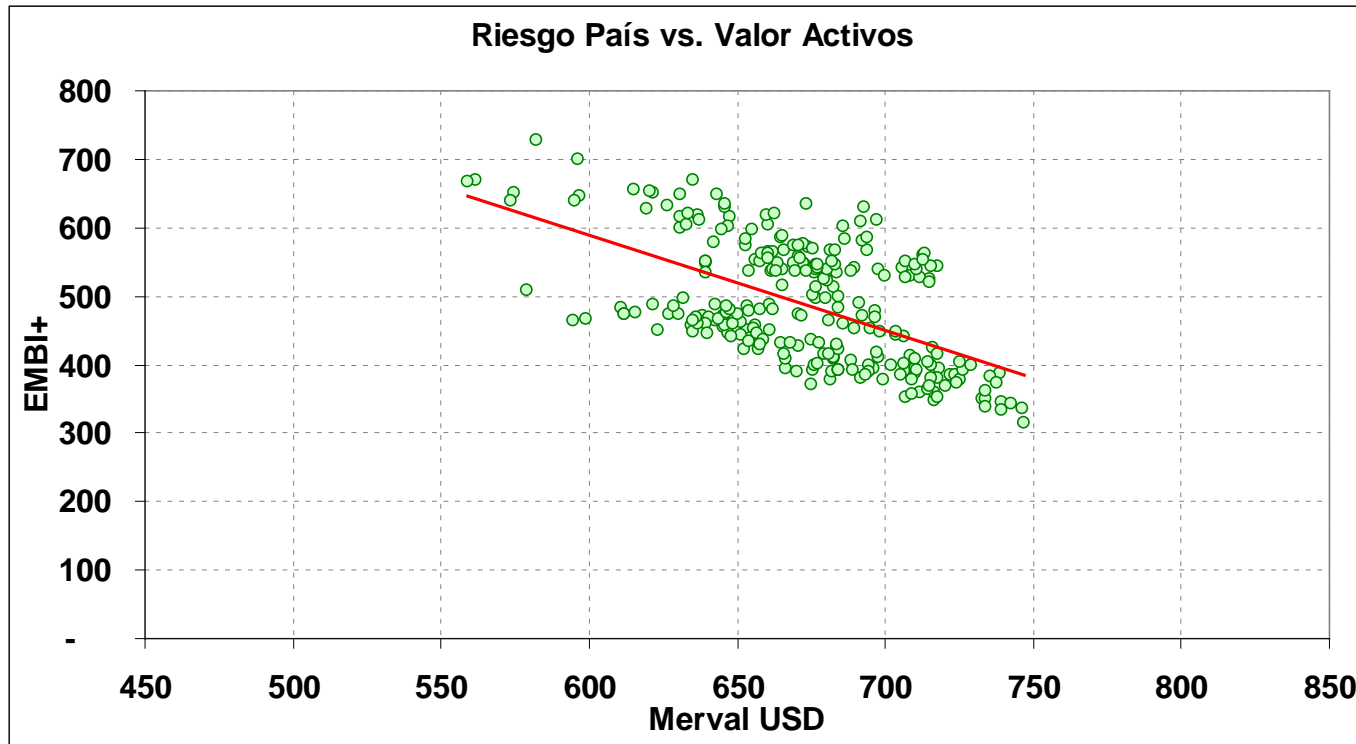


Fuente: JP Morgan

- **Al inicio de 2007** se termina la trayectoria de baja de riesgo y comienza **la suba y divergencia de Argentina y Venezuela respecto de Chile, Brasil y México.**
- En concreto: cuando más cercano está el país de necesitar de ahorro externo menor es su disponibilidad y mayor su costo.

¿Cuán cerca estamos acercarnos al ahorro externo?

El alza del riesgo país afecta el valor de los activos locales



Fuente: Bolsa de Valores; BCRA; JP Morgan

- Riesgo país Alto → Valor de las Empresas Bajo → **Para Inversores resultara más atractivo comprar empresas en marcha que inversión en nuevos activos (“Q” Tobin)**
- Las empresas con deuda y dificultades para salir al mercado de capitales en estas circunstancias se verán obligadas **a usar su caja para cancelar deuda sacrificando inversión y su crecimiento.**

¿Cuán cerca estamos de pasar a la fase de ahorro externo?

- **Ni el contexto internacional ni el contexto regional** explican por sí mismos el alza del riesgo país argentino
- El aumento de la prima de riesgo país **tampoco responde a un acentuado deterioro** de la situación macroeconómica presente del país
- La suba de la prima de riesgo responde más bien **a las dudas con respecto a las posibilidades de mantener un crecimiento sostenido** a futuro como números fiscales ordenados **sin advertirse una apertura al financiamiento externo.**

¿Qué pasos deberían darse para captar el ahorro externo necesario?

CLAVE: Romper el círculo vicioso para dar viabilidad a la inversión:



La retroalimentación deriva hacia cada vez mayores primas de riesgo país

¿Qué pasos deberían darse para captar el ahorro externo necesario?

El círculo vicioso se rompe actuando sobre los dos frentes:

- **Bajando el riesgo país**

Y

- **Abriendo fuentes de financiamiento**

Todo aquéllo que baje el riesgo país, abre fuentes de financiamiento.

y

Todo aquéllo que abra fuentes de financiamiento, baja el riesgo país.

¿Qué pasos deberían darse para captar el ahorro externo necesario?

- Puntos de agenda para quebrar el círculo vicioso: “Fuentes limitadas de financiamiento y Suba prima de riesgo país”:
 - **Descomprimir perfil de vencimientos de la deuda pública próximos años**
 - **Plan de estabilización precios-salarios con disciplina monetaria**
 - **Reducción de los subsidios al consumo energético**
 - **Asegurar sustentabilidad energética**
 - **Austeridad fiscal**
 - **Establecimiento de marcos regulatorios definidos por ley**
 - **Propuestas a Holdouts:** canje de títulos por certificados fiscales aplicables a inversión energética nueva de alto riesgo => paridades de canje inferiores al canje original de la deuda

- ✓ Transitamos el fin de la etapa del autofinanciamiento
- ✓ Resignar la posibilidad de captar ahorro externo aumenta la incertidumbre sobre la sustentabilidad energética.
- ✓ Las brecha energética de positiva a negativa no exige en el corto plazo gran cantidad de divisas.
- ✓ Disponer de ahorro externo en estos años próximos nos da la posibilidad de un salto inversor en energía e ir modificando la matriz energética.
- ✓ La disponibilidad de ahorro externo no es automática se debe actuar en dos frentes: bajar el riesgo país y abrir fuentes de financiamiento.
- ✓ La alternativa de no disponer de financiamiento externo implicará una asignación de recursos traumática en términos de producto, las restricciones serán las que terminarán por definir las políticas, en lugar de ser las políticas las que actúen sobre las restricciones.