

OVERVIEW

Edición Nº 1123

15 de octubre de 2013

TEMARIO

- Derrotero político
- ¿Caja mata “modelo”?
- El macro problema energético



Propietarios y Directores
Carlos Melconian y Rodolfo Santangelo



M&S Consultores

Directores

Carlos Melconian
Rodolfo Santangelo

Consultores Jefes

Claudio Mauro
Pablo Goldín
Facundo Martínez Maino

Finanzas y Gestión

Patricio Rotman
Fernando Badessich

Economistas

Cecilia Bastarrica
Soledad de Marco
Emilia Gavilán
Martín Orgoroso
María Sahores

Asistentes

Clara Argañaraz
Teresa Balestrini
Juan Buccafusca
Rodrigo Meza Caballero

RESUMIENDO

Más allá de los imponderables (la salud de la Presidente) y los chisporroteos electorales, **se mantiene para el 27 el pronóstico de derrota oficial y de fin de la iniciativa de reformar la Constitución.**

Pensando en lo que viene, se insinúa dentro del oficialismo una supuesta “línea dura” y otra “más blanda”. La primera es la que primó hasta ahora, controladora al extremo, aislacionista, de “vivir con lo nuestro”. La encarnarían Zanini, Parrilli, Moreno y Kicillof. La segunda buscaría impregnarle “alguna racionalidad” a la política económica (ejemplos: “solucionar” los juicios en el CIADI y reactivar la relación con el Banco Mundial, presentar el nuevo índice de precios en el FMI). Esta línea “más blanda” sería enarbolada por el Vicepresidente, el Ministro de Economía y los Ministros de Planificación e Interior.

Para OVERVIEW no habrá giro ni cambio de ruta. Es la propia necesidad y el estado de los desbalances macroeconómicos lo que genera algún espacio para esbozar tibias pinceladas “blandas”. Ya se había intentado “colarlas” en la agenda a fin de 2011 en medio de la mega – fuga de capitales para evitar el control de cambios y cayeron en saco roto. **Son pinceladas que, aun ejecutadas con “éxito”, resultan de efecto muy suave. No cambiarían cuantitativa ni cualitativamente el diagnóstico ni el pronóstico económico básico. No modificarían el ritmo al que viene deteriorándose la macroeconomía.**

OVERVIEW insiste en que vienen dos años “largos, disputados y tortuosos”. 2014 será de transición, con el gobierno tratando de aminorar el ritmo de deterioro con resultado abierto. En 2015 irá asomando la sensación de “fin de ciclo”. Todavía es muy pronto para descontar eventuales impactos favorables de la mano de futuros candidatos presidenciales con ideas “menos extremas”.

Para un modelo económico que vive prácticamente al contado y sin acceso al financiamiento, tener problemas de caja es condicionante. Que falten dólares y las reservas caigan sistemáticamente y que el Tesoro tenga déficit fiscal y lo financie permanentemente con emisión monetaria del BCRA son dos macro – problemas. Requieren “hacer algo” para darle viabilidad temporal al modelo en 2014 - 2015. **Los problemas de caja se blanquearon en 2010.** Desde entonces, el Tesoro incurre en déficit fiscal primario que financia emitiendo moneda y paga la deuda pública en dólares con reservas compradas también con emisión.

Por el lado de los pesos, hay un doble problema macro. Fiscalmente, la caja del Tesoro está en rojo (le faltan pesos). Monetariamente, el uso de la “maquinita” para financiar el rojo fiscal acelera la expansión monetaria (y entonces sobran pesos a nivel macro). **Por el lado de los dólares, pagar la deuda con reservas fue una “solución mágica” sólo en 2010 cuando el BCRA acumuló reservas aun pagando la deuda.** En 2011 se pagó pero con reservas declinantes porque la fuga de capitales le imposibilitó al BCRA comprar dólares. Se aplicó el **control de cambios** para que el BCRA volviera a comprar. **Funcionó apenas ocho meses. En 2013, el fracaso del cepo es contundente: el BCRA se encamina a terminar con posición neta vendedora.** En septiembre vendió más de US\$ 1.100 M, con las últimas dos semanas bien calientes.

Octubre arrancó también calentito: en la primera semana vendió más de US\$ 300 M. En una simulación inercial mecánica para 2014, el BCRA podría verse obligado a vender neto alrededor de US\$ 5.000 M. La realidad le impondrá al gobierno hacer algo para moderar la tasa de deterioro de la caja externa.

El sobrante macro de pesos producto del financiamiento del déficit fiscal con emisión monetaria y el faltante de dólares están entrelazados. La “maquinita” de emitir moneda y el impuesto inflacionario implícito mantienen vivo el apetito por dolarizar portafolios y la presión sobre las reservas. Es un apetito lo suficientemente voraz e incentivado para eludir el cepo a través de diferentes vías (turismo, pago anticipado de importaciones y préstamos, retardo en la liquidación de exportaciones, etc.).

En este contexto, **un eventual acuerdo con el Banco Mundial por desembolsos de alrededor de US\$ 1.000 M anuales entre 2014 y 2016 modificaría apenas marginalmente el panorama de la caja en dólares.** Además, los eventuales desembolsos no serían una “novedad”: vienen registrándose desde hace años por resabios de acuerdos anteriores por montos en torno a US\$ 700 M anuales. **El eventual nuevo acuerdo serviría para que lo que entra actualmente no se corten con el paso del tiempo.** En épocas de contar “garbanzo por garbanzo”, vale todo: un desembolso del Banco Mundial, el “pedido” que ingresen divisas los bancos y las exportadoras de cereales o posibles ingenierías financieras para que las empresas ingresen dólares a un valor por encima del tipo de cambio oficial. **Al final del camino, la realidad impondrá “hacer algo más expeditivo”.**

Una de las patas que alimenta el deterioro macroeconómico de estos años es el problema energético en que se metió la Argentina. Caen sistemáticamente la producción de petróleo y gas, se perdió el autoabastecimiento, suben muy fuerte las importaciones, hay restricciones en el uso del gas en el sector industrial, explotó el déficit comercial externo del sector y siguen creciendo los subsidios fiscales para evitar un ajuste tarifario extremo.

El problema energético tiene una entidad macroeconómica con doble impacto: fiscal y externo. Por el lado del sector externo, generará este año un déficit comercial del orden de los US\$ 7.000 M (con importaciones en torno a US\$ 12.000 M y en crecimiento y exportaciones en US\$ 5.000 M y en declinación): equivale a los pagos de deuda pública en dólares de un año. Por el lado interno, los subsidios energéticos ascenderán a más de \$ 70.000 M: equivale al cien por ciento de las necesidades financieras del año del Tesoro. Son magnitudes importantes para un modelo que tiene problemas de caja.

LO MÁS IMPORTANTE

Derrotero político

En menos de quince días se sabrá si en las elecciones legislativas se amplía o modera la derrota que el oficialismo sufrió en las internas de agosto. En este derrotero, surgió el imponderable de la salud de la Presidente que pareciera tener impacto electoral acotado. Más recientemente, se conoció un episodio que involucra a los candidatos oficialistas en Capital Federal y provincia de Buenos Aires, con efecto electoral aún incierto. Una fatalidad, el accidente del gobernador de San Juan, tendrá implicancias en el reacomodamiento del oficialismo y el peronismo post – octubre.

Los parámetros que darán la “sensación” del resultado del 27 de octubre serán: **i)** si el oficialismo pierde o no por más de diez puntos en la provincia de Buenos Aires; **ii)** si logra retener en Capital el Senador por la minoría o, en cambio, es electo Solanas; **iii)** si sale segundo o tercero en Santa Fe; **iv)** si se revierte o al menos se modera la derrota de agosto en algunas de las provincias chicas donde solía arrasar.

Más allá de los imponderables, las denuncias, las “sensaciones” y los chisporroteos, **se mantiene el pronóstico de derrota oficial y de fin de la iniciativa oficial de reformar la Constitución.** El proyecto de reelección de Cristina Fernández perdió sustento por la derrota y también por su salud.

A nivel parlamentario, post – octubre habrá que magnificar el proceso de “huida o reposicionamiento” de legisladores oficialistas hacia otros espacios dentro o fuera del justicialismo. Probablemente sea una constante a lo largo de los próximos dos años. La relativamente “fácil” aprobación del Presupuesto y la Emergencia Económica no es extrapolable a futuro. En los próximos dos años, la aprobación de leyes sensibles o urticantes será probablemente más trabajosa.

Asimismo, **es una incógnita cómo retornará la Presidente tras superar el problema de salud** ¿Seguirá tomando todas las decisiones (las de fondo y las del día a día) sin delegar tareas? ¿Continuará normalmente en su cargo hasta diciembre 2015? ¿Puede delegar de nuevo el mandato? En hipotéticos casos, ¿lo completaría el Vicepresidente? Es una figura que hoy no parece contar con el suficiente respaldo político, ni siquiera dentro del oficialismo. Por lo tanto, **la salud presidencial es un imponderable que será una incertidumbre constante a lo largo del próximo bienio.**

Ligado a la toma de decisiones económicas en 2014 - 2015, se insinúa dentro del oficialismo la aparición de una supuesta “línea dura” y otra “más blanda”, siempre en el marco del “desorden ordenado” que ha mostrado un equipo económico colegiado y anárquico compuesto por el Ministerio de Economía, el BCRA, la Secretaría de Comercio y la AFIP. La primera es la que primó hasta ahora, autoritaria, controladora al extremo, aislacionista, de “vivir con lo nuestro”, ochentista. La encarnarían Zanini, Parrilli, Moreno y Kicillof. “Intelectualmente”, la alimentan los documentos de Carta Abierta. La segunda buscaría impregnarle “alguna racionalidad” a la política económica en cositas puntuales (ejemplos: “solucionar” los juicios en el CIADI y reactivar la relación con el Banco Mundial, presentación del nuevo índice de precios en el FMI). Esta línea “más blanda” sería enarbolada por el Vicepresidente, el Ministro de Economía y los Ministros de Planificación e Interior. El objetivo último sería conseguir algún tipo de financiamiento internacional que mejore el flujo de caja en dólares.

A los efectos prácticos, para OVERVIEW no habrá giro ni cambio de ruta. Más que un giro, es la propia necesidad y el estado de los desbalances macroeconómicos lo que genera algún espacio para esbozar tibias pinceladas “blandas”. O sea, la circunstancia ha obligado al “nuevo” IPC, al diálogo con el FMI y al reconocimiento y pago con bonos de cinco juicios perdidos en el CIADI a partir de haber conseguido ventajas y quitas. Ya se había intentado “colar en la agenda medidas más blandas” a fin de 2011 en medio de la mega – fuga de capitales para evitar el control de cambios y cayeron en saco roto. No puede descartarse que se activaran en coincidencia con el reposo de la Presidente. Para el grueso del gobierno, son medidas puntuales, casi obligadas, que **no califican entre las “gestas” que apuntalan la organización económica** como reformar la Carta Orgánica del BCRA, estatizar YPF y Aerolíneas Argentinas, la sustitución de importaciones o el Plan Procrear.

Además, son pinceladas que, aunque fueran ejecutadas con “éxito”, son de efecto muy suave para definir las como un giro. No cambiarían cuantitativa ni cualitativamente el diagnóstico ni el pronóstico económico básico. No modificarían el ritmo al que viene deteriorándose la macroeconomía. Sintéticamente, la caja en dólares (las reservas) seguiría en la cuerda floja y la caja en pesos (el déficit fiscal) seguiría financiada exclusivamente por la “maquinita” de emitir moneda y el impuesto inflacionario. Ni una renovación de desembolsos del Banco Mundial ni arreglar en el CIADI ni un “nuevo” IPC cambiaría sustancialmente el derrotero político y económico.

En síntesis, el gobierno (tanto la línea dura como la blanda) está percibiendo el acortamiento de los márgenes en materia económica aun sin admitirlo. **Está blanqueando la necesidad de administrar el deterioro del sector externo** (la caída de las reservas, el “atraso” cambiario producto de la inflación y la brecha con el paralelo) al tiempo que **maneja en forma casi inercial el desequilibrio fiscal.** Es que no existe “maquinita” que emita dólares, sólo emite pesos. Por su parte, el

fundamentalismo intelectual oficialista quiere avanzar en lo que falta para sostener las conquistas organizacionales: por ejemplo, una reforma tributaria integral, la corrección en la reacción tardía al problema de transporte y energía y redoblar el esfuerzo controlador en materia de precios disciplinando empresarios. **Tras su retorno, la Presidente se verá urgida a elegir los instrumentos.**

OVERVIEW insiste en que vienen dos años “largos, disputados y tortuosos”. 2014 será de transición y desbalance macro, con el gobierno tratando de aminorar el ritmo de deterioro con resultado abierto. En 2015 irá asomando la sensación de “fin de ciclo”. Todavía es muy pronto para descontar eventuales impactos favorables de la mano de futuros candidatos presidenciales con ideas “menos extremas”.

¿Caja mata “modelo”?

Para un modelo económico que vive prácticamente al contado, sin acceso al financiamiento, tener problemas de caja es condicionante, traumático. Que falten dólares y las reservas caigan sistemáticamente y que el Tesoro tenga déficit fiscal y lo financie permanentemente con emisión monetaria del BCRA son dos macro – problemas. No se pueden relativizar, maquillar ni emparchar por mucho tiempo. Requieren “hacer algo” para darle viabilidad temporal en 2014 - 2015. Cuaja el refrán “billetera mata galán”; en este caso “caja mata modelo”.

El proceso económico iniciado en 2003 no dispuso de financiamiento internacional y local, salvo esporádicamente. Es el resabio del default (no provocado por este gobierno) que el oficialismo profundizó con una restructuración de la deuda poco amistosa para los acreedores e incompleta más otras medidas de política económica poco alentadoras de confianza y crédito. **Desde 2005, el gobierno argentino viene pagando la deuda pública reconocida en tiempo y forma (con reservas y emisión monetaria) pero no resulta confiable. El estructuralmente elevado riesgo – país lo pone en evidencia** (ver cuadro 1).

Los problemas de caja, en pesos y dólares, se blanquearon definitivamente en 2010. Fue un año punto de inflexión. Desde entonces, el Tesoro incurre en déficit fiscal primario que financia con emisión de moneda del BCRA (lo mismo que la deuda en pesos) y paga la deuda pública en dólares con reservas compradas previamente también con emisión. En realidad, el Tesoro ya había incurrido en déficit primario en 2009 en medio de la crisis mundial pero fue por un monto bajo y no lo financió el BCRA.

Cuadro N° 1**Riesgo promedio de bonos argentinos***

En %	2008	2009	2010	2011	2012	2013**
	12,2	15,2	10	9,6	11,7	11,5

(*): Corresponde a la suma del EMBI y la Tasa del Tesoro a 10 años

(**): Último dato disponible

Fuente: **M&S Consultores** en base a EMBI

Por el lado de los pesos, hay un doble problema macro. Fiscalmente, la caja del Tesoro está en rojo (le faltan pesos) y la financia el BCRA. Monetariamente, el uso de la “maquinita” acelera la expansión monetaria (y entonces sobran pesos a nivel macro de demanda de dinero de la gente). **En la caja fiscal faltan pesos y justamente por eso en la macroeconomía sobran.**

Por el lado de los dólares, pagar la deuda con reservas fue una “solución mágica” sólo en 2010 cuando el BCRA acumuló reservas aun después de pagar la deuda. La razón fue matemática simple: pudo comprar dólares en el mercado cambiario por un monto superior a los vencimientos de deuda. **En 2011 se pagó la deuda pero con reservas declinantes porque la fuga de capitales le imposibilitó al BCRA comprar dólares.** Vale resaltar que compra dólares cuando puede, no cuando quiere.

Para frenar la fuga, el gobierno **decidió aplicar el control de cambios.** La meta era que el BCRA volviera a comprar dólares en cantidad suficiente para pagar la deuda sin que caigan las reservas. **Funcionó apenas durante ocho meses** (desde noviembre 2011 hasta junio 2012). Después, el cepo fracasó porque literalmente se desplomó todo ingreso de divisas que no proviniera de la exportación. **En 2013, el fracaso del cepo es contundente: el BCRA no sólo no comprará dólares sino que terminará en posición neta vendedora, salvo que inmediatamente después de la elección el gobierno “haga algo”** (ver cuadro 2).

El sobrante macro de pesos producto del financiamiento del déficit fiscal con emisión monetaria y el faltante de dólares están entrelazados. La “maquinita” de emitir moneda y el impuesto inflacionario implícito mantienen vivo el apetito por dolarizar portafolios y la presión sobre las reservas. Es un apetito lo suficientemente voraz e incentivado para eludir el cepo a través de diferentes vías (turismo, pago anticipado de importaciones y préstamos, retardo en la liquidación de exportaciones, etc.).

Cuadro N° 2

MERCADO CAMBIARIO: ÚLTIMOS AÑOS

US\$ M	AÑO SIN	CONTROL	CONTROL	CONTROL
	CONTROL	A PARTIR	SEMI-EFECTIVO	FALLIDO
	2010	DE OCTUBRE 2011	2012	2013
1. Exportaciones	68.133	83.951	80.927	85.500
2. Otros ingresos de divisas	16.023	21.415	7.605	5.000
3. Egresos de divisas	-60.941	-79.483	-75.394	-91.500
4. ATESORAMIENTO	11.410	22.548	3.938	0
5. COMPRAS DEL BCRA (1+2+3-4)	11.805	3.335	9.200	-1.000
6. Pagos de deuda	-6.400	-9.500	-9.300	-6.500
7. Otras variaciones de reservas	-1.183	351	-2.986	-2.800
8. VARIACIÓN DE RESERVAS (5+6+7)	4.222	-5.814	-3.086	-10.300
10. Nivel de reservas a fin de año	52.190	46.376	43.291	33.000

Fuente: M&S Consultores en base a BCRA

Los números 2013 de los problemas de caja son elocuentes. Por el lado de la caja fiscal en pesos, en lo que va del año (hasta la primera semana de octubre) el BCRA lleva emitidos casi \$ 50.000 M para financiarla. Este monto se ampliará a más de \$ 70.000 M a fin de año y, de mantenerse la inercia fiscal “sin hacer nada”, la suma podría duplicarse en 2014 (ver cuadro 3).

Cuadro N° 3

FINANCIAMIENTO DEL BCRA AL TESORO EN 2013

Millones de \$

ene	feb	mar	abr	may	jun	jul	ago	sep	oct (al 4)
129	3.932	-1.380	-706	1.254	3.869	12.652	6.477	19.094	2.756

Acumulado año: \$ 48.077 M

Fuente: M&S Consultores en base a BCRA

Por el lado de la caja en dólares, **hace cuatro meses que el BCRA tiene que vender divisas en el mercado oficial porque la oferta no alcanza.** En septiembre vendió más de US\$ 1.100 M, con las últimas dos semanas bien calientes. Octubre arrancó también calentito: en la primera semana vendió más de US\$ 300 M. Simplificadamente, el superávit comercial cambiario está dando cero

(exportaciones menos importaciones se compensa con financiamiento comercial negativo), hay un conjunto de egresos e ingresos que también se anulan entre sí y queda el rojo del turismo (pasajes y tarjetas) que “obligó” al BCRA a vender en septiembre más de US\$ 1.000 M mensuales. **Octubre pinta para que venda lo mismo** (ver cuadro 4).

Cuadro N° 4

VENTAS DE DÓLARES DEL BCRA: ÚLTIMAS SEMANAS

Millones de US\$

agosto		septiembre				octubre
III	IV	I	II	III	IV	I
193	123	122	175	334	529	343

Fuente: **M&S Consultores** en base a BCRA

En una simulación mecánica para 2014 replicando la dinámica inercial del mercado cambiario 2013, el BCRA podría verse obligado a vender neto alrededor de US\$ 5.000 M. Considerando que vence deuda en dólares por US\$ 7.500 M (contemplando el pago del cupón PBI que devengará en 2013), la pérdida de reservas sería muy elevada. La realidad le impondrá al gobierno hacer algo para moderar la tasa de deterioro de la caja externa (ver cuadro 5).

En este contexto, **un eventual acuerdo con el Banco Mundial por hipotéticos desembolsos de alrededor de US\$ 1.000 M anuales entre 2014 y 2016 modificaría apenas marginalmente el panorama de la caja en dólares.** Por el momento, sólo se anunció que el Banco Mundial aprobaría el acuerdo marco 2014 – 2016 con Argentina. El anterior marco venció en 2012. Una vez aprobado el marco, vendría una segunda etapa de formulación de proyectos específicos a financiar, sujetos a la aprobación del BM. Aprobado el marco y los proyectos, recién en una tercera instancia podrían empezar los desembolsos que estarán condicionados al adecuado avance de los proyectos (y en algunos casos al aporte de una contrapartida presupuestaria del gobierno argentino). Finalmente, para los futuros gobernantes y a los efectos prácticos, si los acuerdos en el CIADI que se acoplan al acuerdo marco con el Banco Mundial se ajustan derecho y resultan comprobadamente no onerosos para el país, “habrá entonces cinco problemas menos” para discutir en el CIADI.

Cuadro N° 5

**UNA SIMULACIÓN INERCIAL DEL MERCADO
CAMBIARIO 2014 Y LAS RESERVAS
(SI EL GOBIERNO "NO HICIERA NADA")**

US\$ M	<u>SIMULACIÓN 2014</u>
1. Exportaciones	83.000
2. Otros ingresos de divisas	5.000
<i>Inversión extranjera directa</i>	<i>3.000</i>
<i>Servicios profesionales y otros neto</i>	<i>1.500</i>
<i>Ventas de Anses y de bancos</i>	<i>500</i>
3. Egresos de divisas	-93.000
<i>Turismo neto</i>	<i>-10.000</i>
<i>Importaciones de energía</i>	<i>-13.000</i>
<i>Resto de importaciones</i>	<i>-63.000</i>
<i>Utilidades y dividendos</i>	<i>-1.000</i>
<i>Pagos netos de deuda (capital e intereses)</i>	<i>-6.000</i>
COMPRAS DEL BCRA (1+2+3)	-5.000
PAGOS DE DEUDA PÚBLICA	-7.500
EVENTUAL FINANCIAMIENTO A YPF	-2.000
CAÍDA DE RESERVAS	-14.500

Fuente: M&S Consultores

Vale otra aclaración relevante. **Los eventuales desembolsos del Banco Mundial no serían una “novedad”**. Vienen registrándose desde hace años en el marco de acuerdos anteriores por montos del orden de los US\$ 700 M anuales. Entre 2003 y 2008, el flujo neto con el BM fue negativo: la Argentina pagaba más deuda por año de lo que el organismo desembolsaba. Desde 2009, el flujo con la Argentina es neutro: los desembolsos empardan los pagos. El stock de la deuda con este organismo multilateral no se reduce. **El eventual nuevo acuerdo marco serviría para que los actuales desembolsos no se corten con el paso del tiempo, un recaudo frente a la posibilidad de agotamiento a futuro de estas líneas de crédito** (ver cuadro 6).

Cuadro N° 6

RELACIÓN ARGENTINA - BANCO MUNDIAL

Millones de US\$	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013 (e)
Desembolsos del Organismo	770	362	468	518	336	1.029	791	841	753	700
Pagos de la Argentina*	-1.101	-1.216	-1.482	-1.397	-1.193	-955	-887	-761	-816	-800
Flujo neto	-331	-854	-1.014	-879	-857	74	-96	80	-63	-100

(*): Capital + intereses

Fuente: **M&S Consultores** en base a Secretaría de Finanzas

En conclusión, un acuerdo con el Banco Mundial por desembolsos de US\$ 700 o 1.000 M por año serviría para no seguir agravando el problema de la caja en dólares, que muestra rojos voluminosos (en turismo, comercio exterior energético o comercio exterior del sector automotriz) y caídas de reservas pronunciadas. Pero en épocas de contar “garbanzo por garbanzo”, vale todo: un desembolso del Banco Mundial, el “pedido” que ingresen divisas a los bancos y las exportadoras de cereales, un aporte al proyecto energético de Vaca Muerta o posibles ingenierías financieras alentadas desde el oficialismo para que las empresas ingresen dólares a un valor por encima del tipo de cambio oficial. **Al final del camino, la realidad impondrá “hacer algo más expeditivo”.**

El macro problema energético

Una de las patas que alimenta el deterioro macroeconómico de estos años es el problema energético en que se metió la Argentina. Caen sistemáticamente la producción de petróleo y gas, se perdió el autoabastecimiento, suben muy fuerte las importaciones para compensar la merma de la producción local, hay restricciones en el uso del gas en el sector industrial, explotó el déficit comercial externo del sector y siguen creciendo los subsidios fiscales para evitar un ajuste tarifario extremo.

En síntesis, el problema energético tiene una entidad macroeconómica con doble impacto: fiscal y externo. Por el lado del sector externo, generará este año un déficit comercial del orden de los US\$ 7.000 M (con importaciones en torno a US\$ 12.000 M y en crecimiento y exportaciones en US\$ 5.000 M y en declinación): equivale a los pagos de deuda pública en dólares de un año. Por el lado interno, los subsidios energéticos ascenderán a más de \$ 70.000 M: equivale al cien por ciento de las necesidades financieras del año del Tesoro. Son magnitudes importantes para un modelo que tiene problemas de caja.

Mercado del gas: un estado de situación

El año pasado se produjeron 44,1 billones de m³. **Esto representa una caída de 16% contra el pico de producción que se registró en 2004.** En el mismo periodo las reservas cayeron más de 45% y el horizonte de producción se redujo de 12 a 7 años¹.

Al mismo tiempo, **el consumo interno de gas creció 35%** (pasó de 30,7 billones de m³ anuales a 41,6 billones). El aumento del uso del gas en la generación eléctrica (necesario a su vez para atender el crecimiento de la demanda de electricidad) y el consumo residencial, explican el 80% del crecimiento total demanda de gas.

Con producción en caída y consumo en aumento, inevitablemente apareció una brecha de abastecimiento que se llenó con el freno de las exportaciones primero y crecientes volúmenes de importaciones. En 2003 se exportaron casi 6,5 billones de m³ y las importaciones eran prácticamente cero. El año pasado se exportó casi cero y se importaron 10,4 billones de m³ de gas, es decir que casi un cuarto del consumo total de gas se abasteció con importaciones (ver cuadro 7).

Cuadro N° 7

Los números básicos del gas

En miles de m ³	Producción	Consumo	Exportaciones	Importaciones
1999	42.425.814	30.174.885	3.385.871	504.129
2000	45.134.699	31.238.317	4.642.703	0
2001	45.974.424	28.786.960	6.180.275	0
2002	45.872.846	27.989.730	5.846.338	99.459
2003	50.633.155	30.764.260	6.460.531	85.243
2004	52.384.429	33.472.749	7.348.143	804.133
2005	51.572.743	34.685.004	6.600.101	1.734.946
2006	51.778.528	36.419.390	3.067.470	1.670.288
2007	51.006.242	38.451.132	1.245.026	1.756.949
2008	50.514.493	38.869.307	697.936	1.448.530
2009	48.418.484	37.693.424	777.117	2.672.526
2010	47.109.320	37.854.535	401.184	3.967.550
2011	45.524.254	40.335.421	152.493	7.465.445
2012	44.123.712	41.620.286	68.989	10.430.638
2012 - 2003				
en %	-12,9%	35,3%		
en volumen	-6.509.443	10.856.026	-6.391.542	10.345.395

Fuente: **M&S Consultores** en base a Secretaría de Energía

¹ El horizonte de producción u horizonte de reservas permite, a partir de la determinación de las reservas de hidrocarburos del país y la producción de los mismos año a año, estimar para niveles de reserva y producción constantes y con el mismo desarrollo de la técnica y condiciones de mercado, la disponibilidad (en cantidad de años) con que cuenta el país de ese recurso.

Un poco más de la mitad del gas importado llega desde Bolivia a un costo aproximado de US\$ 10 por millón de BTU² y el resto se importa licuado por vía marítima y es regasificado en las plantas de Bahía Blanca y Escobar. El costo del gas importado por barco llegó en 2012 a casi US\$ 16 por millón de BTU, incluyendo en proceso de regasificación. **En total, las importaciones de gas costaron casi US\$ 4.700 M el año pasado.**

Si bien no existe información precisa acerca los **precios en boca de pozo**³ promedio que recibe el productor local, es posible tomar como aproximación los valores utilizados para el cálculo de las regalías que cobran las provincias y que son publicados por la Secretaría de Energía. **Para 2012 este precio fue en promedio menor a los US\$ 2 por millón de BTU⁴, sensiblemente más bajo que el costo de importación.**

En la medida que la participación del gas importado en el abastecimiento local aumenta, también **aumenta el costo promedio del gas inyectado al sistema, que en la medida que no se traslade a la tarifa de los consumidores debe ser cubierto por el Estado Nacional y se refleja en la cuenta de subsidios.**

Volviendo a 2012, dado el mix entre gas local e importado que se observó y sus precios, el costo medio del gas consumido fue de US\$ 4.50 por millón de BTU, mientras que el costo medio aplicado en las facturas de los consumidores fue de aproximadamente US\$ 2,30⁵. La diferencia entre los dos valores (US\$ 2,20) determinó un subsidio total de unos US\$ 3.400 M, equivalentes a \$ 14.500 M.

En resumen, **el año pasado la caja del Tesoro pagó la mitad del gas que se consumió.** Para delante, la cuenta va a aumentar, porque el consumo va a seguir subiendo en la medida que el nivel de actividad se sostenga o suba y mientras los precios que paga el consumidor no desincentive el consumo superfluo. Vale la pena ver entonces cómo se llegó a esta situación.

2 El BTU es una unidad de energía inglesa. Es la abreviatura de British Thermal Unit y representa la cantidad de energía que se requiere para elevar en un grado Fahrenheit, la temperatura de una libra (poco menos de medio litro) de agua en condiciones atmosféricas normales. 1 m3 de gas equivale aproximadamente e 37.000 BTU.

3 Más técnicamente se lo denomina precio del gas en punto de ingreso al Sistema de Transporte.

4 Eventualmente parte de la producción se puede vender a precios mayores como parte de los programas de incentivos desarrollados por el Gobierno pero son volúmenes marginales.

5 Solo por el valor del gas sin incluir la remuneración del transporte y distribución ni impuestos y cargos que también forman parte de la factura final.

Un repaso de la historia

Argentina alcanzó en los últimos años el nivel más alto de PBI en su historia. Para sostener ese crecimiento es necesario generar mucha energía y la mayoría de la energía primaria que utiliza el país viene del gas.

Ya sea por su estructura productiva o por ineficiencias, Argentina es un país que utiliza mucha energía para crecer. La Energy Information Administration (EIA) de EE.UU. elabora un índice de “intensidad energética” que mide la cantidad de energía utilizada en cada país en relación al tamaño de su PBI. Si tomamos como base = 100 a los países del Grupo de los 8 (Alemania, Canadá, EE.UU., Francia, Italia, Japón y Rusia), Argentina necesita relativamente 2,6 veces más energía que esos países para sostener su Producción. En Latinoamérica, también utiliza relativamente más energía que Chile, Brasil, Uruguay o Perú. Es similar a Ecuador que es exportador de petróleo y solo queda por debajo de Venezuela y Bolivia que basan buena parte de su economía en la explotación de hidrocarburos (ver cuadro xxx cuadro de eficiencia).

Al mismo tiempo, la mayoría de la energía que utiliza el país proviene del gas. Según la Secretaría de Energía, el 85%⁶ de toda la energía primaria proviene de los hidrocarburos y más del 60% de ese total se explica por el gas. Esto no es modificable en el corto y mediano plazo, por lo que la continuidad del crecimiento económico va a estar muy atada a la disponibilidad de este combustible.

La historia moderna del gas natural reconoce tres hechos fundamentales: el primero fue el descubrimiento del yacimiento de Loma de la Lata en Neuquén que, junto con el posterior tendido de gasoductos hacia la costa, cambió fundamentalmente la matriz energética nacional. El segundo es la modificación sustancial del marco regulatorio del sector a partir de 1993 y por último, los problemas suscitados desde 2002 hasta ahora.

En 1977, en el complejo Cerros Colorados, se perforó el pozo X1, el primero en hallar gas en la zona de Loma de la Lata. El área productiva tenía unas 37.000 hectáreas y que las reservas podían estimarse en alrededor de 320 mil millones de m³. **Esta cantidad de reservas era equivalente a todas las que registraba el país en ese momento.**

Luego, la política energética incentivó el consumo de gas, disminuyendo la de hidrocarburos líquidos que era necesario importar. En 1982 se construyó el gasoducto Centro – Oeste que llevó el gas desde Neuquén hasta La Pampa, Buenos Aires, Córdoba, Mendoza, San Juan y el sur de Santa Fe. Hacia 1988 se habilitó el tendido Neuba II que va desde Loma de la Lata hasta Bahía Blanca.

⁶ Energía primaria es la que se obtiene de la naturaleza y puede ser utilizada sin ser transformada, por ejemplo el petróleo, gas, carbón, la energía hidroeléctrica, eólica, solar, etc.

La producción de gas creció de unos 11 mil millones de m³ anuales en 1976 (antes de Loma de la Lata) a casi 19 mil millones de m³ en 1984 (por el efecto de la habilitación del gasoducto Centro – Oeste) y a 24 mil millones de m³ en 1989 después de la puesta en marcha del Neuba II, es decir **un aumento del 120% en poco más de 10 años.**

Hacia 1990 la falta de inversiones en el sector se vio reflejada en la declinación en las reservas. En 1982 se estimaban en casi 700.000 billones de m³ y hacia 1993 habían caído a casi 500.000 billones de m³ (-25%). Sumado al crecimiento de la demanda, hizo que el horizonte de reservas, medido como producción / reservas bajara de 45 a 20.

La desregulación durante los '90

Hasta 1992 la empresa estatal YPF era la encargada de encontrar y extraer el gas, mientras que su transporte y distribución estaba a cargo de Gas del Estado. **La Ley 24.076 aprobó un nuevo marco regulatorio para la actividad del gas natural y la privatización de Gas del Estado.** Esto se vio complementado con la transformación de YPF en una sociedad anónima por acciones y la posterior venta de sucesivas partes del paquete accionario al sector privado.

Se dispuso la separación y apertura de los sectores de transporte y distribución, permitiendo la participación del sector privado, bajo el control de un Ente Nacional Regulador del Gas (ENARGAS). Se estableció la libertad para importar gas sin necesidad de autorización previa, mientras que las exportaciones quedaron sujetas a aprobación en un plazo de 90 días, implicando el silencio conformidad. La producción de gas fue desregulada con la apertura del sector petrolero.

Se determinó un nuevo sistema de precios y tarifas. Estableció tres tipos distintos de remuneraciones:

En primer lugar, el “**precio del gas en boca de pozo**” (el recibido por el productor) fue desregulado a partir de 1994. Para el primer año del proceso, la Secretaría de Energía lo fijó en US\$ 0,97 por millón de BTU. Esto era menos que el precio internacional (rondaba los US\$ 2 para el mercado de importación europeo) pero superior al que existió históricamente en el país (alrededor de US\$ 0,6 / 0,7 entre 1973 y 1989). Luego se pactaría libremente, tanto para el mercado interno como para la exportación.

La “**tarifa de transporte**”, para remunerar el uso de los gasoductos, que se determinaría en base al volumen transportado y la distancia entre el punto de ingreso y de despacho.

Por último, “**la tarifa de distribución**”, que remunera el servicio de distribución a los consumidores finales. Las tarifas varían según el tipo de usuario (residenciales, grandes usuarios, etc.) y también por la zona del país. Para los consumidores domiciliarios, la tarifa se compone de un cargo fijo por factura más el costo por m³ consumido.

Después de la desregulación **la factura básica de gas quedó atada a la suma de estas tres tarifas que variaban de manera distinta**: el precio en boca de pozo se fijaba libremente (aunque los contratos de compra – venta debían ser aprobados por ENARGAS), mientras que las tarifas de transporte y distribución estaban atadas a indicadores del mercado internacional para actividades similares. Además, a estos valores se le agregan los impuestos correspondientes.

Resultados en materia de precios

Un trabajo de la Cepal⁷ estimó que **en 2000 la tarifas domiciliarias fijada por ENARGAS para el área metropolitana de Buenos Aires llegaba a US\$ 6,92 por millón de BTU⁸** (sin incluir impuestos). **El 18% (US\$ 1,26) correspondía al valor del gas**, el 25% al servicio de transporte y el resto (57% o US\$ 3,96) era la remuneración asignada a la distribuidora. Antes de la privatización del servicio, entre 1990 y 1992, la tarifa era para el mismo consumidor de US\$ 3,40 por millón de BTU y durante la década de los '80 promedió los US\$ 2,50.

El precio pagado por el sector comercial y de servicios estaba entre US\$ 3,2 y 3,9 por millón de BTU (dependiendo del nivel de consumo). Las generadoras eléctricas pagaban US\$ 2,27 por millón de BTU y para la industria, con menos precisión, la tarifa fue estimada en torno a los US\$ 2,0 por millón de BTU.

En este periodo la estructura de precios claramente tendía a “abaratar” el consumo del sector industrial y de generación y encarecer relativamente el consumo domiciliario, que pagaba tarifas muy altas.

Resultados sobre la producción y el consumo

En 1993 la producción de gas era poco menos de 27 billones de m³ anuales. En 2000 superó los 45 billones y se mantuvo constante en los dos años siguientes, es decir que **el aumento de la producción fue de casi 70% en siete años** (casi 8% anual promedio).

7 “Análisis de formación de precios y tarifas del gas natural en América del Sur”. Roberto Kozulj. CEPAL. 2012.

8 Corresponde a la tarifa residencial R1 para consumos de hasta 75 m³ bimestrales. Según el mismo trabajo, el consumo medio domiciliario ronda los 45 m³ bimestrales (Metrogas) y 75 m³ (Gas Natural BAN).

Las reservas retomaron un camino ascendente (hay que recordar que entre 1989 y 1993 cayeron 30%) y entre 1994 y 2000 aumentaron 50%, con un salto importante (27%) entre 1994 y 1997. Igualmente como el incremento de reservas fue menor al aumento de la producción, el horizonte de existencias siguió acortándose: de los 25 años que había a principios de los '90, cayó a 17 años en 2000.

En el mismo periodo **el consumo interno de gas aumentó 43%** (pasó de 21 a 31 billones de m³ al año), en parte porque se incorporaron más de 1 millón de usuarios (+25%) pero también porque el consumo promedio aumentó 14% en promedio. Estas cifras se dieron con un PBI que creció “solo” 17% en esos siete años, incluyendo tres años donde cayó el nivel de actividad (1995, 1999 y 2000).

Resulta interesante analizar “quienes” aumentaron el consumo, sobretodo porque el comportamiento fue bastante distinto al que se observó después de la salida de la Convertibilidad, reflejándose claramente los incentivos de la estructura de tarifas aplicada en cada período.

Más de la mitad del aumento de consumo observado entre 1993 y 2000 se debió al uso del gas en la generación eléctrica. Las centrales pasaron de usar 6 billones de m³ en 1993 a 11 billones en 2000. La industria explica casi otro 25% del aumento, el consumo residencial representa otro 14% de la suba y el GNC utilizado en el transporte el 10% (aunque sabiendo que en 1993 el uso del Gas Comprimido en automóviles todavía no estaba tan generalizado).

Fueron los grandes consumos en los sectores de generación eléctrica e industriales los que explican la mayor parte del crecimiento y no tanto los particulares que tuvieron que soportar tarifas relativas mucho más altas durante este periodo (ver cuadro 8).

Cuadro N° 8

Consumo de gas por redes

Periodo	Consumo interno total		Consumo por tipo de usuario (Miles de m3)					
	Miles de m3	Variación	Residencial	Comercial y entes oficiales	Industria	Centrales eléctricas	GNC	SDB
1993	21.827.791		5.637.257	1.457.505	7.747.277	5.931.452	760.489	293.811
1994	22.665.509	3,8	5.650.925	1.247.713	8.793.459	5.727.836	940.372	305.204
1995	24.537.833	8,3	5.756.007	1.171.639	9.199.471	7.141.790	1.007.209	261.717
1996	26.420.046	7,7	5.843.102	1.176.532	9.351.261	8.712.826	1.091.846	244.479
1997	26.929.986	1,9	5.803.125	1.238.377	9.742.562	8.616.666	1.267.936	261.320
1998	27.260.276	1,2	5.877.402	1.226.061	9.909.620	8.548.320	1.411.854	287.019
1999	30.174.885	10,7	6.556.744	1.340.290	9.776.632	10.679.852	1.508.915	312.452
2000	31.238.317	3,5	6.967.136	1.393.400	9.964.785	10.898.686	1.677.234	337.076
2001	28.786.960	-7,8	6.717.209	1.360.123	9.626.612	8.897.951	1.850.565	334.500
2002	27.989.730	-2,8	6.655.864	1.340.615	9.797.259	7.783.935	2.040.319	371.738
2003	30.764.260	9,9	6.862.408	1.410.822	10.682.871	8.750.872	2.639.989	417.298
2004	33.472.749	8,8	6.910.376	1.488.285	11.226.085	10.343.291	3.044.449	460.263
2005	34.685.004	3,6	7.443.171	1.532.423	11.335.299	10.690.040	3.167.844	516.227
2006	36.419.390	5,0	7.401.098	1.472.703	12.525.546	11.430.006	3.042.863	547.174
2007	38.451.132	5,6	8.999.864	1.662.838	12.090.829	12.181.673	2.857.817	658.111
2008	38.869.307	1,1	8.520.621	1.609.601	12.370.790	12.981.927	2.728.461	657.907
2009	37.693.424	-3,0	8.469.112	1.680.643	11.804.892	12.436.304	2.632.869	669.604
2010	37.854.535	0,4	9.246.674	1.680.482	12.028.712	11.513.828	2.651.848	732.991
2011	40.335.421	6,6	9.552.050	1.680.843	12.511.470	12.951.295	2.761.225	878.538
2012	41.620.286	3,2	10.031.660	1.856.315	11.661.385	14.349.245	2.784.950	936.731
Var. 2003 - 2012 (%)	35,3		46,2	31,6	9,2	64,0	5,5	124,5
Var. 1993 - 2000 (%)	43,1		23,6	-4,4	28,6	83,7	120,5	14,7

Fuente: M&S Consultores en base a Enargas e IAPG

Después de 2001

Después de la devaluación de 2001, las tarifas del gas quedaron pesificadas en los valores que regían previamente, lo que significó pesificar también los tres componentes de las mismas. En adelante nos referiremos a la evolución del precio del gas en boca de pozo, dejando para otra oportunidad el análisis del impacto de la pesificación sobre transportistas y distribuidores, que generó otro tipo de distorsiones pero no subsidios explícitos solventados por el Estado.

Desde 2002 hasta 2004 los precios pagados a los productores en pesos quedaron prácticamente congelados y, dado que el tipo de cambio aumentó cerca de 200%, se desplomaron medidos en moneda extranjera. El precio en boca de pozo del gas **en diciembre de 2001 era de US\$ 1,31 por**

millón de BTU⁹, cayó a un mínimo US\$ 0,52 en junio de 2002, recuperándose posteriormente de forma leve (básicamente porque el peso recuperó parte de su valor) para estacionarse alrededor de los US\$ 0,65 en la segunda mitad de 2003. Al final de aquel año, el precio del gas pagado al productor local era, en dólares, menos de la mitad que en diciembre de 2001.

Este movimiento se dio en paralelo al establecimiento de un nuevo contexto de precios internacionales del petróleo y del gas, la recomposición de la demanda interna a la salida de la crisis y niveles récord de exportaciones, lo que derivó en una crisis de abastecimiento en el primer trimestre de 2004 que llevó a las autoridades a tomar una serie de medidas que modificaron sustancialmente todo el marco regulatorio vigente hasta ese momento.

Entre 2002 y 2004 el precio de gas en EE.UU. y Europa subió alrededor de 80% y después siguió aumentando (el precio Henry Hub de EE.UU. pasó de US\$ 3,33 por millón de BTU a US\$ 5,85). El consumo local pasó de 28 billones de m³ anuales a 33,5 billones (+20%) y las exportaciones alcanzaron en 2004 su máximo registro histórico con 7,3 billones de m³.

Con la crisis de abastecimiento el Gobierno realizó una gran transformación de las reglas que regían para el sector gasífero, **aunque sin modificar por Ley el marco regulatorio**. Desde el punto de vista del abastecimiento y los precios, se pueden destacar **tres medidas fundamentales**:

En primer lugar, **se limitaron las exportaciones de gas**, que en adelante solo podrían llevarse a cabo en la medida que estuviera garantizado el abastecimiento del mercado interno.

Se rehabilitó el gasoducto de Refinor que une Tarija (Bolivia) con Campo Durán en Argentina para permitir la importación de gas desde aquel país. Ese gasoducto había sido dejado de utilizar en 1999, cuando se alcanzó el autoabastecimiento de gas.

La Secretaría de Energía alcanzó **acuerdos con los productores de gas** para elevar el precio del gas en boca de pozo a US\$ 1 por millón de BTU para un volumen de alrededor del 55 / 60% de la producción, que es un precio semejante al que tenía el gas al comienzo de la desregulación (1993 / 1994).

En 2005 el precio del gas local ya superó ese US\$ 1 por millón de BTU y la senda ascendente continuó hasta llegar a US\$ 1,9 en 2008¹⁰, **manteniéndose entre US\$ 1,90 y 2,0 entre 2009 y 2012**. Paralelamente el aumento de la participación del gas importado (más caro) en la provisión del mercado interno

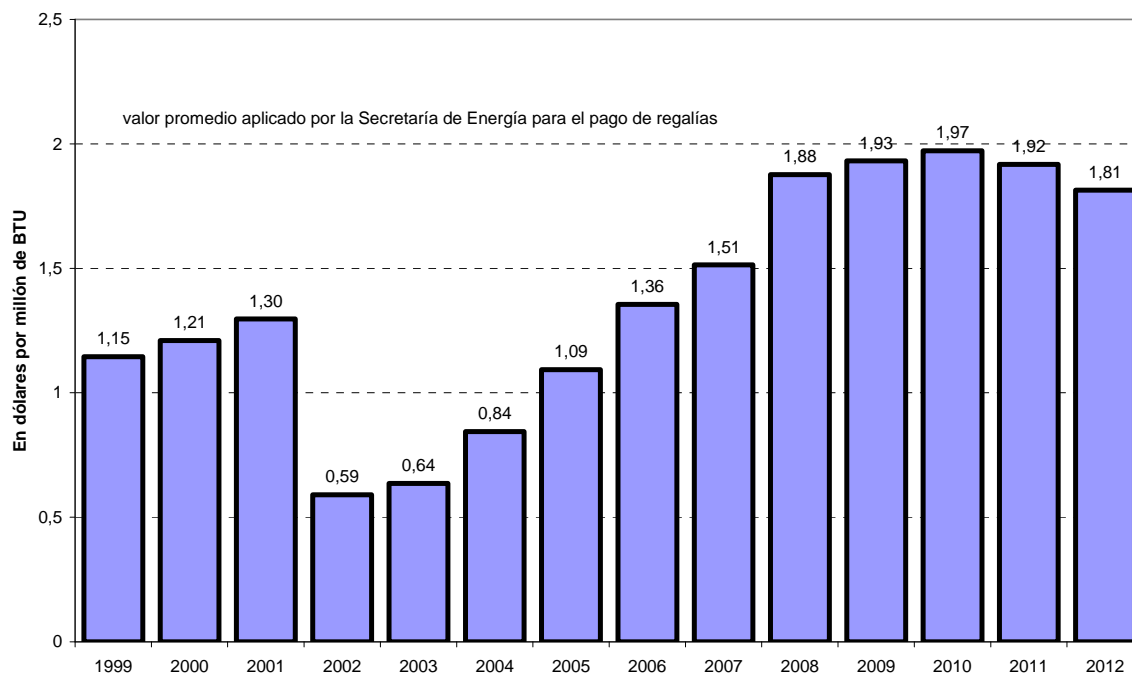
9 Valor promedio considerado por la Secretaría de Energía para la liquidación de las regalías, ponderado por volúmenes de las distintas cuencas productoras.

10 Siempre medido por el valor de referencia aplicado al pago de regalías y publicado por la Secretaría de Energía.

hizo crecer el costo promedio del gas consumido hasta llevarlo a los US\$ 4,5 dólares que se observó el año pasado (ver cuadro 9).

Cuadro N° 9

Precio del gas "en boca de pozo"



Fuente: M&S Consultores en base a IAPG

Los subsidios en el mercado del gas

El subsidio que paga el Estado Nacional surge de la diferencia entre el valor del gas inyectado en la red, por un lado y el costo incluido en las facturas que llegan a los consumidores, por otro.

El costo del gas tiene **dos componentes** bien diferenciados: por un lado el **“gas local”** por el que los productores están cobrando unos **US\$ 2.0 por millón de BTU** en promedio y el **“gas importado”** que llega de Bolivia a un **costo de US\$ 10 por millón de BTU y por barco costando casi US\$ 16**. El año pasado, el costo promedio ponderado de importación fue de **US\$ 12 por millón de BTU** y el de todo el gas consumido (nacional e importado) de **US\$ 4,5**.

Del otro lado de la balanza, los consumidores pagan distintas tarifas por el gas de acuerdo al tipo de consumo. Los hogares tienen cargado el costo más bajo: **US\$ 0,3 por millón de BTU**. Está prácticamente congelado en pesos y se reduce en dólares a medida que aumenta el tipo de cambio. Este segmento es casi el **25% del consumo total**.

En el caso de las generadoras de electricidad (35% de la demanda), el costo facturado ha ido subiendo progresivamente desde casi US\$ 1,5 el millón de BTU en 2006 hasta los US\$ 2,6 de 2012. Para la industria el costo facturado promedio los US\$ 3,8, mientras que las estaciones de GNC pagan US\$ 2,8.

El promedio ponderado de estos precios es apenas superior a los US\$ 2,2 por millón de BTU. Es decir, **los consumidores están pagando el gas apenas algo más que el valor que se les reconoce a los productores locales.**

Si todo el gas fuera “nacional”, el Tesoro no gastaría en subsidios pero como el gas importado cuenta US\$ 12 el millón de BTU en promedio y los consumidores pagan solo US\$ 2,2, **aparece un subsidio que el año pasado fue de US\$ 3.400 M, equivalentes a \$ 14.500 M.**

Para paliar este costo, en 2008 se creó un “**Fondo Fiduciario para atender las importaciones de gas**”¹¹ que se alimenta de un cargo tarifario que deben pagar los consumidores. En una primera instancia no alcanzaba a los consumos residenciales más bajos ni al GNC y las generadoras eléctricas. En 2011 los cargos aumentaron y se generalizaron.

Si embargo es difícil saber el impacto real del cargo tarifario para morigerar el aumento de los subsidios. Diferentes defensorías del Pueblo, tanto de la Nación como provinciales consiguieron amparos solicitando la suspensión del pago del cargo argumentando la inconstitucionalidad de la norma, basados en la supuesta naturaleza tributaria de los cargos. De esta forma una parte importante de los consumidores (incluyendo empresas) no lo pagan. Según consta en un informe de la Auditoría General de la Nación, en 2009 recaudó \$ 552 M y en 2010 puede haber sido una cifra similar. Aunque en 2012, con el aumento y generalización del cargo la recaudación seguramente subió significativamente, sigue muy lejos de financiar mínimamente el costo del subsidio.

De esta manera, **los subsidios totales que recibe Enarsa subieron de \$ 2.740 M en 2009 a \$ 19.200 M el año pasado y en 2013, hasta agosto subieron más de 70%, llegando a los \$ 18.500 M hasta agosto.** Es una cuenta que va a seguir subiendo en la medida que la economía empuje el consumo y no se reajusten las tarifas para que reflejen el verdadero costo del gas.

11 Decreto 2067/2008.

Registro de la Propiedad Intelectual N° 60.789 - Todos los derechos reservados 2000, by M&S Consultores
25 de Mayo 555, piso 10 (C1002ABK) - Buenos Aires, Argentina

Está prohibida su reproducción y circulación no autorizada expresamente



25 de mayo 555, piso 10 (C1002ABK) Buenos Aires, Argentina
e-mail: estudio@mysconsultores.com / www.mysconsultores.com