

[2018]



# Fondo de Garantía de Sustentabilidad

---

[INFORME ESPECIAL]

Dedicación

Claridad  
Expositiva

Calidad  
Técnica

Exhaustividad



UNR Universidad  
Nacional de Rosario



OBSERVATORIO  
ECONÓMICO SOCIAL UNR



Informe Especial n° 19 – agosto de 2018

- Autores: Luciano Jara Musuruana y Patricio Almeida Gentile
- Editor: Germán Tessmer
- Esta obra está licenciada bajo la Licencia Creative Commons Atribución-NoComercial-Compartir Igual 4.0 Internacional. Para ver una copia de esta licencia, visita <http://creativecommons.org/licenses/by-nc-sa/4.0/>.
- Citar este trabajo utilizando el siguiente link:
- La imagen utilizada para la portada se encuentra libres de derechos de autor.



## Contenidos

1. Introducción .....	2
1.A. Contexto .....	2
1.B. Características .....	3
2. Evolución .....	4
3. El Fondo .....	6
3.A. Magnitud .....	6
3.B. Utilización.....	7
4. Coyuntura .....	10
5. La importancia de administrar eficientemente los fondos .....	11
6. Conclusiones .....	12



# 1. Introducción

Durante los últimos años se han estado debatiendo distintas estrategias para disminuir el déficit fiscal del sector público no financiero. A principios de 2017, se ha sumado la aparición del déficit en la cuenta comercial, que refleja que el monto de importaciones supera al de exportaciones. En otras palabras, la aparición del segundo déficit muestra que la capacidad que tiene el país de generar divisas de forma genuina es menor a sus necesidades en divisas. En un contexto de fuerte presión tributaria, que difícilmente puede elevarse aún más, fuerte estanflación, y necesidad de préstamos tanto en pesos como en dólares; uno de los recursos con lo que cuenta la actual gestión de política económica es la existencia del Fondo de Garantía de Sustentabilidad, producto de la re-estatización del sistema de jubilaciones y pensiones, anteriormente en manos de las AFJP.

Este informe brinda una explicación del surgimiento del fondo, sus características, evolución y magnitud, y los distintos dilemas que entrañan su uso a la luz de la coyuntura actual, y tras la firma del acuerdo entre la Argentina y el FMI en junio de este año.

## 1.A. Contexto

El pago de jubilaciones mediante el sistema previsional tiene su inicio en 1954, mediante la [Ley 14.370](#). El sistema que se adoptó fue el de reparto, que significa utilizar los aportes de trabajadores en actividad para pagar a los pasivos. Es decir, aquellos ex-trabajadores con una cierta cantidad de años aportados. Este sistema solidario de jubilaciones y pensiones funcionó en soledad hasta la década del 90'. Es que en 1994, a través de la [Ley 24.241](#), se incorporó un nuevo sistema de jubilaciones, basado en la capitalización individual, que convive junto con el esquema de reparto.

Este nuevo régimen prometía al trabajador una jubilación solventada por sus propios fondos, los que eran administrados por empresas privadas conocidas como Administradores de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP), las que estaban habilitadas a invertir los fondos recibidos en una serie de instrumentos financieros, sobre todo de la plaza local. De esta forma, el diseño de este sistema consistía en que las AFJP recibieran una cápita de aportes que acrecentaban el valor del fondo, el cual se invertía en el mercado de capitales y financiero, para luego proveer un flujo de pagos en forma de jubilaciones y pensiones, producto de la rentabilidad obtenida del mismo. Para solucionar el problema de incentivos las administradoras cobrarían una comisión para mantener actualizados los fondos acumulados.

La afiliación compulsiva al sistema privado de los nuevos trabajadores que no manifestaban una elección explícita por el sistema de reparto y la obligatoriedad de una contribución menor en el sistema privado que en el estatal, abultó las afiliaciones de las AFJP a pesar de que el sistema era de carácter mixto. Desde la concepción de quienes diseñaron el sistema de capitalización, la implementación de las AFJP se justificó por diversos factores:

- La evasión mediante la utilización del trabajo informal, que disminuía la cantidad de recursos disponibles para el sistema de reparto de forma directa, por una disminución en la cantidad de aportes; y de forma indirecta, por una disminución en la recaudación general de impuestos.
- El achicamiento del mercado de trabajo que al igual que el punto anterior, disminuía los aportes de forma directa e indirecta.



- El envejecimiento progresivo de la población, que alteró la relación contribuyentes-beneficiarios que permitía el sostenimiento del sistema basado en aportes al sistema de reparto.

El diagnóstico que se promovió en la gestión de ese momento, es que los recursos necesarios para mantener operativo al sistema previsional no eran suficientes, y que éste constituía uno de los mayores pesos fiscales del Estado. Todo lo cual era coherente a la concepción generalizada de un sector público mínimo prevaleciente en la década del 90'.

Sin embargo, con el correr de los años las AFJP comenzaron a manifestar sus riesgos y limitaciones. Uno de los principales era (y sigue siendo) el bajo desarrollo del mercado de capitales local. Como resultado, no se solucionaron los problemas que justificaron la implementación del sistema a partir de 1994. De hecho, las primeras jubilaciones obtenidas bajo el esquema de las AFJP fueron relativamente bajas, algunas incluso menores a las estatales (que era el precio de referencia). En consecuencia, las inversiones de los fondos no obtuvieron la rentabilidad necesaria para solventar el sistema de jubilaciones y pensiones.

Como reacción a la falta de resultados positivos de las AFJP, el Poder Ejecutivo Nacional envió un proyecto de ley en 2008 con la intención de re-estatizar el sistema de jubilaciones y pensiones. Como resultado, en diciembre de 2008 se promulgó la [Ley 26.425](#) que, en su artículo primero, dispone la unificación del Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones en un único régimen previsional público denominado Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA).

Ahora bien, una vez sancionada la ley quedaba por solucionar un problema, ¿qué hacer con la cartera de inversiones en manos de las AFJP que bajo la nueva ley fueron estatizadas?, La solución instrumentada fue la de traspasar en especie el total de los fondos administrados por las AFJP al Fondo de Garantía de Sustentabilidad del Sistema Integrado Previsional Argentino, comúnmente conocido como Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS); siendo la [ANSES](#) es el organismo gubernamental encargado de administrarlo. El FGS fue creado previamente por el [Decreto N° 897](#) de julio de 2007.

## 1.B. Características

La administración del FGS tiene como objetivo lograr rendimientos directos e indirectos, generados por las inversiones y la aplicación de los recursos del fondo. La dirección del efecto esperado es prácticamente la misma que se espera de la aplicación de una política fiscal expansiva, un efecto multiplicador en ingresos impositivos a través de impuestos varios relacionados a la actividad real de la economía (IVA, Impuesto a las Ganancias, Impuesto a los Combustibles, entre otros), junto a un incremento en el empleo formal (que se traduce en mayores contribuciones al sistema). Asimismo, la interacción con las variables impositivas incrementa los recursos de ANSES, contribuyendo a la sustentabilidad del Sistema de Seguridad Social. Por supuesto, la dirección del efecto no es lo mismo que su magnitud. Ese punto forzosamente queda delimitado por las restricciones del contexto y por el caudal de recursos del fondo aplicados a la economía.

Concretamente, la misión del FGS es preservar el valor del patrimonio del fondo, buscando la rentabilidad de sus recursos. Los mismos podrán ser utilizados para pagar los beneficios del Sistema Integrado Previsional Argentino y, desde 2016, para hacer frente a los compromisos asumidos en la Ley 27.260 de Reparación Histórica; invirtiendo en proyectos e instrumentos que promuevan el desarrollo de la economía argentina y del mercado de capitales local de largo plazo.



Así, entre los principales objetivos del FGS se encuentran:

- Invertir en proyectos de infraestructura de alto impacto económico y social.
- Potenciar el programa ARGENTA<sup>1</sup>.
- Preservar del valor y la rentabilidad de la cartera del FGS.
- Actuar con Transparencia en la interacción con el sistema financiero.
- Priorizar el desarrollo del capital humano del FGS, jerarquizando sus cuadros técnicos.

En lo que respecta a su funcionamiento, el Director Ejecutivo de la ANSES es quien administra el FGS, con la asistencia de un Comité Ejecutivo integrado por: el Secretario de Finanzas, el Secretario de Hacienda y el Secretario de Política Económica. Por razones de conveniencia operativa el Director Ejecutivo faculta al Subdirector Ejecutivo de Operación del FGS a adoptar todas las medidas que estime convenientes y/o necesarias relativas a la administración de los activos del FGS.

Si bien el FGS tiene cierta autonomía no está exento a controles internos y externos que garanticen la transparencia de sus actos en su funcionamiento y operatoria. Son organismo de control:

1. Consejo del FGS (Incluye representantes de trabajadores, jubilados, empresarios, legisladores, Jefatura de Gabinete y ANSES).
2. Comisión Bicameral de Control de Fondos (diputados y senadores).
3. Dirección General de Control del FGS (control interno por los jerárquicos).
4. Auditoría del FGS (control interno).
5. Sindicatura General de la Nación (SIGEN, control interno, de otra dependencia).
6. Auditoría General de la Nación (AGN, control por un organismo de la oposición).
7. Defensoría del Pueblo de la Nación (DPN, órgano de control independiente de cualquier poder y con plena autonomía).

## 2. Evolución

Al primer año de funcionamiento, el FGS no contaba con los aportes del sistema estatizado de AFJP descrito en la sección anterior. Por lo tanto, a fines de noviembre del 2008, los fondos sumaban \$17.847 millones de pesos. Esa situación cambia abruptamente el 5 de diciembre de 2008 cuando se integran los fondos de las AFJP, que contabilizan unos \$80.209 millones.

---

<sup>1</sup> Es un programa de créditos personales para los jubilados, pensionados y quienes cobran Asignaciones por Hijo. Disponible en: <https://www.anses.gob.ar/institucional/programas/creditos-anses/>



La evolución de la valorización del fondo, se puede ver en la **Tabla 1**. Como se puede observar, la cotización del fondo crece año a año en términos nominales. Nótese que la capitalización del fondo opera por dos vías: la rentabilidad acumulada, y los aportes de capital por parte del Tesoro. A los fines de obtener un diagnóstico más acertado de la gestión del FGS, las dos últimas columnas de la tabla muestran -en primer lugar- la variación interanual del valor nominal del fondo neta de los aportes de capital realizados por el Tesoro. Por su parte, la última columna muestra la rentabilidad del fondo neta de aportes de capital y descontando la influencia de la variación generalizada de precios. Acorde a lo anterior, es 2011 el año con peor desempeño registrado, con un aporte de capital de \$6.075 millones (el máximo de la serie) y una caída de la valoración real de 14,1% interanual.

Si se tiene en cuenta la evolución de rendimiento del fondo en términos reales, tomando diciembre 2009 como año base, es decir, cuando ya se encuentran integrados los fondos provenientes de las AFJP; hasta diciembre 2017 (que es el último dato disponible para año completo), el valor del FGS registra un crecimiento real de 2,85% para el transcurso de 8 años, excluyéndose de la estimación todo aporte de capital ejercido por parte del Tesoro.

**Tabla 1 |** Valor del FGS en millones de pesos, discriminado aportes de capital y rendimiento real. Variaciones interanuales.

Fecha	Valor FGS	Variación en \$	Aporte de capital	Variación Neta	Rendimiento Real*
dic-08	\$98.083				
dic-09	\$140.853	\$42.770	\$701	42,9%	26,3%
dic-10	\$178.016	\$37.163	\$2.656	24,5%	-1,8%
dic-11	\$199.490	\$21.474	\$6.075	8,7%	-14,1%
dic-12	\$244.799	\$45.309	\$4.000	20,7%	-4,9%
dic-13	\$329.472	\$84.673	\$2.000	33,8%	5,4%
dic-14	\$472.265	\$142.793	\$0	43,3%	4,8%
dic-15	\$664.029	\$191.764	\$2.873	40,0%	12,5%
dic-16	\$875.380	\$211.351	\$0	31,8%	-8,5%
dic-17	\$1.202.579	\$327.199	\$0	37,4%	12,8%
mar-18	\$1.265.940	\$63.361	\$0	5,3%	-1,4%

Fuente: Elaboración propia en base a datos del ANSES

\* El rendimiento real se calculo como la tasa de crecimiento de la variación neta del FGS menos la inflación

La **Tabla 2** muestra la composición del fondo de los últimos años. En la misma, se observa la fuerte presencia que tiene el FGS en la financiación al Sector Público Nacional<sup>2</sup>. En el caso de los Títulos Públicos si bien la participación se ha ido reduciendo desde proporción registrada de 62,4% en diciembre 2013, a 56,6% en marzo 2018; la misma sigue estando por encima de la mitad de valor del FGS. Como contrapartida a esta disminución, las acciones han alcanzado a fines de 2017 una participación de aproximadamente 20% del fondo. Finalmente, no puede dejarse de hacer notar la presencia de un rubro novedoso que comienza a operar desde 2016, los préstamos a las provincias.

<sup>2</sup> Debe hacerse notar que, bajo el régimen de capitalización, las AFJP también se veían obligadas por ley a mantener en existencia una parte significativa de su cartera en Títulos Públicos.

**Tabla 2 |** Composición del activo del FGS

Composicion del FGS						
Activo	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	mar-18
Titulos Publicos Nacionales	62,4%	64,9%	62,6%	59,3%	57,3%	56,6%
Acciones	8,4%	11,0%	12,8%	13,5%	20,1%	19,4%
Proyectos Productivos	13,6%	12,5%	12,9%	10,8%	7,8%	7,4%
Prestamos Provinciales	-	-	-	3,1%	3,7%	5,0%
Prestamos para SIPA	0,8%	1,3%	2,4%	1,8%	3,6%	3,7%
Prestamos para no SIPA	-	-	-	-	2,5%	2,5%
Plazo Fijo	4,9%	2,4%	1,3%	5,8%	0,1%	1,6%
Fondos Comunes de Inversion	2,4%	2,7%	2,7%	2,6%	1,7%	1,5%
Titulos Emitidos por Entes Estatales	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	1,4%	1,3%
Obligaciones Negociables	2,4%	1,9%	1,5%	1,1%	0,9%	0,8%
Disponibilidades	2,8%	1,1%	1,9%	0,9%	0,7%	0,2%
Otros	1,8%	1,5%	1,5%	0,5%	0,1%	0,0%

Fuente: Elaboración propia en base a datos del ANSES

## 3. El Fondo

### 3.A. Magnitud

A la hora de poner en contexto al FGS, es necesario considerar la magnitud de los fondos que controla. En este sentido, se pueden tomar a las Reservas Internacionales del Banco Central de la República Argentina (BCRA), como parámetro de referencia. La **Tabla 3** presenta una comparación del valor del FGS valuada al tipo de cambio de diciembre de cada año con respecto a las reservas internacionales del BCRA. Como se observan, a partir de 2012 el valor del FGS medido en dólares siempre es superior a las reservas del BCRA. Siendo la brecha más profunda la registrada a fines del 2015, cuando la valorización del fondo llega a alcanzar el doble del valor de las reservas internacionales.

**Tabla 3 |** Comparación entre el FGS y las Reservas Internacionales del BCRA, al tipo de cambio correspondiente

Fecha	FGS	Reservas Internacionales
dic-08	US\$28.399	US\$46.386
dic-09	US\$37.099	US\$47.967
dic-10	US\$44.775	US\$52.190
dic-11	US\$46.359	US\$46.376
dic-12	US\$49.783	US\$43.290
dic-13	US\$50.548	US\$30.600
dic-14	US\$55.223	US\$31.408
dic-15	US\$51.060	US\$25.563
dic-16	US\$55.228	US\$38.772
dic-17	US\$64.055	US\$55.055
mar-18	US\$61.181	US\$56.623

Fuente: Elaboración propia en base a datos del ANSES y el BCRA



No puede dejarse de hacer notar que el ejercicio anterior solo sirve a fines comparativos. En el escenario hipotético en el que se liquidaran todas las posiciones del fondo en un plazo relativamente corto y se buscara convertir dichos valores en dólares, no se sería posible alcanzar dicho valor, dado que las ventas compulsivas de los activos pertenecientes al fondo generarían una disminución sustantiva de su precio. Por otra parte, y en un sentido contrario, la demanda compulsiva de dólares, forzaría a una depreciación de la moneda que terminaría por elevar el precio del tipo de cambio.

Otro parámetro a tener en cuenta para comprender la magnitud del FGS es de compararlo con el volumen de las Letras Emitidas por el Banco Central (LEBAC). Por ejemplo, si se toma diciembre de 2017, el valor nominal de las LEBACS ascendía a 1.144 miles de millones de pesos, frente a los 1.202 miles de millones del FGS. Otra medida a considerar es el tamaño del FGS como porcentaje del PIB. Desde el 2014 el fondo representa más del 10% del producto. Concretamente en diciembre del 2017 equivale al 11,39% del PIB.

### 3.B. Utilización

El FGS es un fondo de reserva administrado por la ANSES que posee un patrimonio de afectación específica. Está compuesto por activos financieros de diversa índole tales como títulos públicos, acciones de sociedades anónimas, plazos fijos, obligaciones negociables, fondos comunes de inversión, fideicomisos financieros, cédulas hipotecarias, préstamos a provincias y a beneficiarios del SIPA.

Según la normativa vigente el FGS se provee de ingresos que vienen de dos grandes fuentes:

- El empleo formal, que no solo implica contribuciones al sistema sino también ingresos impositivos, incrementando los recursos de ANSES contribuyendo a la sustentabilidad del Sistema de Seguridad Social.
- Los rendimientos generados por las inversiones, los activos del FGS se invierten en activos financieros nacionales que incluyen, entre otros instrumentos, cuentas remuneradas del país y la adquisición de títulos públicos o en valores locales.

En el otro extremo, los ingresos generados por el FGS son utilizados para pagar los beneficios del Sistema Integrado Previsional Argentino incluidos los compromisos asumidos en la ley de Reparación Histórica. La cartera de activos del FGS que comprende participaciones de empresas varían desde porcentajes marginales (inferiores al 1%) a porcentajes importantes que representan un 20% o más (en 15 empresas sobre un total de 46).

La participación en el **capital social** de las empresas se refiere a la cantidad de acciones que el fondo tiene de la empresa respectiva. La valoración monetaria es calculada multiplicando la cantidad de las acciones que se tiene en poder por el precio de mercado de las mismas. Por ende, no necesariamente la empresa que se tenga una mayor participación del capital implica que sea la de mayor valor monetario.

La **Tabla 4** detalla cada una de las empresas en las que el FGS tiene participación y el valor monetario correspondiente, según valores de 30 de junio 2018.





Tabla 4 | Participación en empresas privadas del FGS

PARTICIPACIÓN EN EMPRESAS PRIVADAS		
EMPRESA	PARTICIPACIÓN DEL FGS SOBRE EL CAPITAL SOCIAL	VALOR EN CARTERA DEL FGS (PESOS)
		AL 30-06-2018
Banco Macro S.A.	27,49%	\$ 31.141.227.726
EDENOR	26,81%	\$ 11.599.267.763
Gas Natural Ban S.A.	26,63%	\$ 4.360.063.595
Distribuidora de Gas Cuyana S.A.	26,12%	\$ 2.224.658.609
S.A. San Miguel A.G.I.C.I. Y F.	26,06%	\$ 1.935.106.919
Ternium Argentina S.A.	26,03%	\$ 15.893.847.337
Consultatio S.A	24,88%	\$ 3.692.869.810
Transportadora de Gas del Sur S.A.	23,11%	\$ 13.080.789.363
Grupo Concesionario del Oeste S.A.	21,56%	\$ 913.764.602
Mirgor S.A.	21,54%	\$ 1.276.405.894
EMDESA	20,96%	\$ 298.408.406
Edesal Holding S.A.	20,96%	\$ 328.535.886
Edesa Holding S.A.	20,96%	\$ 455.722.695
S.A. Importadora Y Exp. De La Patagonia	20,24%	\$ 2.656.440.675
Molinos Río de La Plata S.A.	20,04%	\$ 1.671.703.859
Molinos Agro S.A.	20,04%	\$ 2.114.391.055
TRANSENER.	19,57%	\$ 3.679.079.528
Grupo Financiero Galicia S.A.	18,52%	\$ 25.146.996.234
Enel Generación Costanera S.A.	15,39%	\$ 936.749.471
Banco Patagonia S.A.	15,29%	\$ 5.577.708.896
Pampa Energía S.A.	14,78%	\$ 12.655.194.212
Camuzzi Gas Pampeana S.A.	12,65%	\$ 1.654.578.302
Telecom Argentina S.A.	11,34%	\$ 25.447.598.261
Holcim (Argentina) S.A..	11,31%	\$ 2.280.389.204
Capex S.A.	10,73%	\$ 964.861.000
Aluar Aluminio Argentino S.A.I.C.	9,35%	\$ 5.377.106.151
Grupo Clarin S.A.	9,00%	\$ 518.905.710
Cablevisión Holding S.A.	9,00%	\$ 4.848.499.580
Metrovías S.A.	8,55%	\$ 351
Metrogás S.A.	8,13%	\$ 1.374.224.289
BBVA Banco Francés S.A.	6,93%	\$ 5.081.030.224
Euromayor S.A.	6,25%	\$ 656
Quickfood S.A.	5,27%	\$ 82.956.701
Banco Hipotecario Nacional S.A.	4,94%	\$ 995.482.854
Socotherm Americas S.A.	4,59%	\$ 2.691
Inversiones y Representaciones S.A.	4,48%	\$ 1.294.316.384
Cresud S.A.C.I.F y A.	3,59%	\$ 768.534.527
Grupo Supervielle S.A.	3,34%	\$ 925.118.993
Central Térmica Güemes S.A.	2,81%	\$ 679.073.500
Inversora Eléctrica de Bs.As. S.A	2,09%	\$ -
Central Puerto S.A.	1,85%	\$ 784.919.224
IRSA Propiedades Comerciales S.A.	1,38%	\$ 434.117.492
Y.P.F. S.A.	1,16%	\$ 1.807.882.252
Sociedad Comercial del Plata S.A.	0,94%	\$ 48.042.181
Transportadora de Gas del Norte S.A.	0,73%	\$ 137.838.887
Ledesma S.A.	0,38%	\$ 19.116.509

Fuente: Elaboración propia en base a datos del ANSES

Como se puede observar, el listado de las empresas que participan es amplio, lo cual es coherente con la premisa básica de finanzas de diversificación de riesgos en la estructuración de tenencias de activos. Si la cotización de cada empresa considerada individualmente reacciona de manera diferenciada a las variables del entorno, cuando se



considera invertir en un conjunto de estos papeles, la premisa indica que la volatilidad de la cartera disminuya al seleccionar papeles que en su cotización se anulen mutuamente (cuando una acción sube, otra baja). De esta forma, en el listado de empresas que forman parte del FGS se pueden encontrar bancos comerciales, empresas de servicios básicos, de cable, de telecomunicaciones, alimenticias, entre otros.

En cuanto a las inversiones están distribuidas en diversos proyectos productivos, al 30 de junio de 2018, según los datos de ANSES se registran 18 inversiones en marcha, generalmente referidas al financiamiento de construcción de viviendas o de inversión en fuentes de energía y de recursos naturales:

- Plan de financiamiento de viviendas al Banco Hipotecario Nacional
- Plan de viviendas en la Prov. de Chaco
- Plan de viviendas en la Prov. de la Rioja
- Plan de viviendas en la Prov. de Mendoza
- Plan de viviendas en la Prov. de Entre Ríos
- Plan de viviendas en la Prov. de Rio Negro
- Plan de viviendas en la Prov. de Salta
- Plan de viviendas en la Prov. de San Juan
- Central energética Enarsa Barragán
- Central energética Enarsa Brigadier López
- Centrales termoeléctricas M. Belgrano i y Timbúes
- Plan de recursos hídricos
- Atucha II nasa
- Pro.cre.ar.
- Sifer
- AYSA
- EPEC
- Sisvial

Cada una de estas inversiones tiene diversos montos, tasas y plazos, bajo la restricción de que el límite máximo de inversión que actualmente el FGS puede realizar es del 50% de los activos totales. Dicha restricción fue establecida por la Ley 27.260 (Programa Nacional de Reparación Histórica para Jubilados y Pensionados) ya sea en proyectos productivos, inmobiliarios o de infraestructura y tiene como finalidad incrementar los recursos.



## 4. Coyuntura

La coyuntura actual de la situación económica del país se encuentra influenciada por el acuerdo con el Fondo Monetario internacional (FMI) con el cual se fijó un desembolso a 3 años por 50.000 millones de dólares<sup>3</sup>, condicionado por ciertas cláusulas relativas al cumplimiento de metas pre-establecidas que habiliten el desembolso gradual de los fondos disponibles, con revisiones trimestrales a evaluarse a partir de junio 2018 en adelante.

Dentro de los objetivos fiscales y monetarios del acuerdo, la primera meta a destacar es la que hace referencia a las necesidades de financiamiento del sector público y que encuentran su mejor caracterización en los montos registrados de déficit fiscal. El acuerdo contempla una trayectoria de reducción progresiva, con la cual se espera eliminar dicho déficit y alcanzar el equilibrio fiscal primario en 2020. La principal vía para lograr el cometido se sustenta en la retracción del gasto, en los siguientes ítems:

- Recorte de subsidios a la energía y el transporte. En este rubro, se proyecta un recorte total de 48% en términos reales, que significa un recorte de 1.1 p.p. del PBI.
- Racionalización del gasto público en salarios, y bienes y servicios. En este rubro, se proyecta un recorte total de 13% en términos reales, que significa un recorte de 0.7 p.p. del PBI.
- Racionalización de jubilaciones y otros gastos sociales. En este rubro, se proyecta un aumento total de 7% en términos reales, que significa un adicional de 0.4 p.p. del PBI.
- Disminución de transferencias corrientes a provincias. En este rubro, se proyecta un recorte total de 74% en términos reales, que significa un recorte de 0.6 p.p. del PBI.
- Recortes del rubro de otros gastos corrientes. En este rubro, se proyecta un recorte total de 5% en términos reales, que significa un recorte de 0.1 p.p. del PBI.
- Recortes del rubro gastos de capital. En este rubro, se proyecta un recorte total de 81% en términos reales, que significa un recorte de 1.6 p.p. del PBI.

Lo que se puede sintetizar en recortes de subsidios a la energía y el transporte, la reducción de las transferencias asociadas al déficit operativo de empresas públicas, la cancelación de proyectos de obra pública considerados no esenciales y la racionalización del empleo público. Dado que 2019 es un año electoral, y si bien no está contemplado en los puntos del acuerdo, debido a lo impopulares que se presentan las medidas, diversos analistas han especulado con la posibilidad de avanzar en la venta de activos del FGS, algo que por el momento las autoridades dicen no tener previsto.

Retomando el argumento de la sección 3.A., un escenario hipotético de venta de activos y descapitalización del fondo, entraña un problema fundamental. Al tener el FGS una posición importante dentro del mercado, con participación en algunas empresas de más del 25% del capital social; la venta de forma compulsiva de participaciones implicaría una disminución abrupta del precio de los instrumentos financieros que se están liquidando. Por lo tanto, la venta de

---

<sup>3</sup> El monto otorgado es de carácter excepcional. Normalmente, el límite de los acuerdos stand-by permite al país solicitante acceder a recursos equivalentes al 435% de su cuota como accionista del FMI. El acuerdo de la Argentina con el FMI es excepcional dado que el monto acordado representa el 1.110% del valor de la cuota.



activos debería de realizarse de forma escalonada, para no perjudicar las valuaciones de —por ejemplo— las empresas implicadas y, desde el punto de vista de los administradores del fondo, evitar “vender barato”.

La otra cláusula importante del acuerdo con el FMI, se refiere al “saneamiento” de la hoja de balance del BCRA con la disminución del stock de LEBACS y la cancelación anticipada de letras intransferibles, además de una nueva reforma de la carta orgánica del BCRA que le otorgue mayor autonomía y, por ende, menor posibilidad de colocar deuda por parte del fisco. Aquí nuevamente surge el FGS como posible solución a los problemas de flujos de recursos.

Por otra parte, dado que más del 50% de la cartera administrada por el fondo corresponde a títulos públicos, el FGS sigue siendo una fuente de financiamiento por parte del fisco a tasas relativamente más bajas que las que ofrece el mercado. Justamente la cuenta de títulos públicos fue una de las que presente la mayor baja en la participación del FGS, por lo tanto, existe margen para volver a incrementar el rubro.

En ambos casos, se presenta la disyuntiva de descapitalizar un fondo que en teoría debería utilizarse con fines productivos, y para los jubilados y pensionados. Pero no puede dejar de advertirse que la magnitud del FGS hace que éste se constituya en una tentación para el fisco a los fines de utilizarlo en un momento de zozobra.

## 5. La importancia de administrar eficientemente los fondos

Quienes suelen administrar fondos de terceros tienen el objetivo y la responsabilidad de usarlos eficientemente, es decir, de no gastarlos en consumo sino en inversiones rentables a fin de no descapitalizarlo. En los sistemas previsionales que constantemente acumulan ingresos, esta premisa es fundamental. La discusión referida al accionar de los administradores encargados de gestionar los aportes de los trabajadores (sea el propio estado o instituciones privadas) no es menor, no solo porque afectan directamente a los futuros beneficiarios, sino porque también influyen en el estado de situación de la macroeconomía del país.

En los regímenes denominados de reparto, como el que rige actualmente, todos los aportes son contabilizados como recursos del estado nacional, mientras que los pagos se registran como gasto público. Bajo este sistema cuando las estructuras poblacionales son jóvenes, se registran situaciones favorables en las finanzas públicas. Asimismo, cuando esto ocurre, los incentivos para direccionar el excedente persiguiendo fines políticos/electorales (incentivando el consumo y expandiendo la economía) no suelen tardar en aparecer.

Pero a medida que la población envejece o si el desempleo aumenta (o ambos a la vez) la relación entre aportantes y beneficiarios se deteriora. Si las autoridades quieren mantener el nivel de gasto, suelen incurrir en medidas como endeudamiento o el uso de recursos de otros organismos. Una inversión bien realizada en proyectos productivos y rentables inician un círculo virtuoso en la economía doméstica puede producir mayor crecimiento económico y como consecuencia de esto mayor empleo. Por supuesto, y como ya se mencionó anteriormente, el impacto del efecto no depende solo de su dirección, sino también de la magnitud de recursos que se pongan disponibles a esos propósitos.



## 6. Síntesis y conclusiones

La teoría económica tradicional concibe a los agentes económicos como agentes racionales que pueden prever futuros gastos y modificaciones en la tendencia de su ingreso, lo que les permite anticiparse a esos escenarios y generar soluciones consistentes en el tiempo que les permita generar un flujo de recursos estables mediante distintas estrategias de ahorro e inversión. Si esta caracterización tendría capacidad descriptiva de las decisiones que los agentes efectivamente toman, disponer (o no) de un sistema previsional sería trivial: las personas sencillamente podrían ahorrar el monto de sus aportes, capitalizarlos e ir consumiéndolos durante el período restante de inactividad. Para lograr lo anterior, también se necesitaría una alta cuota de autocontrol.

Por el contrario, estas actividades y decisiones de carácter individual, se reemplazan por un tipo particular de organización social, que son las que brindan los sistemas de jubilaciones y pensiones. La impresión general es que las personas parecen tener poco presente su jubilación durante las primeras etapas de su vida laboral, hasta que el momento de pensar (y poder) en retirarse comienza a volverse tangible. Lógicamente, a medida que se va aproximando ese momento se genera cierta preocupación al ver que el flujo de ingresos disponible sufrirá una merma considerable el cuál, de no mediar otras fuentes de ingresos distintas a las de la jubilación o pensión, posiblemente les impida mantener el nivel de vida adquirido hasta ese momento.

De esta forma, el monto del ingreso real de cada individuo que accede a ese tipo de ingreso, termina dependiendo de la gestión y viabilidad que ofrezca el sistema de jubilaciones y pensiones durante su período de inactividad. En el caso de que éste se encuentre organizado como un sistema de reparto, el mismo depende simultáneamente de factores demográficos que los administradores de los fondos se ven imposibilitados de controlar, como ser: la tasa de natalidad, la esperanza de vida y el potencial número de afiliados a cubrir en el futuro.

Además de estos factores, el sistema de jubilaciones y pensiones de Argentina, tiene la particularidad de haber cambiado de régimen dos veces en una misma generación. Lo cual -en la perspectiva larga-, representa un deterioro parcial en los ingresos de jubilados y pensionados, por el sencillo hecho de que han tenido que absorberse los costos derivados de dicho cambio. Otra particularidad que tiene el caso argentino es la existencia del Fondo de Garantía de Sustentabilidad, producto de la re-estatización del sistema de AFJP.

Como ya se ha podido apreciar a lo largo de este informe el FGS actualmente se encuentra valuado en aproximadamente 10% del PBI, medida que se considera superior a las reservas internacionales del BCRA, o incluso superior al pasivo que generan el monto de las LEBAC. En lo que respecta a su comportamiento a lo largo del tiempo, desde su creación, la rentabilidad real del fondo ha sido positiva. Es decir, el crecimiento nominal de su valor fue mayor al que se registra por inflación en el período mencionado.

Dado la magnitud del mismo, la utilización de los recursos del fondo inevitablemente genera efectos en los precios que se transan en el mercado de capitales, pudiendo constituirse como un instrumento de política económica según la concepción de la gestión de turno. Dichos efectos pueden lograrse no solo operando a través del mercado, sino también al interior de las propias empresas. Por ejemplo, la adquisición de posiciones mayoritarias del paquete accionario sobre una empresa, posibilita la participación por parte del estado en el directorio de ésta, lo cual puede utilizarse para su disciplinamiento. Sin embargo, lo anterior solo puede lograrse a costa de perder diversificación en otras firmas y aumentando la exposición del fondo. Como ya se ha explicado en secciones anteriores, la diversificación resulta fundamental en todo análisis de inversión, y tener una gran participación del capital social conlleva una fuerte exposición a las turbulencias de esa acción en particular.



Asimismo, la presencia del fondo también permite al gobierno disponer de un lugar donde colocar deuda y financiarse a tasas relativamente más bajas que las de mercado. En este caso, el dilema radica en que el FGS termine siendo estructurado con inversiones de baja rentabilidad que desencadenen una licuación de sus activos. En ese sentido, es importante que ante la situación volátil de la economía argentina y del mundo, quienes tienen la responsabilidad de administrar los fondos de los actuales y futuros jubilados sean lo más eficientes posibles y existan una participación activa de los órganos de control para la supervisión de las distintas operaciones.