

48º JORNADAS INTERNACIONALES DE FINANZAS PÚBLICAS

FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS - UNIVERSIDAD NACIONAL DE CORDOBA

16 al 18 de Septiembre de 2015

LA DEFORMACIÓN PREVISIONAL DEL FEDERALISMO FISCAL ARGENTINO II. El financiamiento del Tesoro Nacional vía la compra inducida de títulos públicos y el uso indebido de los fondos previsionales. 1971 – 2013.

ROQUE RUARTE BAZÁN

Universidad Nacional de Córdoba.

Universidad Nacional de Chilecito.

MARÍA CECILIA NATIELLO

Universidad Nacional de Chilecito.

ROSA ELENA BOSIO

Universidad Nacional de Córdoba.

Palabras claves: Federalismo fiscal, seguridad social, Argentina.

Clasificación JEL: H77, H55, H74.

Roque Ruarte Bazán

Dirección:

Calle Los Teros 443 - Bº Chacras de la Villa - Villa Allende - CP 5.105 - Córdoba - Argentina.

Teléfonos: 54 – 351 - 4531239. 54- 351-153541354

Correo electrónico: roruarte@yahoo.com.ar

1.- Introducción.

Por federalismo se entiende la forma de Estado donde coexiste un gobierno central con gobiernos regionales. Distinguimos tres deformaciones políticas que pueden ocurrir al aplicar los principios que informan este tipo de sistema de poder público¹: (1) inequitativa distribución de los recursos públicos entre ambos niveles de poder, en relación a los servicios que corresponde prestar a cada uno, (2) asimetría desproporcionada en la redistribución regional de los ingresos públicos, (3) existencia de un sistema de seguridad social que aporte o absorba recursos, hacia la fiscalidad nacional y/o de las provincias.

A este respecto cabe mencionar los pactos fiscales firmados durante la década de los 90 que establecieron detracciones de la masa coparticipable y de la recaudación del IVA, entre otras, hacia el sostenimiento de la seguridad social, afectando significativamente las finanzas del gobierno nacional y de las provincias. Según algunos autores, su incidencia ha sido uno de los hechos determinantes del desequilibrio de las cuentas públicas por lo que merecería un abordaje especial.

Empero, aquí nos hemos de ocupar principalmente de un flujo de fondos en sentido contrario: el financiamiento del Tesoro Nacional vía la emisión de títulos públicos que el Estado obligó comprar a las instituciones previsionales, comportamiento fiscal reiterado desde hace un siglo y que desde los noventa tiene una contrapartida en las susodichas detracciones. Ello está en línea con el artículo *La*

¹ Especialmente, la distorsión del Principio de Autonomía que se enuncia como: *capacidad para gestionar los recursos y emitir normas legales de manera independiente, por lo que cada Estado se hace cargo de sus propios asuntos.* Argimiro Rojo Salgado (p. 56-62). Héctor López Bofill (p.245 – 246).

deformación previsional del federalismo fiscal argentino I. Antecedentes y el caso de la emisión fraudulenta de las obligaciones previsionales, 1943 – 1970, presentado en la versión 47^º de estas Jornadas, donde indagamos cómo se usaron los fondos previsionales para otros objetivos que los originales, perjudicando a sus beneficiarios, los jubilados. De allí que el actual escrito sea su continuidad.

Al inicio abordamos la cuestión de la autonomía del sistema de seguridad social, convertido en tercer actor fiscal mediante una confusión patrimonial y otra conceptual sobre la naturaleza de los tributos federales. Luego indagamos sobre disposiciones legales que continúan la política de apropiación de los fondos jubilatorios, dictadas desde los años 70.

Entre éstas, y como tema central, abordamos la incidencia negativa y/o pérdidas que sobre esos fondos tuvieron (1) la resolución del default y canjes (2001-2005) de títulos públicos que el gobierno nacional impuso vender a las instituciones previsionales (2) la composición y el uso dado al Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS) creado en 2007 y luego modificado en 2008 al incorporar (expropiar) los fondos que administraban las AFJP².

Respecto de lo primero, exploramos la reestructuración de la deuda 2001 – 2003: colocación “voluntaria”, “megacanje”, canje por préstamos garantizados, suscripción Letras del Tesoro, etc., y el canje con quitas del 2005.

En relación a lo segundo, analizamos la composición y evolución del FGS desde 2008 en términos de títulos públicos destinados a solventar déficits del Tesoro Nacional y, someramente, acerca de fondos de ANSES usados para atender gastos de asistencia social (no se trata) que son más propios de las funciones de la Administración Central.

Luego determinamos el resultado real deflactando la rentabilidad nominal del fondo en ambos casos, mediante índices de inflación extraídos de dos fuentes (INDEC y DPEyC-San Luis); también obtenemos el resultado global del FGS en dólares reales. Los datos empleados son oficiales o, en su defecto, estimaciones de autores reconocidos.

Finalmente, unas cortas reflexiones, las que se dan en conjunto con lo expuesto en la parte I (2014) y se enfocan desde lo socio cultural.

2.- Autonomía del sistema de seguridad social.

Aquí interesa situar esta autonomía porque coadyuvaría a determinar la relación de la seguridad social con el financiamiento del Estado, particularmente del régimen previsional. Para ello hemos de encuadrarla en razones históricas y jurídicas, tanto en el plano internacional como en el nacional y, en particular, en el mandato constitucional del artículo 14 bis (1957)³.

2.1.- Antecedentes internacionales.

² El Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS 1) fue creado a través del Decreto N° 897/07, y posteriormente modificado por la Ley N° 26.425/08, que dispuso el traspaso en especie de los fondos de las AFJP al FGS del Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA) creado por dicha ley (FGS SIPA).

³ Art. 14 bis.- “...El Estado otorgará los beneficios de la seguridad social, que tendrá carácter de integral e irrenunciable. En especial, la ley establecerá: el seguro social obligatorio, que estará a cargo de entidades nacionales o provinciales con autonomía financiera y económica, administradas por los interesados con participación del Estado, sin que pueda existir superposición de aportes; jubilaciones y pensiones móviles; la protección integral de la familia; la defensa del bien de familia; la compensación económica familiar y el acceso a una vivienda digna.”

Se admite que en 1881 comienza lo que modernamente llamamos *Seguridad Social*, por iniciativa el canciller alemán Otto von Bismark, a través del establecimiento de los primeros seguros sociales. Se establecieron independientes entre sí para cubrir las contingencias de enfermedad, accidente de trabajo, vejez, invalidez y se financiaban mediante cotizaciones de empresarios y trabajadores, en proporción a los salarios. El sistema alemán fue seguido por otras naciones europeas, adoptándose los seguros sociales obligatorios y en algunas ramas (jubilación) se recurrió a la contribución y aportes de los poderes públicos. En Estados Unidos, en 1935 se sanciona *Social Security Act*, que implantó un *sistema mixto de seguros sociales y de asistencia pública* que protegía ancianos, niños discapacitados y desocupados, con el apoyo financiero del Gobierno Federal.

En Gran Bretaña William Beveridge presenta su informe denominado *Social insurance and allied services* que trasunta un nuevo enfoque sobre la Seguridad Social. Se plantea que el manejo del sistema debía estar a cargo de una administración pública, descentralizando los servicios en asociaciones y un objetivo era superar las limitaciones del régimen de los seguros sociales múltiples, el que se sustituía por un servicio público unificado. Eran *seguros sociales independientes entre sí* (enfermedad, accidente de trabajo, vejez, muerte) reunidos en el Código de Seguros Sociales. La protección se extendía a toda la población, dejando de estar solamente protegidos los trabajadores. Además, el financiamiento de los beneficiarios actuales recaía en los activos (hoy llamado régimen de reparto), dejando de lado la cuenta individual.

De lo antedicho, se infiere que el financiamiento de la seguridad social puede recalar en los beneficiarios, los empresarios y el Estado, pero no se registra que el tesoro nacional se nutra de los fondos destinados a la seguridad social.

2.2.- Argentina.

En 1877 que se sanciona la primera Ley Nacional de Jubilaciones, circunscripta solo a los jueces nacionales; en 1884, la Ley N° 1420 habilita la jubilación de los maestros y en 1904, la Ley 4.394 crea la Caja Nacional de Jubilaciones y Pensiones para funcionarios, empleados y agentes civiles de la administración pública. Así, el país ha tenido una tendencia "previsionalista", aún antes de leyes laborales muy importantes como la Ley N° 9688 de accidentes de trabajo en 1915 y la Ley N° 11544 del año 1926 de jornada de trabajo. A estas leyes le siguen otras que crearon Cajas de Jubilación por actividad (cajas gremiales), todas para la cobertura de vejez y viudez o muerte, las que preservaron las cuentas individuales; algo que se modificó en 1954 mediante la ley 14.370, cuando se estableció la propiedad colectiva de los fondos de jubilación, aunque ya desde 1944 comenzó a implementarse parcialmente este régimen de reparto.

A mediados del siglo XX, todavía en nuestro país el término previsión social se siguió utilizando como sinónimo de seguridad social o de seguro social, creando cierta confusión o diversidad conceptual en autores⁴. En función de

⁴ Así, en 1950 GUILLERMO CABANELLAS (p.339), al tratar de marcar la necesidad de separar el Derecho del Trabajo del de la Previsión Social, manifiesta: "Las instituciones de previsión social, no sólo alcanzan a los posibles sujetos del Derecho de Trabajo, sino a quienes no lo son como ocurre con los niños que no trabajan, con la familia de los trabajadores y con los inválidos o discapacitados para las tareas específicamente laborales. La previsión (antítesis de la imprevisión, del descuido, de la dejadez, de la improvisación confiada) constituye una virtud que se considera susceptible de ser enseñada y aprendida, y se manifiesta en dos sentidos: el ahorro y el seguro."

En 1956 el profesor de la Universidad Nacional del Litoral, de origen alemán, ERNESTO KROTOSCHIN (p. 113) se expresaba en la siguiente forma: "Entiéndese por Previsión Social, generalmente, el conjunto de las iniciativas espontáneas o estatales dirigidas a aminorar la inseguridad y el malestar de los

usar una terminología que salve equívocos se puede afirmar que previsión social no es sinónimo de régimen previsional. La Previsión Social es el conjunto de instituciones establecidas mediante los seguros sociales y se vale de un medio técnico que es el seguro social. Es así que el régimen previsional, es un seguro más entre otros, éste para la cobertura de la contingencia vejez, invalidez y muerte. Previsión social sería el género y régimen previsional la especie, así como previsión social, es una especie dentro del género de la Seguridad Social. Esta interpretación es consistente con la que hacemos del artículo 14 bis, a continuación.

2.3.- Fundamento constitucional

El citado artículo, en su tercer párrafo, al señalar que el Estado otorgará los beneficios de la Seguridad Social, prescribe: *“En especial, la ley establecerá: el seguro social obligatorio”*.

Esta alocución generó debates en cuanto a su alcance pero interpretamos que cuando se menciona este instituto, se lo hace como una más de las técnicas de las que se vale la Seguridad Social para cumplir con su objetivo. El seguro social en la época de sanción de este artículo, era utilizado y convocado en el derecho comparado, por ello es que se considera que la intención ha sido utilizar el término con precisión técnica y como una aspiración a que *se establezca en el futuro* un sistema similar a los que estaban instrumentados en otros países. Así entendido, no comprendería a las jubilaciones o al régimen previsional dado que las trata en párrafo separado, como cobertura de contingencia de la de vejez especialmente. También la intención puede haber sido preservar los regímenes jubilatorios que ya estaban establecidos, quedando así institucionalizados en la Constitución. Se podría haber organizado un seguro social para determinadas contingencias, como salud, desempleo, asistencia familiar y por separado un Sistema Previsional.

Esta diferenciación está marcando la autonomía financiera y económica del régimen previsional. Entendemos que este artículo al enumerar las condiciones “autonomía financiera y económica, administradas por los interesados con participación del Estado..”, dirigidas al seguro social obligatorio, también deben regir todo sistema de seguridad social, más aun si hemos de tener en cuenta que todavía no se ha establecido este seguro, sin perjuicio que en forma diferenciada se hayan creado subsistemas, que a nivel internacional integran el seguro, como lo son el de prestaciones por desempleo, el de salud y otros, pero que no cubren todos los riesgos o estados de necesidad.

En definitiva, el régimen previsional debiera ser autónomo financiera y económicamente, y administrado por los interesados aunque no independiente del Estado. En este último aspecto, la experiencia histórica comparada registra el aporte estatal que viabilice esa autonomía pero no el sostenimiento del tesoro nacional con fondos destinados al sistema previsional e igual criterio se expresa en la doctrina.

económicamente débiles, fuera del trabajo. Su forma principal es el seguro social. Aunque se vincula muchas veces con el trabajo prestado, y en consecuencia con el Derecho del Trabajo, la Previsión Social, no considera estrictamente al trabajo, sino que tiene otros propósitos. Piénsese, además de los seguros sociales, en los planes de vivienda barata, colonización, ahorro, etcétera. Por eso, la Previsión Social no se limita a un sector tan determinado de la población como debe hacerlo el Derecho del Trabajo.”

2.4.- Doctrina.

Tomamos de Almanza Pastor (1977, p. 118 y ss.) sus enunciados como notas distintivas del Seguro Social: a) obligatorio, b) financiación tripartita que se basará en una cotización a cargo de los trabajadores, los empresarios y el Estado, c) gestión jurídica pública, sin que ello obste a la existencia de entidades privadas que colaboren. Según el autor español, otras características que presenta este tipo de seguro serían: derecho a la prestación frente a la contingencia sin distinguir la causa; no tener en cuenta los medios económicos del asegurado; obligación de pagar previamente una cotización; prestación no proporcional a la cotización, la que tampoco constituye una cantidad equivalente al riesgo asumido; la comunidad a través del Estado también debe participar con los recursos para el financiamiento.

En definitiva, el régimen previsional debiera ser autónomo financiera y económicamente, y administrado por los interesados aunque no independiente del Estado. En este último aspecto, la experiencia histórica comparada registra el aporte estatal que viabilice esa autonomía pero no el sostenimiento del tesoro nacional con fondos destinados al sistema previsional; y similares criterios se dan en la doctrina citada.

3.- Legislación seleccionada dictada desde los años 70 referida a la política de financiamiento del Tesoro con fondos jubilatorios.

La presente selección incluye solamente las normas, consideradas por nosotros, más representativas, debido a su variedad y variabilidad en la materia. El propósito es mostrar una continuidad, a manera de política de Estado, en el uso indebido de los fondos destinados al pago de jubilaciones y pensiones hacia otros fines. Tal como se viene realizando en nuestro país desde la década de 1940 y con cierta generalidad desde que en 1904 la Ley 4.349, que creó la primera Caja gremial de Empleados Públicos, estableció que los excedentes debían invertirse en títulos de la deuda pública. Hechos que hemos analizado en nuestra anterior ponencia en la 47º JIFP (Ruarte Bazán y Natiello, 2014). En el cuadro siguiente, se consignan las mismas cronológicamente.

Cuadro 1. Legislación y antecedentes 1970 - 2008					
Período	Presidente	Ministro de Economía	Legislación	Texto o contenido	Fuente
1970 – 1971	ROBERTO LEVINGSTON	ALDO FERRER	Ley 18.820	<i>Art. 8: instituye la aplicación de los ingresos de la Dirección Nacional de Previsión Social destinada a: d) Los excedentes serán invertidos u afectados con las formas y las modalidades que disponga el comité financiero, atendiendo siempre a fines que consulten la política nacional de bienestar social.</i>	B. O. 25/8/1970

1971 – 1973	ALEJANDRO LANUSSE	CAYETANO LICCIARDO	Disposición Secretaría de Hacienda	Transferencia de la Dirección Nacional de Previsión Social a la Secretaría del Estado de Hacienda de unos \$ 40.000 millones.... Un acto que no solo compadece con los solemnes compromisos hechos públicos por el Gobierno en punto a la cuestión en debate "nunca más (se enfatizó) volverá a retirarse dinero de las cajas"	La Nación, 2 de febrero 1972
1989 – 1995	CARLOS SAUL MENEEM	DOMINGO CAVALLO	LEY 24.241	CRITERIO GENERAL. INVERSIONES PERMITIDAS ARTÍCULO 74- El activo del fondo de jubilaciones y pensiones se invertirá de acuerdo con criterios de seguridad y rentabilidad adecuados, respetando los límites fijados por esta ley y las normas reglamentarias. Las administradoras de fondos de jubilaciones y pensiones podrán invertir el activo del fondo administrado en: a) Operaciones de crédito público de las que resulte deudora la Nación a través de la SECRETARIA DE HACIENDA del MINISTERIO DE ECONOMIA o el BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA, ya sean títulos públicos, Letras del Tesoro o préstamos, hasta el CINCUENTA POR CIENTO (50%) del total del activo del fondo " .	INFOLEG
1999 – 2001	FERNANDO DE LA RUA	DOMINGO CAVALLO (2001)	LEY 24.241	a) (Texto según art. 11 Decreto 1387/2001) Operaciones de crédito público de las que resulte deudora la Nación a través de la SECRETARIA DE HACIENDA del MINISTERIO DE ECONOMIA o el BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA, ya sean títulos públicos, Letras del Tesoro o préstamos, hasta el CINCUENTA POR CIENTO (50%) del total del activo del fondo. Podrá aumentarse al CIEN POR CIENTO (100%) en la medida que el excedente cuente con recursos afectados específicamente a su cumplimiento o con garantías reales u otorgadas por organismos o entidades internacionales de los que la Nación sea parte".	INFOLEG
2001	ADOLFO RODRIGUEZ SAA	RODOLFO FRIGRERI	Se desarrollan abajo en el punto 4.1.-		
2002 – 2003	EDUARDO DUHALDE	JORGE REMES LENICOV (2002), ROBERTO LAVAGNA (2002-2003)			

2003 – 2007	NESTOR KIRCHNER	ROBERTO LAVAGNA (2003-2005)			
2007	CRISTINA FERNANDEZ DE KIRCHNER	CARLOS FERNANDEZ (2008)	LEY 26.425	<p>ARTICULO 1º - Dispónese la unificación del Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones en un único régimen previsional público que se denominará Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA), .....financiado a través de un sistema solidario de reparto, En consecuencia, elimínase el actual régimen de capitalización, que será absorbido y sustituido por el régimen de reparto, en las condiciones de la presente ley.</p> <p>ARTICULO 7º - Transfiéranse en especie a la Administración Nacional de la Seguridad Social los recursos que integran las cuentas de capitalización individual de los afiliados y beneficiarios al régimen de capitalización del Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones previsto en la Ley 24.241 y sus modificatorias, con las limitaciones que surjan de lo dispuesto por el artículo 6º de la presente ley.</p> <p>Dichos activos pasarán a integrar el Fondo de Garantía de Sustentabilidad del Régimen Previsional Público de Reparto creado por el decreto 897/07.</p>	INFOLEG

4.- Impacto de la crisis 2000 - 2002 y secuelas.

A modo de marco general puede indicarse que, con miras a evitar el default y la salida de la convertibilidad, el gobierno del presidente F. de la Rúa trazó una política económica de corte fiscalista que no produjo los resultados esperados. Así, por ejemplo, hacia fines de 1999 fue aprobada la Ley de Responsabilidad Fiscal y a mediados del 2001 la Ley de Déficit Cero (Decreto 1584/2001). Luego vinieron medidas de reestructuración de la deuda pública propósitos similares, sobre ésta elaboramos un resumen de la siguiente.

4.1.- Cronología decisiones de política económica, en relación a su impacto en las AFJP.

- *Fines 2000.* “Blindaje financiero” (U\$S 40.000 millones) para solventar vencimientos de deuda 2001 y 2002, obtenido con fondos externos e internos, éstos de bancos y AFJP.
- *Mediados de 2001.* “Megacanje” (U\$S 30.000 millones) de bonos públicos para extender su plazo de vencimiento, elevando el valor de la deuda e intereses.
- *30 Noviembre 2001.* Segundo canje de títulos públicos (U\$S 42.000 millones), ahora no voluntario, por préstamos garantizados con ingresos tributarios.
- *Comienzos diciembre 2001.* “Corralito”: importantes restricciones al retiro de fondos bancarios, control de cambios y conversión obligatoria de los depósitos a plazo fijo de las AFJP (\$1.378 millones) a letras del Tesoro (LETES) por un término de 120 días.
- *24 diciembre 2001.* “Default” parcial de la deuda pública (U\$S 69.833 millones).

- *6 enero 2002.* Derogación de la Ley de Convertibilidad (Nº 23.928) mediante la Ley de Emergencia Económica (Nº 25.561).
- *Febrero 2002.* “Pesificación asimétrica”: conversión obligada de los depósitos en moneda extranjera a razón de \$/U\$S 1,40 mientras que las deudas en esas monedas con el sistema financiero son convertidas a razón de \$/U\$S 1 o su equivalente, la capitalización de los intereses devengados, el ajuste del capital por el Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER) y la determinación de nuevas tasas de interés. Reprogramación de los depósitos vigentes a esa fecha (sin alcance a los FJP). Como resultado de todo ello, la deuda pública aumentó (U\$S 14.390) ya que el gobierno decidió compensar la pérdida ocasionada a los bancos mediante la emisión de títulos públicos.
- *Marzo 2002.* Pesificación de las obligaciones del Sector Público (Nacional, Provincial y Municipal).
- *Abril 2002.* D.644. La incidencia en las AFJP de la pesificación de los Préstamos Garantizados (PG), LETES y depósitos a plazo fijo, fue diferente según la aceptación expresa o no, por cada AFJP de la “pesificación”, ya que se estableció en ese Decreto que si los tenedores de PG no cumplían con este requisito no cobrarían los servicios acordados. Únicamente Nación AFJP, aceptó la pesificación y así desistió de efectuar cualquier reclamo ulterior y, por ende, su portafolio se manifiesta con valores distintos en los activos transformados.

4.2.- Estimación de la pérdida ocasionada a las AFJP por el reordenamiento de la deuda pública, al 31 de diciembre 2002.

Esta estimación da lugar a diferentes resultados según sea el enfoque usado en su cálculo. Esto ha sido puesto de manifiesto por *Fabián Bertranou y otros* (2003) cuando referencian que los representantes de las AFJP consideran que al final del año 2002, la pesificación asimétrica redundó en pérdidas entre el “60% y 70 %”, si se considera que previamente fueron presionadas por el gobierno para aumentar la tenencia de títulos públicos. Sin embargo, también acotan, en base a un resumen ofrecido por la Organización Internacional del Trabajo, que hay controversia sobre el mejor criterio para medir el valor real de los fondos: si se midiera en U\$S al 31/12/2002, el resultado sería una pérdida del 42% con respecto a los valores vigentes al 31/12/2001; en tanto que si la medición fuese en pesos deflactados por inflación, podría estimarse una ganancia real del orden del 40%, durante el mismo período. Posteriormente, un estudio efectuado por la Asociación de Ahorristas de la República Argentina (AARA) estimó que los afiliados a las AFJP habrían perdido un 63%.

En función de los objetivos de este escrito y ya en conocimiento que se derogó el régimen de capitalización (AFJP), aquí adoptamos el criterio de valorar en dólares estadounidenses y usamos información proveniente de la Secretaría de Política Económica dependiente del Ministerio de Economía de la Nación. Según se lee en siguiente Cuadro 2, durante 2002 ésta pérdida ascendería a unos U\$S 9.400 millones, equivalente a un 45%.

Cuadro 2						
INVERSIONES DE LOS FONDOS DE JUBILACIONES Y PENSIONES (*)						
En miles de pesos						
	31-Dic-00		31-Dic-01		31-Dic-02	
	Montos	% sobre el Fondo	Montos	% sobre el Fondo	Montos	% sobre el Fondo
I. Disponibilidades	56.585	0,3	463.525	2,2	485.610	1,3
II. Inversiones	20.324.887	99,7	20.322.733	97,8	38.190.823	98,7
Títulos Públicos emitidos por la Nación	10.050.394	49,3	13.559.302	65,2	29.177.334	75,4
Tít. Públ. emitidos por la Nación Negociables	4.052.240	19,9	1.417.463	6,8	3.360.244	8,7
Tít. Públ. emitidos por la Nación a término	5.998.154	29,4	95.970	0,5	394.477	1,0
Tít. Públ. Nacionales Garantizados		0,0	40.761	0,2	93.334	0,2
Fideicomisos financieros		0,0	15.704	0,1	9	0,0
Préstamos al Gob. Nacional Garantizados		0,0	11.989.404	57,7	25.329.270	65,5
Títulos emitidos por Entes Estatales	1.082.266	5,3	569.250	2,7	483.840	1,3
Títulos de Entes Estatales negociables	124.691	0,6	22.668	0,1	29.693	0,1
Títulos de Entes Estatales a término	3.200	0,0	0	0,0	0	0,0
Títulos de Gobiernos Provinciales	822.445	4,0	454.663	2,2	337.974	0,9
Títulos de Gobiernos Municipales	131.930	0,6	91.919	0,4	116.173	0,3
Obligaciones Negociables a Largo Plazo	508.609	2,5	280.491	1,3	114.282	0,3
Obligaciones Negociables a Corto Plazo	62.241	0,3	70.717	0,3	295.196	0,8
Obligaciones Negociables Convertibles	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Depósitos a Plazo Fijo	3.185.743	15,6	2.263.934	10,9	988.855	2,6
Certificados de Plazo Fijo	2.884.444	14,2	2.121.977	10,2	988.855	2,6
Plazos Fijos de rendimiento variable	195.382	1,0	23.684	0,1	0	0,0
Plazos Fijos con opción cancelac. anticipada	105.917	0,5	118.273	0,6	0	0,0
Acciones de Sociedades Anónimas	2.263.352	11,1	1.953.345	9,4	2.429.647	6,3
Acciones de Empresas Públicas Privatizadas	236.030	1,2	174.967	0,8	101.938	0,3
Fondos Comunes de Inversión	1.673.298	8,2	691.137	3,3	712.198	1,8
Fondos Comunes de Inversión Cerrados	12.495	0,1	11.196	0,1	47.213	0,1
Fondos Comunes de Inversión Abiertos	367.646	1,8	398.550	1,9	379.544	1,0
Fideicomisos Financieros	1.293.157	6,3	281.391	1,4	285.441	0,7
Títulos emitidos por Estados Extranjeros	0	0,0	0	0,0	73.681	0,2
Títulos emitidos por Sociedades Extranjeras	910.357	4,5	383.049	1,8	3.377.150	8,7
Acciones de Sociedades Extranjeras	799.766	3,9	327.339	1,6	2.300.831	5,9
Títulos emitidos por Sociedades Extranjeras	28.323	0,1	29.406	0,1	789.186	2,0
Fondos comunes de inversión según art. 3						
Instrucc. 18/00	82.268	0,4	26.304	0,1	287.133	0,7
Títulos emitidos por Sociedades Extranjeras	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Economías Regionales	289.587	1,4	320.456	1,5	373.646	1,0
Cédulas y Letras Hipotecarias	12.830	0,1	4.441	0,0	1.439	0,0
Contratos de Futuros y Opciones	11.354	0,1	2.836	0,0	2.836	0,0
Fondos de Inversión Directa	38.826	0,2	48.278	0,2	58.365	0,2
Total Inversiones en trámite irregular neto de provisiones			530	0,0	416	0,0
III. Total Fondo de Jubilaciones y Pensiones (I + II)	20.381.472	100,0	20.786.258	100,0	38.676.433	100,0
Total U\$S en miles			20.786.258		11.375.421	
Tipo de cambio Oficial BCRA			1,00 \$/U\$S		3,40 \$/U\$S	
Pérdida en U\$S millones				9.411		45,3
Pérdida en U\$S millones dic 2008				10.936		

(*) Fuente: Informe Económico N° 40. Ministerio Economía de la Nación. Cotización U\$S BCRA.

5.- Canje de títulos públicos en “default”.

5.1.- Propuestas y acuerdos.

En septiembre 2003 hubo un primer esbozo de propuesta para la reestructuración en la Reunión anual del FMI en Dubai y en junio de 2004 se hizo una propuesta formal ante la *Securities and Exchange Commission* de los Estados Unidos (SEC), donde se indica el total de la deuda a reestructurar y la inclusión de las AFJP,

según el siguiente Cuadro 2. Se propuso la emisión de tres tipos de bonos: uno PAR sin quita valor nominal, otro bono DESCUENTO con quita y un tercero CUASI PAR, los que se muestran en cifras del Cuadro 3.

Cuadro 3		
DEUDA PÚBLICA TOTAL		
En millones de U\$S		
<i>I. Deuda performing</i>		
Organismos internacionales		74.410
Resto		32.118
		42.292
<i>II. Deuda en default</i>		
Títulos públicos		88.309
Otros		81.200
		7.109
<i>III. Atrasos</i>		
De títulos públicos por reestructurar		23.385
Otros		22.900
		485
<i>IV. Deuda pública bruta</i>		186.104
Datos del gobierno		
Títulos	En miles de millones de U\$S	AFJP
Globales	35,1	11,1
Euro bonos	33,1	1,1
Fieicomisos	3,7	2,6
Letras \$		0,6
Letras US\$		2,1
Total letras	4,3	2,7
Otros	5,0	0,1
Total	81,2	17,6
Atrasos estimados	22,9	4,9

Fuente: Extraído de Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericana (FIEL), p. 144.

Cuadro 4	
VALOR A SER EMITIDO DE LOS NUEVOS BONOS	
En millones de dólares	
Capital por reestructurar (deuda "elegible" al 31-12-2001)	81.200
Menos quita nominal del 75% (compatible con Dubai I)	60.900
<i>a) Con grado de aceptación superior al 70%</i>	
<i>Más intereses atrasados "reconocidos totalmente"</i>	22.900
Monto total resultante de la emisión de nuevos bonos	43.200
a.1) Se emiten bonos Par sin quita nominal	15.000
equivalen entonces a deuda canjeada	15.000
a.2) Se emiten bonos Descuento con quita nominal del 63,5% por	19.870
equivalen entonces a deuda canjeada	54.384
a.3) Se emiten bonos Cuasipar con quita nominal del 29,5%	8.330
equivalen entonces a deuda canjeada	11.816
<i>Total de nueva deuda emitida</i>	43.200
<i>Quita nominal en porcentaje</i>	46,8%
<i>En canje por deuda anterior de valor nominal</i>	81.200
<i>b) Con grado de aceptación de 70% o menor</i>	
<i>Más intereses atrasados "reconocidos parcialmente"</i>	18.200
Monto total resultante de la emisión de nuevos bonos	38.500
b.1) Se emiten bonos Par sin quita nominal porque	10.000
equivalen entonces a deuda canjeada.	10.000
b.2) Se emiten bonos Descuento con quita nominal del 66%	20.170
equivalen entonces a deuda canjeada	59.197
b.3) Se emiten bonos Cuasipar con quita nominal del 30,6%	8.330
equivalen entonces a deuda canjeada	12.003
<i>Total de nueva deuda</i>	38.500
<i>Quita nominal en porcentaje</i>	52,6%
<i>En canje por deuda anterior de valor nominal</i>	81.200

Fuente: Extraído de Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericana (FIEL), p. 145.

En enero 2005 comenzó efectivamente el canje de los antiguos bonos por los nuevos y en marzo 2005 el gobierno anunció que se había logrado una aceptación del 76% de deuda en *default*, lo que implicaba el retiro U\$S 62.300 millones de los bonos anteriores por U\$S 35.300 de los nuevos, con una emisión máxima de los Par y Cuasi Par por U\$S 15.000 millones y U\$S 8.330 millones, respectivamente, y U\$S 11.900 millones en bonos Descuento, según lo reseñado por *Frenkel y otros (2005)*.

El acuerdo con las AFJP corrió por canales específicos formalizado por el Decreto de Necesidad y Urgencia N° 1.375 de octubre 2004, según se presenta en el siguiente Cuadro 4, extraído del *Informe Económico Semanal N° 355* producido por Econométrica S. A en el mismo mes.

Cuadro 5				
ACUERDO ENTRE EL GOBIERNO Y LAS AFJP POR LA DEUDA EN DEFAULT				
Características y monto a emitir de los Nuevos Bonos				
En millones de dólares				
	Cuasi Par	Nuevos Bonos Discount	Boden 2014	Total
Deuda en default en poder de las AFJP (sólo capital)	Ex préstamos Garantizados 11.445	Otros Bonos a Largo Plazo 2.100	Letes 1.655	15.200
Emisión Nueva Deuda	8.330	770	1.200	10.300
Quita nominal s/Capital	27%	63%	27%	32,2%
Moneda	Peso (ajustable por CER)	Dólar, Euro y Yen	Peso (ajustable por CER)	
Plazo de amortización	42 años	30 años	10 años	
Período de gracia del capital	32 años	20 años	6 años	
Vida promedio	37,25 años	25,25 años	8,25 años	
Característica de la amortización	En 20 cuotas semestrales durante los últimos 10 años	En 20 cuotas semestrales durante los últimos 10 años	En 8 cuotas semestrales durante los últimos 4 años	
Tasa de interés (TNA, devengado)	% 5,96(fija)	% 8,51 (fija)	2,0 % (fija)	5,69 % (promedio)
Pago de intereses (percibido)	Primeros 10 años: 0 11 a 42 años: 5,96	Primeros 5 años: 4,15 6 a 10 años: 4,88 11 a 30 años: 8,51		
Capitalización	Primeros 10 años capitaliza: 5,96% 11 a 42 años: no capitaliza	Primeros 5 años: 4,36 6 a 10 capitaliza: 3,63 11 a 30 años: no capitaliza.	no capitaliza intereses	

Fuente: Econométrica S.A en base al Ministerio de Economía

5.2.- Estimación de la pérdida ocasionada a las AFJP por el canje definitivo de títulos públicos en “default”, realizado en 2005.

Para la valoración de los títulos después del canje es necesario tener en cuenta que la Superintendencia de las AFJP (SAFJP) ideó un esquema de valuación de títulos públicos que redujo el efecto del canje al no afectar los valores

cuota⁵ en el corto plazo al asignar un precio teórico a los Préstamos Garantizados y a los Bonos Par. La pérdida o ganancia surgiría de la comparación del valor dado por la SAFJP y el valor de mercado de estos bonos, lo que va a depender de la composición del portafolio de cada AFJP. En el siguiente Cuadro 5 se muestra una estimación hecha por la Consultora AGA para cada una de las AFJP, donde resalta Nación AFJP como la única que obtiene una ganancia que resulta de su decisión de pesificar oportunamente los préstamos garantizados. Allí se lee que el conjunto de las Administradoras sufre una pérdida de U\$S 3.000, al efectuarse el canje acordado.

Cuadro 6 IMPACTO DEL CANJE DE DEUDA PRIVADA EN LA JUBILACIÓN PRIVADA (*) 30/06/2005 En millones de \$				
AFJP	Valor nominal Cuasi Par + Préstamos Garantizados	Valuación en Pesos según SAFJP	Valuación en Pesos según estimación de Mercado	Resultado Porcentual (Impacto estimado en el Valor Cuota)
ARAUCA	2.043	1.628	988	-13,3
CONSOLIDAR	5.372	4.526	2.571	-17,5
PROFESION	180	148	86	-13,0
FUTURA	330	320	158	-22,7
PREVISION	646	531	322	-15,3
MAXIMA	3.562	3.259	1.704	-20,3
MET	1.038	691	502	-8,0
NACION	1.710	3.013	3.333	4,2
ORIGENES	5.289	5.037	3.049	-17,0
PRORENTA	542	481	271	-16,8
SIEMBRA	4.330	4.040	2.072	-22,1
UNIDOS	153	146	75	-13,4
Totales	25.195	23.820	15.131	-14,9
Pérdida en \$		8.689		
Tipo de cambio BCRA		2.887 \$/U\$S		
Pérdida en U\$S		3.010 millones		
Pérdida en U\$S dic 2008		3253 millones		

(*) Fuente: Alberto Términe. Consultora AGA.

Si a este valor en U\$S constantes 2008, sumamos la cifra correspondiente a la pesificación asimétrica y canjes (Cuadro 2), ocurridos durante 2002, obtenemos un total de **14.189 millones U\$S constantes 2008**.

6.- Evolución del Fondo de Garantía de Sustentabilidad.

El Fondo de Garantía de Sustentabilidad del Régimen Previsional Público de Reparto (FGS 1) fue creado a través del Decreto N° 897/07 con la finalidad de administrar los recursos transferidos en especie de las Cuentas de Capitalización Individual de los afiliados que se hubieren traspasado al régimen de reparto. Posteriormente, la Ley N° 26.425/08, que unificó el Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones en un régimen previsional público llamado Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA), también dispuso el traspaso en especie de los fondos de las AFJP al, re-denominado, Fondo de Garantía de Sustentabilidad del Sistema Integrado Previsional Argentino (FGS 2 o FGS SIPA).

⁵ El valor cuota es la unidad de medida de los FJP y se puede interpretar como un título de propiedad en el sentido que cuando se realiza un aporte se compra cuotas, las que multiplicadas por el valor cuota del día determina el saldo de la cuenta personal del aportante

Está compuesto por distintos tipos de activos financieros (títulos públicos, fondos comunes de inversión, acciones, obligaciones negociables, fideicomisos, entre otros) y tiene como objetivo final el constituirse como un fondo de reserva (o anticíclico), a fin de atender eventuales insuficiencias en el financiamiento del Régimen Previsional Público, a efectos de preservar la cuantía de las prestaciones previsionales. Así, siguiendo a Gómez⁶, constituye una especie de “rueda de auxilio” del sistema previsional, cubriendo eventuales (y provisorias) insuficiencias de financiamiento del mismo. Es un fondo “semi-cerrado” dado que no recibe ingresos corrientes, tan solo recibe ingresos por fuera de su cartera de instrumentos cuando el ANSES registra un superávit operativo (en el período la cifra asciende a 15432 millones de pesos corrientes, y desde junio de 2013 no se han recibido más fondos por ese concepto); también podría recibir aportes presupuestarios pero hasta el momento no se registran.

En el momento del traspaso, 05 de diciembre de 2008, estaba valuado en 98.224 millones de pesos (en el Cuadro 6 el IV trimestre de 2008 está valuado al 9/12/08, por ello la cifra difiere); a junio de 2015 su valuación era de 532.837 millones de pesos: un aumento del 443%, según señalan los informes del ANSES, con una tasa de crecimiento media anual acumulativa del 29,7%. Sin embargo, este incremento nominal no refleja la rentabilidad real del fondo, dado que no toma en cuenta la pérdida de valor de la moneda como consecuencia de la inflación, como veremos más adelante.

CUADRO 6							
VALOR DEL FGS (por principales rubros)							
En millones de pesos corrientes							
Rubros	IV-T 2008	II-T 2009	IV-T 2009	II-T 2010	IV-T 2010	II-T 2011	IV-T 2011
Acciones	7.844	13546	13.831	14.829	23335	22.471	16462
Títulos y obligaciones negociables	57.540	72707	90.337	95.317	99227	107.978	117409
Depósitos a plazo fijo	10.215	9982	9.574	12.339	14726	20.864	23437
Proyectos productivos o de infraestructura	2.183	5725	8.400	12.728	19483	23.558	27827
Disponibilidades y otros	20.301	12602	18.711	14.883	21244	16.155	14356
TOTAL FGS	98083	114562	140853	150095	178016	191.026	199490
Rubros	II-T 2012	IV-T 2012	II-T 2013	IV-T 2013	II-T 2014	IV-T 2014	II-T 2015
Acciones	14804	15905	18090	27838	41972	52128	61915
Títulos y obligaciones negociables	128274	159434	182722	215584	263124	318665	350217
Depósitos a plazo fijo	19142	14908	17365	15996	15139	11213	8072
Proyectos productivos o de infraestructura	30895	31921	32874	44677	53427	59088	66333
Disponibilidades y otros	22020	22631	22168	25378	36294	31171	46300
TOTAL FGS	215135	244799	273219	329473	409956	472265	532837

Fuente: elaboración propia en base a datos del ANSES, Distintos informes sobre el FGS, 2008-2015.

6.1.- Operaciones de Crédito Público de la Nación.

Por otra parte, también podemos observar en los Cuadros 7 y 8, la gran participación porcentual que ha tenido (y sigue teniendo) el rubro Inc. a) que

⁶ Gómez, Juan Francisco. *Fondo de Garantía de Sustentabilidad del Sistema Integrado Previsional Argentino*. Economía de la Seguridad Social (nota de clase), Facultad de Ciencias Económicas, Universidad de Buenos Aires, Buenos Aires, junio de 2012.

comprende operaciones de crédito público de las que resulte deudora la Nación a través de la Secretaría de Hacienda del Ministerio de Economía o el BCRA, ya sean títulos públicos, Letras del Tesoro o préstamos. La composición de la cartera no puede superar el 50% en este tipo de instrumentos (art. 11 del Decreto N° 1387/2001 B.O. 2/11/2001), salvo que el excedente cuente con recursos afectados específicamente a su cumplimiento o con garantías reales u otorgadas por organismos o entidades internacionales de los que la Nación sea parte, en cuyo caso el límite se eleva al 100%. Se puede observar que durante todo el período la participación porcentual de dicho inciso, que es el rubro con más peso en el total de activos, fue siempre mayor al 50%, y ha tenido una tendencia levemente alcista, comenzando en un 56,4% al inicio (2008) y llegando a representar casi un 65% en diciembre de 2014. Por ello, durante este lapso, el FGS ha aceptado canjes de títulos por préstamos garantizados, para poder superar el límite máximo del 50%. Además, esta participación asciende levemente si incluimos los títulos públicos provinciales y municipales (al 65,5% a esa fecha), los cuales a lo largo del período han representado aproximadamente un 0,6% en promedio de las tenencias totales. Por otro lado, el financiamiento al sector público (al 30/4/2015)⁷ se concentra en su mayor parte en títulos públicos (negociables en pesos y en dólares, algunos de ellos garantizados) que componen el 56,5% de la cartera del FGS, mientras que el 6,3% está colocada en Letras del Tesoro, y el 1,1% en préstamos garantizados al gobierno nacional. Por otro lado, también se podrían incluir a los fidecomisos financieros estructurados como parte del financiamiento al sector público, ya que es posible que el capital fideicomitado esté constituido en parte por títulos públicos (tal como sucedía cuando los fondos pertenecían a las AFJP⁸). El peso de los títulos públicos en la cartera supone un alto grado de exposición al riesgo de default por parte del Estado, y pone de manifiesto la fragilidad del sistema ante el comportamiento oportunista del mismo. La re-estatización del subsistema previsional (la vuelta al sistema de reparto) fue incapaz de evitar este oportunismo del Gobierno que continúa usando los recursos del FGS según sus necesidades, debido a su incapacidad de mantener cierta disciplina fiscal.

Elo no es sino la continuidad de una política fiscal de larga data en cuanto a exigir que los fondos jubilatorios se destinen al financiamiento del gobierno nacional. Esto pone en interrogante, hoy como ayer, que sea la sustentabilidad del FGS lo que se persigue, algo que contradiría el mismo nombre elegido, ya que las experiencias previas resultaron en el desconocimiento de este tipo de deuda. En el período 1944 – 1970 (tratado en nuestra anterior ponencia en las 47^a JIFP) de manera casi absoluta; entre 1971 a 2001 según lo reseñado arriba en el Cuadro 1 y luego con los diversos canjes de la deuda también aquí analizados, los que representaron una merma significativa de esta deuda (superior a los U\$S constantes 14.000 millones).

⁷ Según estimaciones propias en base a datos del Informe *FGS Presentación Bicameral*, de Mayo de 2015, p.13, que el ANSES presenta a la Comisión Bicameral del Congreso de Control de Fondos de la Seguridad Social, que es uno de los organismos externos de control de la administración del fondo.

⁸ Según FIEL sería deuda pública encubierta que permitía sobrepasar el límite máximo que las carteras de las AFJP podían invertir en títulos públicos. Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericana (FIEL). *El sistema de jubilaciones en la Argentina. Una evaluación de la reforma y el impacto del default*, Buenos Aires, 2005, p. 21-21; 120; 127-128.

CUADRO 7 EOLUCION DE LA COMPOSICION DEL FGS										
Límites de las inversiones por instrumento como porcentaje del FGS										
Inciso	Mínimo	Máximo	Participación (%)							
			dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	jun-15
Disp	--	10%	3,6	3,5	7,7	2,1	4,0	2,8	1,1	2,0
inc. a) TGN	--	50-100%	56,4	62,0	54,3	57,7	61,7	62,4	64,9	63,6
inc. b) TEE	--	30%	0,7	0,5	0,4	0,5	0,5	0,7	0,6	0,6
inc. c) ONL	--	40%	1,6	1,6	1,0	0,6	2,9	2,4	1,9	1,6
inc. g) CPF	--	30%	10,4	6,8	8,3	11,7	6,1	4,9	2,4	1,5
inc. h) ACC	--	50%	7,8	9,6	12,8	8,1	6,4	8,4	10,9	11,4
inc. i) ACP	--	20%	0,2	0,2	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2
inc. j) CFA	--	20%	3,2	1,3	1,7	2,4	2,3	2,4	2,7	2,7
inc. o) FFE	--	10%	3,6	2,7	2,1	2,5	2,2	1,5	1,1	0,9
Inc. p) OFF	--	20%	1,6	0,4	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,2
Inc. q) PPI	5%	20%	2,2	6,0	10,9	13,9	13,0	13,6	12,5	12,4
Inc. r) R	--	20%	..	..	..	..	0,5	0,8	1,3	2,4
Otros (*)	--	40%	8,6	0,0	0,3	0,1	0,1	..	..	..
ITINP	--	--	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4
			100,0	94,5	100,0	100,0	100,0	100,1	99,8	99,9

Notas: Los datos en cursiva son estimaciones propias en base a datos de diferentes informes de ANSES, debido a que el organismo ha discontinuado la serie y ha cambiado la forma de presentar la información (desagregación de datos), es el caso del rubro Otros (*) que incluye obligaciones negociables a corto plazo, títulos valores extranjeros, contratos negociables de futuros y opciones, cédulas y letras hipotecarias, fondos de inversión directa. La sumatoria de los parciales no da el 100% por problemas de redondeo en los datos del ANSES; los puntos suspensivos significan que no hay datos.

Disp: Disponibilidades.

Inc. a) TGN: Operaciones de crédito público de las que resulte deudora la Nación a través de la Secretaría de Hacienda del Ministerio de Economía o el BCRA, ya sean títulos públicos, Letras del Tesoro o préstamos.

Inc. b) TEE: Títulos valores emitidos por las provincias, municipalidades, entes autárquicos del Estado nacional y provincial, empresas del Estado nacionales, provinciales o municipales.

Inc. c) ONL: Obligaciones negociables, debentures y otros títulos valores representativos de deuda con vencimiento a más de dos (2) años de plazo, emitidos por sociedades anónimas nacionales, entidades financieras, cooperativas y asociaciones civiles constituidas en el país y sucursales de sociedades extranjeras, autorizadas a la oferta pública por la Comisión Nacional de Valores.

Inc. g) CPF: Depósitos a plazo fijo en entidades financieras regidas por la Ley N° 21.526.

Inc. h) ACC: Acciones de sociedades anónimas nacionales, mixtas o privadas cuya oferta pública esté autorizada por la Comisión Nacional de Valores.

Inc. i) ACP: Acciones de empresas públicas privatizadas, autorizadas a la oferta pública por la Comisión Nacional de Valores.

Inc. j) CFA: Cuotapartes de fondos comunes de inversión autorizados por la Comisión Nacional de Valores.

Inc. o) FFE: Certificados de participación y títulos representativos de deuda de contratos de fideicomisos financieros estructurados constituidos parcial o totalmente por derivados financieros (Inciso incorporado en 2001).

Inc. p) OFF: Títulos valores emitidos por fideicomisos financieros no incluidos en los incisos n) ñ) y o), hasta un VEINTE POR CIENTO (20%) del total del activo del fondo (Inciso incorporado en 2001). Inc. n) Cédulas hipotecarias, letras hipotecarias y otros títulos valores que cuenten con garantía hipotecaria o cuyos servicios se hallen garantizados por participaciones en créditos con garantía hipotecaria, autorizados a la oferta pública por la Comisión Nacional de Valores, hasta el cuarenta por ciento (40 %). Inc. ñ) Títulos valores representativos de cuotas de participación en fondos de inversión directa, de carácter fiduciario y singular, con oferta pública autorizada por la Comisión Nacional de Valores, hasta un diez por ciento (10 %).

Inc. q) Títulos de deuda, certificados de participación en fideicomisos, activos u otros títulos valores representativos de deuda cuya finalidad sea financiar proyectos productivos o de infraestructura a mediano y largo plazo en la República Argentina

Inc. r) Inciso incorporado por art. 3° del Decreto N° 246/2011, por eso no hay datos previos.

ITINP: Inversiones en trámite irregular no previsionadas.

Fuente: elaboración propia en base a datos del ANSES, Distintos informes sobre el FGS, 2008-2015.

En los cuadros que siguen se puede ver la evolución desagregada de la cartera por tipo de instrumento, en millones de pesos corrientes, a fin de cada año, salvo el dato inicial (al 9/12/98) que muestra la conformación del FGS SIPA, distinguiendo los dos tipos de fondos con los que se integró al inicio: los incorporados en 2007 dentro del FGS 1, y los recibidos de las AFJP del SIJP, en 2008.

Cuadro 8										
CONFORMACIÓN DEL FGS, 2008-2011.										
Cartera: Instrumentos.	Al 9/12/08				Al 31/12/09		Al 31/12/10		Al 31/12/11	
	Mill. \$		%		Mill. \$	%	Mill. \$	%	Mill. \$	%
	AFJP SIJP	FGS1	Total FGS SIPA							
Disponibilidades	3.416	103	3.519	3,6	4.075	2,9	13.672	7,7	4.098	2,1
Saldos disponibles	..	..	..	..	..	..	8.048	4,5	1.925	1,0
Saldos a aplicar a prox op de desembolsos	..	..	..	..	..	..	5.623	3,2	2.174	1,1
Otros Créditos	..	..	..	..	810	0,6	18	0,0	19	0,0
Total Inversiones	76.793	17.770	94.563	96,4	135.967	96,5	164.326	92,3	195.373	97,9
Operaciones de Crédito Público de la Nación	44.041	11.248	55.289	56,4	87.296	62,0	96.729	54,3	115.131	57,7
Títulos emitidos por Entes Estatales	585	54	639	0,7	732	0,5	752	0,4	1.010	0,5
Obligaciones Negociables de Largo Plazo	1.496	100	1.596	1,6	2.226	1,6	1.736	1,0	1.258	0,
Obligaciones Negociables de Corto Plazo	2	14	15	0,0	83	0,1	10	0,0	10	0,
Plazo Fijo	7.863	2.352	10.215	10,4	9.574	6,8	14.726	8,3	23.437	11,7
Acciones de Sociedades Anónimas	6.957	658	7.614	7,8	13.551	9,6	22.864	12,8	16.107	8,1
Acciones de Empresas Privatizadas	204	26	230	0,2	280	0,2	471	0,3	355	0,2
Fondos Comunes de Inversión	2.697	459	3.156	3,2	1.833	1,3	3.001	1,7	4.798	2,4
Títulos Valores Extranjeros	4.677	462	5.139	5,2	6.760	4,8	277	0,2	2	0,0
Contratos Negociables de Futuros y Opciones	3.051	27	3.078	3,1	74	0,1	190	0,1	177	0,1
Cédulas y Letras Hipotecarias	56	4	60	0,1	685	0,5	27	0,0	18	0,0
Fondos de Inversión Directa	168	15	183	0,2	118	0,1	62	0,0	53	0,0
Fideicomisos Financieros Estructurados	3.314	264	3.577	3,6	3.805	2,7	3.777	2,1	4.897	2,5
Otros Fideicomisos Financieros	1.145	433	1.578	1,6	549	0,4	221	0,1	293	0,1
Proyectos Productivos o de Infraestructura	530	1.653	2.183	2,2	8.400	6,0	19.483	10,9	27.827	13,9
Inversiones en trámite irregular	9	1	10	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Total	80.209	17.873	98.083	100	140.853	100	178.016	100	199.490	100

Notas: Los puntos suspensivos significan que no hay datos para ese período. El rubro disponibilidades está formado por saldos disponibles y saldos a aplicar a próximos desembolsos, pero no hay datos para todos los períodos. Fuentes: Elaboración propia en base a datos del ANSES, Distintos informes periódicos del FGS, 2008-2012.

Se señala que el período se dividió en dos cuadros porque los informes del FGS que provee el ANSES, cambiaron su frecuencia, diseño, cantidad y calidad de la información, por tanto no se pudo completar la serie con el mismo nivel de desagregación que se muestra en el Cuadro 8 (2008-2011). El Cuadro 9, que muestra la evolución entre el 2012 y 2015, fue compaginado por nosotros estimando algunos datos, mediante el cotejo de distintos informes. Aquí puede observarse el monto y el porcentaje de participación de las operaciones de crédito público (339.002 millones de pesos; 63,9%), que señaláramos anteriormente, al 30/4/2015, concentrados en su mayoría en títulos públicos, y en menor grado, en Letras del

Tesoro y Préstamos Garantizados; y la pequeña participación relativa de los títulos emitidos por otros entes estatales (gobiernos provinciales, municipales, etc.). Lo que demuestra que el gobierno no ha cambiado su comportamiento oportunista, luego de la vuelta al sistema de reparto, y continúa financiándose con fondos jubilatorios, que previo a la expropiación, pertenecieron a los aportantes del sistema de capitalización (es decir, a los futuros jubilados).

Cuadro 9 CONFORMACIÓN DEL FGS, 2012-2015.								
Cartera del FGS: Instrumentos	Al 31/12/12		Al 31/12/13		Al 31/12/14		Al 30/04/15	
	Mill. \$	%	Mill. \$	%	Mill. \$	%	Mill. \$	%
Disponibilidades	9.897	4	9.104	2,8	5.406	1,1	4.983	0,9
Operaciones de Crédito Público de la Nación	151.070	62	205.503	62,4	306.724	64,9	339.002	63,9
Títulos emitidos por Entes Estatales	1.159	0	2.174	0,7	2.968	0,6	2.884	0,5
Obligaciones Negociables de Largo Plazo	7.205	3	7.907	2,4	8.973	1,9	9.107	1,7
Plazo Fijo	14.908	6	15.996	4,9	11.213	2,4	10.442	2,0
Acciones de Sociedades Anónimas	15.905	6	27.838	8,4	52.128	11,0	70.998	13,4
Proyectos Productivos o de Infraestructura	31.921	13	44.677	13,6	59.088	12,5	62.527	11,8
Otros	12.734	5%	16.274	4,9	25.765	5,5	33.245	6,3
Total	244.799	100	329.473	100,0	472.265	100,0	530.781	100,0%

Notas: Las cifras en cursiva son estimaciones propias en base a cotejo de datos de distintos informes del FGS (ANSES). (*) Otros: Este rubro se ha realizado con estimaciones propias dado que el ANSES no publica la serie completa en sus informes. Incluye otros créditos, fideicomisos financieros estructurados, otros fideicomisos financieros, fondos comunes de inversión, créditos a beneficiarios del SIPA, Obligaciones negociables a corto plazo, títulos valores extranjeros, contratos negociables de futuros y opciones, cédulas y letras hipotecarias, fondos de inversión directa. Fuentes: Elaboración propia en base a datos del ANSES, Distintos informes periódicos del FGS, 2012-2015.

6.2.- Otras operaciones del FGS.

En orden de magnitud, siguen las participaciones en Proyectos Productivos o de Infraestructura y en Acciones de Sociedades Anónimas. Como una referencia actualizada a los primeros, consideramos el Informe Bimestral generado por ANSES para el sexto bimestre de 2014, insertamos la siguiente Tabla 1-5 de allí extraída que enlista los cinco proyectos principales.

Tabla 1-5 Principales inversiones en Proyectos Productivos y de Infraestructura del FGS (diciembre 2014)		
Emisor	País	Inciso q) en millones de \$
PRO.CRE.AR.	Arg	19.163
Nasa - Central Nuclear Néstor Kirchner	Arg	14.348
Enarsa - Cent. Barragán y Brigadier López	Arg	8.109
F.F. para Obras Públicas (SISVIAL)	Arg	5.829
EPEC	Arg	3.827

En ese informe se menciona “que el monto destinado a PRO.CRE.AR., aumentó 38,7% interbimestralmente, pasando de \$13.818 millones en octubre a \$19.163 millones en diciembre. Su variación interanual fue aún mayor: entre diciembre de 2013 y diciembre de 2014 creció 120,3% (\$10.463 millones). Por primera

vez en su historia, PRO.CRE.AR., se consolida como el principal Proyecto Productivo del FGS". Cabe destacar que el rendimiento de esta inversión es reducido puesto que las viviendas construidas con estos fondos se financian a tasas fijas muy por debajo de la inflación: entre el 2% al 18% a mediano y largo plazo, según sean los ingresos del tomador del préstamo, el primer o segundo tramo y el monto concedido, según se lee en: <http://www.procrear.anses.gob.ar/linea-sin-terreno>. En conjunto la variación interanual en el rubro de estos proyectos para el período mostrado en los cuadros anteriores asciende a 10,3 % anual promedio, alto crecimiento que puede asignarse al aumento de la participación PROCREAR.

La participación de las Acciones de Sociedades Anónimas aunque se observa con altibajos en curso del período, oscilando alrededor de un promedio del 10%, en el último trienio se manifiesta en claro ascenso desde el 6% en diciembre 2012 al 13% en abril 2015. Del mismo Informe bimestral, extraemos las siguientes tablas que dan cuenta de los rendimientos entre los últimos bimestres 2013 y 2014 y de las principales sociedades sociedad que integran el rubro.

Rendimiento en pesos (%)	6-13	1-14	2-14	3-14	4-14	5-14	6-14
Rendimiento de inversiones en Acciones	-3,6%	10,0%	19,4%	14,8%	17,6%	26,3%	-16,4%
Rendimiento Otros	3,2%	14,1%	5,1%	1,7%	7,1%	6,7%	0,0%
Rendimiento total	2,6%	13,8%	6,3%	2,9%	8,2%	8,9%	-2,2%

Compañía	País	Acciones en millones de \$
Telecom Argentina S.A.	Arg	10.951
Banco Macro S.A.	Arg	8.944
Siderar S.A.	Arg	7.063
Grupo Financiero Galicia S.A.	Arg	4.731
BBVA Banco Francés S.A.	Arg	2.190

Finalmente, cabe destacar que los Títulos Valores Extranjeros han sido eliminados del portafolio a partir de 2010, desde una participación inicial de 5,2 % consignada en el Cuadro 8.

6.2.- Erogaciones corrientes del FGS.

Aunque no disponemos de información suficiente de erogaciones corrientes con fines específicos de seguridad social, consideramos pertinente hacer una referencia a los gastos imputados a la Asignación Universal por Hijo (AUH) en razón que el Decreto N° 1602/2009, que modifica el Régimen de Asignaciones Familiares – Ley 24.714, incorpora los rendimientos anuales del FGS como fuente de financiamiento, a partir del 1/11/2009.

Al respecto consignamos la siguiente Tabla 1 de Gisell Cogliandro (2014, p. 8)

Tabla 1
PRINCIPALES PROGRAMAS DE ANSES (2014-2013).

Programa	2014 Millones de \$
Prestaciones previsionales	259.181,3
Asignaciones Familiares	39.786,5
Asignaciones Familiares (Sistema Contributivo)	22.265,6
Asignación Universal por Hijo (No Contributivo)	17.520,9
Atención Ex Cajas Provinciales	12.081,6
Programa Conectar Igualdad.Com.Ar	2.058,7
Atención Ex Combatientes	1.928,9
Seguro de desempleo	530,1
Subtotal principales programas seleccionados	315.567,1
Resto*	20.847,7
Total ANSeS	336.414,8

Notas: () Incluye el resto de programas sociales de la jurisdicción.*

Fuente: Fundación Konrad Adenauer

Podemos leer que el presupuesto 2013 – 2014 previó:

- \$ 17.521 millones para la AUH encuadrada dentro de las Asignaciones Familiares, que tienen como fuente de financiamiento al FGS.
- Un gasto de \$ 336.415 para el total de gastos ANSES, cifra similar a los \$ 306.724 de lo invertido en títulos públicos por el FGS, según detallamos arriba.

6.3.- Rentabilidad del FGS.

En el Cuadro 10 calculamos el rendimiento mensual neto de aportes del ANSES (ingreso de capital nuevo), con la misma metodología que emplea el organismo. Es decir, la variación neta dividida por el valor del fondo en el período anterior, y esto expresado en porcentaje. Por los motivos antes expuestos, sobre la falta de homogeneidad en la información que brindan los informes, en algunos períodos sólo pudimos calcular la rentabilidad bimestral. Por supuesto, que estas variaciones porcentuales que se muestran son nominales, es decir, aún no se ha descontado el efecto de la inflación en las mismas.

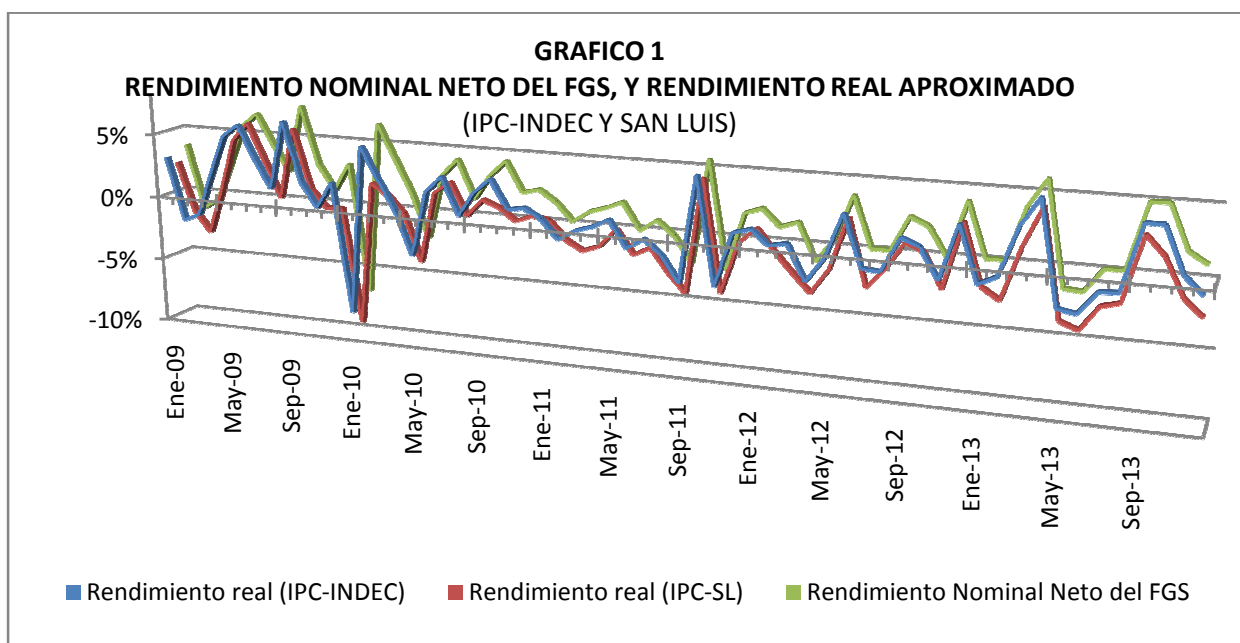
CUADRO 10													
VALOR DEL FGS EN MILLONES DE PESOS CORRIENTES A FIN DE CADA MES													
Período Dic08-Dic09	dic-08	ene-09	feb-09	mar-09	abr-09	may-09	jun-09	jul-09	ago-09	sep-09	oct-09	nov-09	dic-09
TOTAL FGS	98083	101657	100261	99630	101989	107564	114562	119388	121959	130929	134683	135972	140853
Variación en Mill \$		3574	-1396	-631	2359	5575	6998	4826	2571	8970	3754	1289	4881
Ingreso de capital nuevo													701
Variación Neta		3574	-1396	-631	2359	5575	6998	4826	2571	8970	3754	1289	4180
Rendimiento neto %		3,64%	-1,37%	-0,63%	2,37%	5,47%	6,51%	4,21%	2,15%	7,35%	2,87%	0,96%	3,07%
Período Dic09-Dic10	dic-09	ene-10	feb-10	mar-10	abr-10	may-10	jun-10	jul-10	ago-10	sep-10	oct-10	nov-10	dic-10
TOTAL FGS	140853	131498	141921	147393	149287	146012	150095	156248	158785	163661	170646	174015	178016
Variación en Mill \$		-9355	10423	5472	1894	-3275	4083	6153	2537	4876	6985	3369	4001
Ingreso de capital nuevo			2000						656				
Variación neta		-9355	8423	5472	1894	-3275	4083	6153	1881	4876	6985	3369	4001
Rendimiento neto %		-6,64%	6,41%	3,86%	1,28%	-2,19%	2,80%	4,10%	1,20%	3,07%	4,27%	1,97%	2,30%
Período Dic10-Dic11	dic-10	ene-11	feb-11	mar-11	abr-11	may-11	jun-11	jul-11	ago-11	sep-11	oct-11	nov-11	dic-11
TOTAL FGS	178016	180600	180725	182431	184880	189334	191026	193.922	194.898	190.501	201.027	195.987	199490
Variación en Mill \$		2584	125	1706	2449	4454	1692	2896	976	-4397	10526	-5040	3503
Ingreso de capital nuevo						1000	2000	1500	1575				
Variación neta		2584,3	125,0	1706,0	2449,0	3454,0	-308,0	1396,0	-599,0	-4397,0	10526,0	-5040,0	3503,3
Rendimiento Neto %		1,45%	0,07%	0,94%	1,34%	1,87%	-0,16%	0,73%	-0,31%	-2,26%	5,53%	-2,51%	1,79%
Período Dic11-Dic12	dic-11	ene-12	feb-12	mar-12	abr-12	may-12	jun-12	jul-12	ago-12	sep-12	oct-12	nov-12	dic-12
TOTAL FGS	199490	203.979	206.026	209.042	206.377	207.404	215135	..	221946	227544	231967	233528	244799
Variación en Mill \$		4489	2047	3016	-2665	1027	7731	6811		5598	4423	1561	11271
Ingreso de capital nuevo												2000	2000
Variación neta		4489	2047	3016	-2665	1027	7731	6811		5598	4423	-439	9271
Rendimiento Neto %		2,25%	1,00%	1,46%	-1,27%	0,50%	3,73%	3,17%		2,52%	1,94%	-0,19%	3,97%
Período Dic12-Dic13	dic-12	ene-13	feb-13	mar-13	abr-13	may-13	jun-13	jul-13	ago-13	sep-13	oct-13	nov-13	dic-13
TOTAL FGS	244799	..	254948	264861	280567	275970	273219	..	292176	306257	321179	326565	329473
Variación en Mill \$		10149		9913	15706	-4597	-2751	18957		14081	14922	5386	2908
Ingreso de capital nuevo							2000						
Variación neta		10149		9913	15706	-4597	-4751	18957		14081	14922	5386	2908
Rendimiento Neto %		4,15%		3,89%	5,93%	-1,64%	-1,72%	6,94%		4,82%	4,87%	1,68%	0,89%

Notas: Los datos de dic-08 son al 9/12/08; y los de nov-13 son al 15/11/13. Por falta de datos mensuales algunos períodos fueron calculados en base a diferencias bimestrales, y por ende, los rendimientos en esos períodos son bimestrales. Los períodos son: julio-agosto de 2012; enero-febrero de 2013; julio-agosto de 2013. Los datos en cursiva son estimaciones propias en base a cotejo de datos de distintos informes. La variación neta se calculó restando de la variación en millones de pesos, los ingresos de capital de cada período. El Rendimiento neto resulta del cociente entre la variación neta del período dividida el valor del FGS en el período anterior. Fuente: elaboración propia en base a datos del ANSES (distintos informes).

A continuación, en el 11, se compara la rentabilidad nominal neta del FGS, con las variaciones mensuales que presentan los indicadores bursátiles más usados en el mercado (MERVAL y IAMC)⁹, con las tasas de inflación mensuales que calculan de diferente forma el INDEC y el DPEyC de San Luis. Se puede observar, en Gráfico 2, que las variaciones de dichos indicadores bursátiles son superiores a la rentabilidad nominal del fondo, pero también presentan mayor volatilidad. En relación a la rentabilidad real del fondo, la misma se estimó utilizando una aproximación a la

⁹ El Merval es el principal índice del Mercado de Valores de Buenos Aires, que mide el valor en pesos de una cartera de acciones que cotizan en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires. El índice IAMC, elaborado por el Instituto Argentino de Mercado de Capitales, permite observar la evolución de la rentabilidad promedio de los títulos públicos más representativos del mercado local (está compuesto por distintos subíndices con diferente ponderación, como el de los bonos cortos en dólares, los bonos cortos en pesos, los bonos largos en dólares y los bonos largos en pesos).

Ecuación de Fisher (restando la tasa de inflación al rendimiento neto) como se explicó en la nota del Gráfico 1.



Notas: para el cálculo de la rentabilidad real se utilizó una aproximación a la Ecuación de Fisher, expresión que relaciona los tipos de interés reales y nominales en función de la inflación ($r \approx i - \pi$).
Fuente: Elaboración propia en base a datos del ANSES, INDEC, DPEyC-SL, y IAMC.

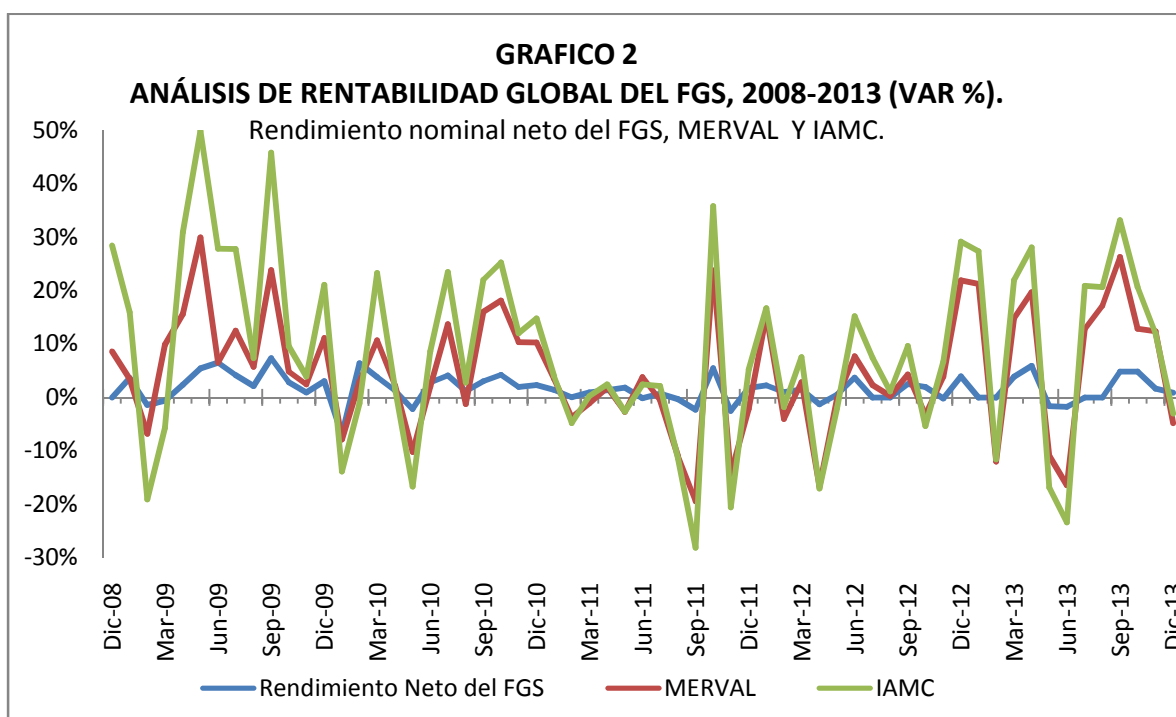
Cuadro 11
ANÁLISIS DE RENTABILIDAD GLOBAL DEL FGS

Período	IPC INDEC	IPC SAN LUIS	Rendimiento Neto del FGS	MERVAL	IAMC	Período	IPC INDEC	IPC SAN LUIS	Rendimiento Neto del FGS	MERVAL	IAMC
dic-08	0,34%	0,45%	..	8,60%	19,90%	jun-11	0,71%	1,51%	-0,16%	4,00%	-1,40%
ene-09	0,53%	1,16%	3,64%	-0,20%	12,50%	jul-11	0,79%	1,74%	0,73%	-1,20%	2,60%
feb-09	0,43%	-0,01%	-1,37%	-5,40%	-12,30%	ago-11	0,83%	2,43%	-0,31%	-10,70%	-0,40%
mar-09	0,64%	2,34%	-0,63%	10,50%	-15,60%	sep-11	0,83%	1,92%	-2,26%	-17,20%	-8,70%
abr-09	0,33%	1,82%	2,37%	13,30%	15,30%	oct-11	0,63%	1,10%	5,53%	18,30%	12,00%
may-09	0,33%	0,86%	5,47%	24,50%	20,00%	nov-11	0,59%	1,39%	-2,51%	-11,80%	-6,30%
jun-09	0,42%	0,53%	6,51%	0,00%	21,40%	dic-11	0,84%	1,87%	1,79%	-3,90%	7,30%
jul-09	0,62%	1,00%	4,21%	8,30%	15,30%	ene-12	0,91%	1,16%	2,25%	13,20%	1,30%
ago-09	0,83%	1,86%	2,15%	3,60%	1,60%	feb-12	0,74%	1,47%	1,00%	-5,00%	2,20%
sep-09	0,74%	1,54%	7,35%	16,50%	22,00%	mar-12	0,94%	3,39%	1,46%	1,40%	4,70%
oct-09	0,80%	1,66%	2,87%	2,00%	4,70%	abr-12	0,83%	2,00%	-1,27%	-15,40%	-0,40%
nov-09	0,83%	1,15%	0,96%	1,50%	1,50%	may-12	0,81%	1,91%	0,50%	-0,70%	-1,80%
dic-09	0,93%	3,20%	3,07%	8,10%	9,90%	jun-12	0,72%	1,34%	3,73%	4,00%	7,50%
ene-10	1,04%	2,22%	-6,88%	-1,00%	-6,00%	jul-12	0,79%	2,48%	s/d	2,30%	5,10%
feb-10	1,25%	4,35%	6,40%	-3,40%	-4,10%	ago-12	0,89%	1,02%	s/d	0,30%	0,80%
mar-10	1,14%	2,63%	3,85%	6,90%	12,60%	sep-12	0,88%	1,57%	2,52%	1,80%	5,30%
abr-10	0,83%	1,37%	1,28%	1,00%	-0,60%	oct-12	0,84%	1,49%	-0,19%	-5,20%	-2,10%
may-10	0,75%	1,58%	-2,19%	-8,00%	-6,50%	nov-12	0,94%	1,90%	-0,19%	4,10%	2,80%
jun-10	0,73%	1,09%	2,80%	-0,80%	6,60%	dic-12	1,04%	1,18%	3,97%	18,00%	7,20%
jul-10	0,80%	1,46%	4,10%	9,60%	9,80%	ene-13	1,14%	1,67%	s/d	21,30%	6,10%
ago-10	0,74%	1,06%	1,20%	-2,40%	4,00%	feb-13	0,49%	2,51%	s/d	-12,00%	0,40%
sep-10	0,72%	1,59%	3,07%	13,00%	6,00%	mar-13	0,73%	2,48%	3,89%	10,90%	7,20%
oct-10	0,84%	3,27%	4,27%	13,90%	7,10%	abr-13	0,73%	1,63%	5,93%	13,80%	8,40%

nov-10	0,73%	1,90%	1,97%	8,40%	1,70%	may-13	0,69%	1,91%	-1,64%	-9,30%	-5,90%
dic-10	0,84%	1,70%	2,30%	8,00%	4,50%	jun-13	0,83%	2,35%	-1,72%	-14,70%	-7,00%
ene-11	0,73%	1,10%	1,45%	2,00%	0,50%	jul-13	0,93%	2,26%	6,94%	12,80%	8,10%
feb-11	0,74%	1,08%	0,07%	-3,80%	-1,10%	ago-13	0,84%	1,90%	s/d	17,20%	3,50%
mar-11	0,84%	2,66%	0,94%	-2,00%	1,30%	sep-13	0,83%	1,90%	s/d	21,50%	6,90%
abr-11	0,84%	2,60%	1,34%	0,50%	0,60%	oct-13	0,89%	3,35%	4,87%	8,00%	7,80%
may-11	0,74%	1,74%	1,87%	-4,60%	0,10%	nov-13	0,93%	2,86%	1,68%	10,70%	-0,40%
jun-11	0,71%	1,51%	-0,16%	4,00%	-1,40%	dic-13	1,42%	3,25%	0,89%	-5,70%	1,80%
Período	IPC INDEC	IPC SAN LUIS	Rendimiento Neto del FGS	MERVAL	IAMC	Período	IPC INDEC	IPC SAN LUIS	Rendimiento Neto del FGS	MERVAL	IAMC

Notas: s/d sin datos (como no hay datos mensuales del valor del FGS disponibles en ANSES, no se calculó el rendimiento mensual (se podría calcular el bimestral pero no sería comparable por la periodicidad del cuadro). Fuentes: Elaboración propia en base a AGN (Auditoría General de la Nación), Distintos informes, 2009-2015. ANSES (Administración Nacional de la Seguridad Social), Distintos informes sobre el FGS, 2008-2015. Anuario Bursátil 2013, IAMC (Instituto Argentino de Mercado de Capitales), 2014. Se puede acceder al mismo en:

<http://iamcmediamanager.prod.ingeccloud.com/Handlers/BaseStreamer.ashx?id=i264347>. DPEyC (Dirección Provincial de Estadística y Censos) Gobierno de la Provincia de San Luis. Disponible en: www.estadistica.sanluis.gov.ar. INDEC (Instituto Nacional de Estadística y Censos), Ministerio de Economía y Finanzas Públicas. Disponible en: indec.mecon.gov.ar.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del ANSES, INDEC, DPEyC-SL, y IAMC.

En el Cuadro 12, se sintetizan las variables analizadas en el Cuadro 10, con los datos a fin de cada año. Se observa aquí el poco impacto que presentan los ingresos de capital que provienen de los superávits operativos del ANSES (que como habíamos señalado previamente suman 15432 millones de pesos en todo el período); restando dichos importes de las variaciones anuales del FGS, se obtiene la variación neta mediante la cual se calculan los rendimientos nominales expresados en porcentaje (Variación Neta/Valor del FGS en el período anterior). Luego, el valor del fondo expresado en pesos corrientes, se deflacta utilizando el IPC de dos fuentes: el INDEC, y dada su poca confiabilidad en este tema, especialmente antes de las modificaciones metodológicas incorporadas en 2014 que aproximan los

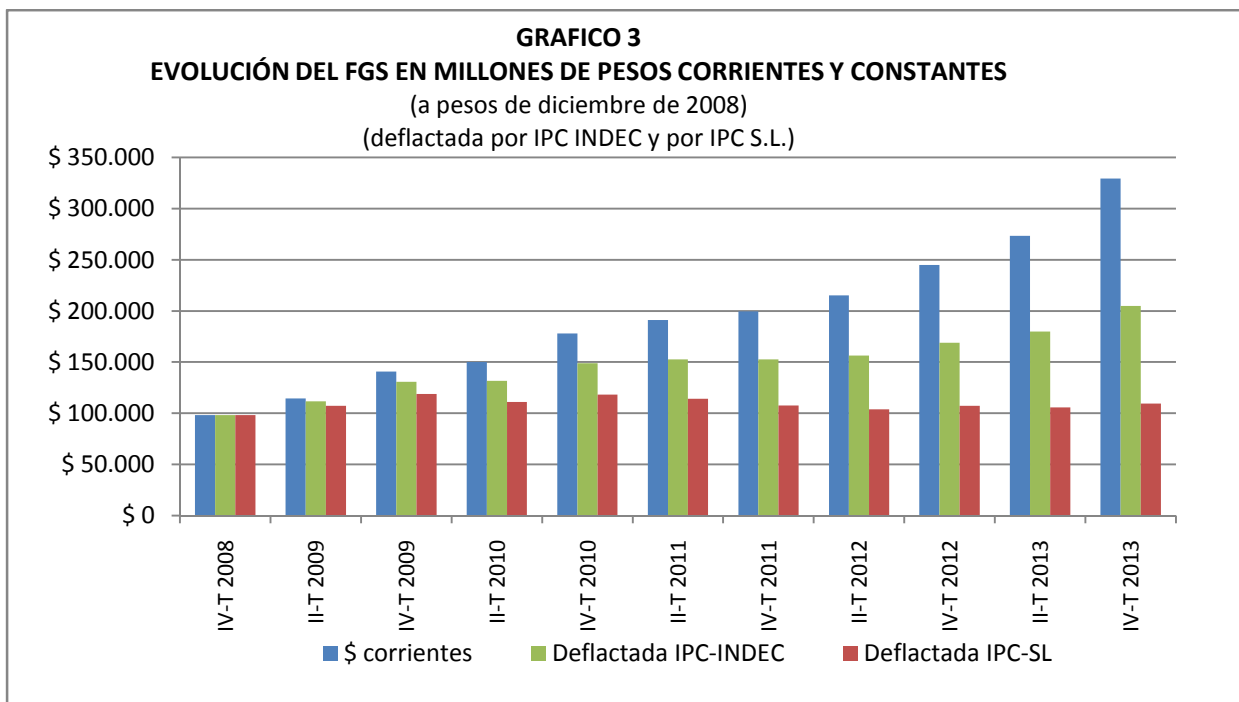
cálculos un poco más a la realidad, y la DPEyC (Dirección Provincial de Estadística y Censo) de la Provincia de San Luis. Los resultados muestran una rentabilidad real menor, en el caso de la serie deflactada usando INDEC, y una caída pronunciada, empleando los cálculos de San Luis (con tres años seguidos de rentabilidad real negativa).

Cuadro 12
VALOR DEL FGS Y RENDIMIENTO NETO ANUAL
En pesos corrientes y constantes, y rendimiento neto.

	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13
Mill \$ corrientes	98082,5	140852,7	178015,7	199490,3	244799,0	329473,0
Variación		42770,2	37163,1	21474,6	45308,7	84674,0
Transferencias ANSES		701	2656	6075	4000	2000
Variación Neta		42069,2	34507,1	15399,6	41308,7	82674,0
Rendimiento nominal neto %		42,9%	24,5%	8,7%	20,7%	33,8%
Mill \$ constantes (Deflacta IPC-INDEC)	98082,5	130789,1	149019,4	152496,1	168826,3	204804,9
Variación		32706,6	18230,3	3476,7	16330,3	35978,5
Transferencias ANSES		701,0	2466,2	5085,5	3057,7	1379,3
Variación Neta		32005,6	15764,1	-1608,8	13272,5	34599,2
Rendimiento neto %		32,6%	12,1%	-1,1%	8,7%	20,5%
Mill \$ constantes (Deflacta IPC-SL)	98082,5	123012,5	122296,6	110172,4	109501,6	115558,9
Variación		24930,0	-715,9	-12124,2	-670,8	6057,3
Transferencias ANSES		701,0	2319,6	4173,5	2209,1	894,6
Variación Neta		24229,0	-3035,5	-16297,7	-2879,9	5162,7
Rendimiento neto %		24,7%	-2,5%	-13,3%	-2,6%	4,7%

Notas: datos a fin del período (salvo 2008, que son al 9/12/08). Para deflactar las series se usaron los datos de IPC que proveen el INDEC y el DEyC-SAN LUIS. Se realizó un cambio de base a dic-08=100, y luego se tomaron para deflactar los índices de diciembre de cada año. El rendimiento se calcula como: Variación neta/Valor del FGS en el período anterior (expresado en %). Fuentes: Elaboración propia en base a datos de INDEC, DPEyC-SL y ANSES (distintos informes).

En el Gráfico 3, se puede comparar la evolución semestral del valor total del FGS en términos nominales y reales, deflactando por las dos fuentes alternativas mencionadas la serie expuesta en el Cuadro 6, que muestra cómo evolucionó el valor total del FGS, en millones de pesos corrientes, a fin de cada semestre.



Nota: Previamente se realizó un cambio de año base a diciembre de 2008=100, en las series de los índices que calculan tanto el INDEC como San Luis, para poder comparar los valores actuales con los que tenía el fondo cuando se creó el FGS SIPA (2008), es por ello que las tres series coinciden al inicio. Fuente: elaboración propia en base a datos de INDEC, DPEyC-SL Y ANSES.

Cuadro 13							
INDICADORES BURSÁTILES Y RENTABILIDAD DEL FGS							
		AÑOS					
		2008	2009	2010	2011	2012	2013
ÍNDICES BURSÁTILES							
Merval (fdp)		1.079,70	2.320,70	3.523,60	2.462,60	2.854,30	5.391,00
Var. Anual (en \$)		-49,80%	115,00%	51,80%	-30,10%	15,90%	88,90%
TÍTULOS PÚBLICOS							
Índice de Bonos	IAMC - Valor fdp	389,6	909,9	1.261,70	1.326,60	1.819,90	2.576,70
Índice de Bonos	IAMC - Var. Anual	-42,20%	133,60%	38,70%	5,20%	37,20%	41,60%
VALOR DEL FGS							
Mill \$ corrientes	Valor fdp	98082,5	140852,7	178015,7	199490,3	244799,0	329473,0
Rendimiento nominal neto %			42,89%	24,50%	8,65%	20,71%	33,77%
Mill \$ constantes (Deflacta IPC-INDEC)		98082,5	130789,1	149019,4	152496,1	168826,3	204804,9
Rendimiento real neto % (IPC-INDEC)			32,63%	12,05%	-1,08%	8,70%	20,49%
Mill \$ constantes (Deflacta IPC-SL)		98082,5	123012,5	122296,6	110172,4	109501,6	115558,9
Rendimiento real neto % (IPC-SL)			24,70%	-2,47%	-13,33%	-2,61%	4,71%

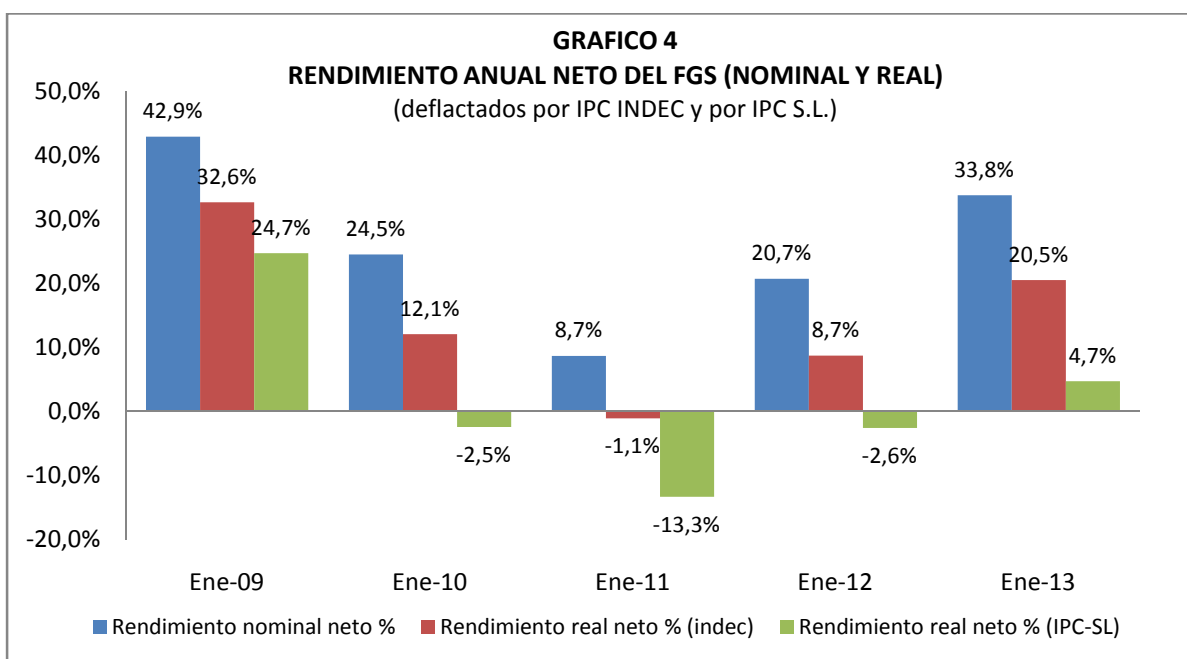
Notas: fdp: fin del período (todos los datos salvo valor del FGS en 2008 que es al 9/12/08).

Fuentes: elaboración propia en base a datos de INDEC, DPEyC-SAN LUIS, y IAMC. Anuario Bursátil 2013, Instituto Argentino de Mercado de Capitales (IAMC), 2014. Disponible en: www.iamc.sba.com.ar

Sintetizando otra información presentada previamente, se exponen en el Cuadro 13 los valores en pesos a fin de cada período del indicador bursátil representativo de la evolución del valor de las acciones (MERVAL), y del indicador de la performance de los títulos públicos más representativos en el mercado local (IAMC). En ambos, se muestra la variación anual porcentual de dichos

indicadores medidos en pesos. Seguidamente, se indica el valor del fondo a fin de cada año en pesos corrientes y su rendimiento nominal neto anual (con el método explicado en los cuadros anteriores). Se desprende de la comparación que la variación anual de los indicadores bursátiles fue muy superior al rendimiento nominal del FGS (se destaca la gran variación negativa que presentan ambos indicadores en 2008 debido a la crisis bursátil mundial desatada durante 2008, a causa del derrame en el sistema financiero mundial del colapso de la burbuja inmobiliaria en Estados Unidos en el año 2006/7). Finalmente, las variaciones nominales anuales netas del FGS, se deflactan empleando el método y los indicadores señalados en cuadros anteriores, demostrando especialmente cuando se emplea el IPC-SL que la administración del FGS durante el período no fue capaz de cumplir con uno de sus objetivos que es preservar los recursos destinados a la seguridad social, para atenuar (en caso de ser necesario) el impacto negativo que sobre el régimen de seguridad social pudiese tener la evolución de las variables económicas y sociales. La evolución de estos rendimientos, una vez deflactados, se compara con la rentabilidad nominal en el Gráfico 3, donde se evidencia la baja rentabilidad real que ha tenido el fondo, debida en parte, posiblemente, a ser empleada por el gobierno como una forma de financiarse sostenidamente en el tiempo.

Cuadro 14			
RENTABILIDAD NOMINAL VS. RENTABILIDAD REAL (2008-2013)			
Variación neta en términos nominales	\$ 215958,5	Tasa media de crecimiento anual acumulativa nominal:	27,4%
Variación neta en términos reales (IPC-INDEC):	\$ 94032,7	Tasa media de crecimiento anual acumulativa real:	15,9%
Variación neta en términos reales (IPC-SL):	\$ 7178,6	Tasa media de crecimiento anual acumulativa real:	3,3%



Fuente: elaboración propia en base a datos de INDEC, DPEyC-SL Y ANSES.

6.3.- Resultado de la operación del FGS, período diciembre 2008 – diciembre 2013.

Del Cuadro 12 tomamos los valores finales y de inicio del FGS y precedemos a calcular el resultado habido en pesos nominales, en pesos constantes 2008 deflactados por IPC – INDEC y pesos constantes 2008 deflactados por IPC San Luis. En los últimos dos casos obtenemos de manera directa el resultado en ambos IPC usados y para el primer caso no tiene sentido calcularlo; pero sí lo hacemos en su equivalente dólar constante 2008. Como desde octubre 2011 se ha impuesto control de cambios, no hay un solo tipo de cambio, así que procedemos a usar el oficial BCRA y los llamados contado con liquidación y “blue”. Mostramos los resultados en el siguiente Cuadro 14.

Cuadro 14					
Resultado operativo del FGS, período 2008 - 2013					
	En millones \$ 2008	%	Tipo de cambio	En millones U\$S 2008	%
S/IPC INDEC	106.722	109	Oficial BCRA	17.173	60,2
S/IPC San Luis	17.476	17,8	Contado c/liquidación (*)	9.169	32,3
			Blue	1.316	4,6

Fuentes: Elaboración propia en base a datos de Dólar Blue. <http://www.dolar-blue.com/>, BCRA y otras.

(*) Período diciembre 2008 – febrero 2014

La insignificancia de la partida Ingreso de capital nuevo en la conformación evolutiva del FGS (un 2 %), hace válido enfocarse en el análisis de las variaciones del valor objetivo del FDS como medida global del resultado, el que en todos casos produce una ganancia operativa., aunque de alta variabilidad. Nos inclinamos admitir como más objetivo el 17,8% calculado en base al IPC San Luis, el que medido en dólares del 2008 ascendería a **U\$S 5061 millones**, los que sumados algebraicamente a la pérdida estimada arriba para el período 2002 – 2005, nos daría una pérdida neta de **U\$S 9.128 millones** del 2008.

7.- Reflexiones en síntesis.

- El valor recién consignado (U\$S 9.128 MM), a pesar de ser significativo, quizás no sea lo más decidor en cuanto a evaluar la gestión de los fondos de jubilaciones en Argentina.
- Pensamos que el problema central es la endeblez de la composición del FGS, donde resalta que los títulos públicos representen más del 60% de sus activos financieros, obligados a ser adquiridos al gobierno nacional. Es que ello estaría encubriendo una intención de apropiación, a la luz de lo que ha venido ocurriendo sistemáticamente en nuestro país, tal como lo vimos en la Parte I de esta investigación, presentada en la edición 47^a de las JIFP.
- Tras de ello se manifiesta una distorsión de lo que debiera ser un fondo de jubilaciones y pensiones, asimilando sus recursos a los del Tesoro Nacional y, por tanto, sin tener en cuenta la autarquía financiera que le atribuye nuestra Constitución, según aquí hemos analizado.
- Más aun, estos hechos e intenciones nos enfrenta a un problema socio cultural, en cuanto al tratamiento que deben recibir los adultos mayores. Nuestra sociedad parece no importarle el cómo transcurra su existencia, priorizando otros grupos etarios a los que se asiste con fondos jubilatorios como es caso de los programas AUH (niños), PROCREAR (adultos jóvenes) o Conectar igualdad (adolescentes).
- Este comportamiento, que no es nuevo, es propio de sociedades inmaduras si tomamos en cuenta que desde hace tiempo se impuso la modalidad más dramática -aunque en este trabajo no la abordamos- de especular con la

muerte de los derechohabientes, mediante el uso la vía judicial controvertida para evitar o postergar el pago de lo adeudado a los jubilados.

- En definitiva, aunque nos hemos esforzado en mostrar los números que trasuntan una política económica de Estado que consiste desvirtuar el sentido verdadero de los fondos jubilatorios, esta desvirtuación viene a interpelar nuestro comportamiento desde lo socio cultural.

Referencias bibliográficas.

Almanza Pastor, José M. *Derecho de la seguridad social*, Tecnos, Madrid, 1977.

Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSES). Distintos informes (informes FGS, Presentaciones ante la Comisión Bicameral del Congreso, Actas del Comité Ejecutivo, Actas del Consejo del FGS), 2008-2015. Accesibles desde: www.fgs.anses.gob.ar/subsección/informes-3

Banco Central de la República Argentina. Tipo de cambio accesible desde: <http://www.bcra.gov.ar/Estadisticas/estser030507.asp>

Bertranou, Fabián y otros. From reform to crisis: Argentina's pension system en: *International Social Security Review*, Vol. 56, 2/2003, p.104 -113. DOI: 10.1111/1468-246X.00160.

Cabanellas, Guillermo. *Tratado de Derecho Laboral*, T IV, Editorial Bibliográfica Argentina. Buenos Aires. 1950.

Gisell Cogliandro. *Gasto público social nacional 2014: prioridades y desafíos*. En Documentos de trabajo N° 14. Konrad Adenauer Stiftung. Diciembre 2014.

Econométrica S.A. Economic research and forecasts. *El Acuerdo entre el gobierno y las AFJP por la Deuda Pública en Default*. Informe N° 335. Accesible desde <http://www.econometrica.com.ar/index.php/informes-especiales/275-inf-especial-2004-10-19>.

Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericana (FIEL). *El sistema de jubilaciones en la Argentina. Una evaluación de la reforma y el impacto del default*. ISBN: 987-9329-19-8. Buenos Aires. 2005.

Gómez, Juan Francisco. *Fondo de Garantía de Sustentabilidad del Sistema Integrado Previsional Argentino*. Economía de la Seguridad Social (nota de clase), Facultad de Ciencias Económicas, Universidad de Buenos Aires, Buenos Aires, junio de 2012. Accesible desde: [http://xa.yimg.com/kg/groups/24634231/1888791306/name/GOMEZ+\(2012\)+-+FGS.pdf](http://xa.yimg.com/kg/groups/24634231/1888791306/name/GOMEZ+(2012)+-+FGS.pdf)

Krotoschin, Ernesto. *La colocación de Trabajadores* en Revista La Ley Tomo XXV página 975, Sección Doctrina. Buenos Aires. 1956.

Ministerio Economía de la Nación. Secretaría de Política Económica. *Informe Económico N° 40*. ISSN 1515 5498. 2003. Accesible desde: <http://www.economia.gob.ar/informe/informe40/capitales.pdf>

Ruarte Bazán, Roque y Natiello, Cecilia. *La deformación previsional del federalismo fiscal argentino I. Antecedentes y el caso de la emisión fraudulenta de las obligaciones previsionales, 1943 – 1970*. Córdoba, 2014. Accesible desde <http://blogs.eco.unc.edu.ar/jifp/ediciones-anteriores/analespublicaciones/ano-2014-47-jifp/>

Términe, Alberto. Consultora AGA. 2005. Accesible desde: <http://www.segurosaldia.com/interior/20050801/afjp-canje-de-deuda-y-perdida-de-3-000-millones-de-dolares-para-los-aportantes-informe-hecho-por-un-experto-alberto-termine-ex-siembra/>



La deformación previsional del federalismo fiscal argentino II. El financiamiento del Tesoro Nacional vía la compra inducida de títulos públicos y el uso indebido de los fondos previsionales. 1971 – 2013. by Ruarte Bazan, Roque is licensed under a [Creative Commons Reconocimiento-NoComercial-CompartirIgual 4.0 Internacional License](https://creativecommons.org/licenses/by-nc-sa/4.0/).