



TESIS DE GRADO
EN INGENIERÍA INDUSTRIAL

EFEECTO DE LA ESTATIZACIÓN DE LAS
JUBILACIONES PRIVADAS EN ARGENTINA

Autor: Santiago Fossatti
Legajo: 44099

Director de Tesis
Ing. Rifat Lelic

Año 2009

RESUMEN EJECUTIVO

En este trabajo se analizan e intentan cuantificar los impactos de la reforma al régimen previsional argentino acontecida en el último trimestre del año 2008, en particular centrándose en el aspecto fiscal de la reforma y en las consecuencias observadas en el mercado de capitales y de crédito en la Argentina.

El sistema jubilatorio argentino transitó por diversas etapas desde sus inicios a principios del siglo XX. Inicialmente existía un régimen por gremio, aunque durante la primera presidencia de Perón se instituyó el Sistema de Reparto con cotización obligatoria.

Este sistema entró en crisis a finales de los 80, instalándose en 1993 el régimen de capitalización, en el cual cada aportante al sistema realizaba aportes a una cuenta personal administrada por las AFJP. La ley dictada por el Congreso en diciembre del 2008 transfirió los fondos de las Administradoras Privadas y los flujos de los aportantes a la ANSES.

Muchos análisis fueron realizados acerca de las causas de la medida y consecuencias. Estos análisis en general estuvieron orientados a los aspectos políticos y fiscales de corto plazo. Sin embargo, las observaciones relativas a las consecuencias relacionadas con estos factores fueron en general muy limitadas, mientras que muchos otros factores ni siquiera fueron tratados en los análisis realizados en los seis meses posteriores a la estatización.

Desde el punto de vista fiscal, la medida garantizó al gobierno la suma adicional de \$14.000 millones por año, lo cual le permitió bajar las necesidades de financiamiento para 2009 desde USD9.000 millones hasta USD5.000 millones, baja nada desdeñable, sobre todo si se considera que los mercados internacionales permanecían cerrados desde el año 2005.

El precio pagado por esa mejora fiscal a corto plazo fue un incremento en el pasivo del sistema provisional del Estado argentino de casi USD150.000 millones (50% del PBI en 2008). Para obtener esta cifra este trabajo utiliza un modelo simplificado basado en los pronósticos de estudios realizados a mediados de la presente década. Para que el nuevo Sistema de Reparto alcance el equilibrio, la Argentina deberá mejorar su situación de informalidad laboral. En caso contrario, el Sistema exigirá una financiación pública creciente o la licuación inflacionaria de las prestaciones a los beneficiarios.

En cuanto a las inversiones de las administradoras, las mismas tenían a Octubre del 2008, el 55% de su cartera en títulos públicos, el 9% en plazos fijos, el 9% en acciones, el 6% en títulos valores extranjeros, el 6% en fideicomisos financieros, el 4% en caja, el 2% en obligaciones negociables totalizando \$78 mil millones. El valor de los fondos sufrió durante este mes una caída porcentual de 17% con respecto a Septiembre de 2008, como consecuencia de las caídas de precios en sus principales activos experimentada durante octubre del mismo año.

De los títulos de deuda en cartera, hay que destacar al bono Cuasi-Par, que a Octubre de 2008 representaba el 67% de la tenencia de bonos manejados por las administradoras y el 37% del total de los fondos bajo su órbita. Este título, por disposiciones gubernamentales, era valuado en los Fondos administrados considerando su valor técnico y no de mercado, siendo este último sustancialmente inferior.

La ANSES heredó una participación en las cotizantes argentinas que fue utilizada por el gobierno para la colocación de directores en 22 de ellas.

En cuanto a la participación en el mercado de capitales, en enero del 2008 las administradoras participaban en el 45% de los fondos de inversión del mercado de oferta pública local. Tras la obligación – impuesta por medidas gubernamentales en 2008 - de vender los fondos relacionados con el MERCOSUR, el mercado de fondos decreció notablemente. Por su parte, las AFJP participaron aportando el 75% del dinero recaudado mediante IPO¹ en Argentina en la última década. También aportaron liquidez a las empresas adquiriendo el 32% de las obligaciones negociables emitidas desde 2006 hasta su finalización y en el 38% de los fideicomisos emitidos. En total, los montos participados por las administradoras equivalían al 40% de los montos emitidos.

La administración de la ANSES, en la corta administración corrida desde el fin del año 2008 y el primer semestre de 2009 financió proyectos de interés político, dándole poca importancia a las variables tradicionalmente claves a la hora de definir una inversión.

La justicia argentina, en el escaso tiempo transcurrido emitió resoluciones variadas en cuanto a la legalidad de la medida, aunque desde el punto de vista de los beneficiarios, la nacionalización no representa a priori una menor percepción jubilatoria.

Como conclusión de este trabajo, se afirma que el fin del régimen de capitalización tuvo consecuencias negativas para el país, ya que a cambio de

¹ Ofertas Públicas Iniciales

una mejora fiscal en el corto plazo, se forzó la interpretación legal para expropiar sin indemnizar a los afectados, con el consiguiente impacto en la credibilidad a largo plazo de nuestro país –condición necesaria para alentar la inversión- se perdió la principal fuente de financiamiento del mercado de capitales y se generó un pasivo a largo plazo que pesará sobre las futuras generaciones de argentinos como una carga gravosa. En el futuro decisiones como esta deberán ser fruto de un análisis mas detenido. El sistema previsional no puede ser competencia de un único gobierno, sino que debería surgir de un acuerdo político más profundo, y de un debate con menos contenido de ideología y más contenido de cálculos matemáticos de sustentabilidad a largo plazo.

EXECUTIVE SUMMARY

This work intends to summarize and quantify the impact of the reform to the retirement system in Argentina during the last quarter of the year 2008, specially the fiscal aspects of the reform and the impacts observed in capital markets.

Argentina's retirement system has transformed on numerous occasions since its beginnings. Initially, each work union had its own regime, but during Perón's first presidency a solidary regime was installed.

This regime imploded during the late eighties, and in 1993 a private regime was developed. Under this private regime, each citizen contributed to an individual account administered by an AFJP (Pension Funds Administrations). In behalf of the law enacted by the Congress in December of 2008, all the funds held by the AFJP, and the contributions of the workers were transferred to the ANSES (National Social Security Administration), reinstalling the solidary regime.

Several analyses appeared regarding the causes and consequences of this decision. These analyses were generally oriented to political aspects and to short term fiscal aspects. Works related to the consequences of these factors were shallow, while other important factors were not even considered during the first six months after the nationalization.

Regarding the fiscal aspect, the reform granted the public sector additional incomes for Ps. 14 billion per year, which decreased financial need for the year 2009 from Ps. 9 billion to Ps. 5 billion, considerable amount taking into account international credit markets remained closed to Argentina since 2005.

The price paid for this short term financial gain was an increase in the state's provisional passive in Ps. 150 billion (50% of the country's GDP in 2008). This increase in the passive provisional was obtained using a simplified method based on studies overtaken during the last decade. In order to obtain equilibrium, the new system requires an improvement in work informality. On the contrary, the system will require an increase public financing.

The AFJP had, on October of 2008, 55% of its investment in argentinian Public Debt, 9% in bank deposits, 9% in stocks, 6% in foreign stocks, 4% in cash, and 2% in corporate notes, totalizing Ps. 78 billion. In October 2008, the fund experienced a 17% decrease in its total value, as a consequence of the decrease its main investments experienced during the same period.

Regarding the public debt notes managed by the funds, the Cuasi Par bond represented 67% of the total amount of bonds held, and 37% of the total value of the funds. This bond was valued considering its face value and not its market value, being the latter remarkably lower.

ANSES inherited a participation in over 40 public companies. This participation was used by the government to name chairmen in the board of 22 of these companies.

Until January 2008, AFJP had a 45% share in the local investment funds market. Government imposed policies forced the AFJP to disarm positions in funds related to MERCOSUR, notably decreasing the importance of the funds in local economy. During the last decade, AFJP contributed with 75% of the funds obtained through IPOs in Argentina. They also financed companies by acquiring 32% of the corporate notes and 40% of the “Fideicomisos” available in the local Capital Market during their last 3 years of existence. AFJP amounted for up to the 40% of the financing through capital market in the country.

ANSES, during the first semester of 2009, financed projects of political interest, disregarding traditional variables used in order to decide an inversion.

As a conclusion of this work, the end of the private regime had negative consequences to the country, since in order to obtain a short term fiscal gain, the country's long term credibility – necessary condition in order to receive foreign investments - was compromised, its capital markets main financing source was lost and a long term passive was generated. In the future, political decisions such as this should be subject to tougher analysis. Previsional system should not be changed by a single administration, but a result of a board political alliance, and a debate centered not in political ideology but in fiscal and financial analysis.

TABLA DE CONTENIDOS

INTRODUCCIÓN	1
1. EL SISTEMA JUBILATORIO ARGENTINO	3
1.1 Sistema jubilatorio argentino hasta 1994	3
1.2 El sistema de Capitalización.....	4
1.3 El retorno al sistema de reparto	6
2. ESTADO ACTUAL/IDENTIFICACIÓN DEL PROBLEMA	9
2.1 Análisis Existentes	9
2.1.1. Enfoque político.....	9
2.1.2. Enfoque fiscal	10
2.1.3 Enfoque de Mercado	12
2.1.4 Otros Enfoques.....	13
2.2 Consideraciones/Identificación del Problema.....	14
3. IMPACTO FISCAL.....	16
3.1 Impacto a Corto plazo.....	16
3.1.1 Situación Macroeconómica	16
3.1.2 Posibilidades de Financiación.....	17
3.1.3 Estatización de los Fondos – Superávit y Financiamiento.....	18
3.2 Impactos a largo plazo.....	24
3.2.1 Situación a Octubre del 2008 – Proyecciones 2009	24
3.2.2 Resultados	27
3.3 Consideraciones de un Sistema de Reparto en equilibrio.....	31
4. IMPACTO EN EL MERCADO.....	35
4.1 Inversiones de las AFJP.....	35
4.2 Administración de la ANSES	41
4.2.1 Presentación de Información	42
4.2.2 Deuda.....	43
4.2.3 Participación en empresas cotizantes	46
4.3 Impacto al crédito	54
4.3.1 Financiamiento	54
4.3.2 Fuentes del Financiamiento	55
4.4 Efecto sobre volúmenes y precios.....	66
4.4.1 Precios	66
4.4.2 Volúmenes	72

5. OTROS IMPACTOS	78
5.1 Impacto en los Beneficiarios	78
5.1.1 Argumentos pro-nacionalización	78
5.1.2 Argumentos opuestos a la nacionalización	79
5.1.3 Jurisprudencia.....	81
5.1.4 Conclusión	81
5.2 Empleados de las AFJP	81
5.3 Embargo de los fondos en los EE. UU.....	82
6. CONCLUSIONES	83
BIBLIOGRAFIA	86

INTRODUCCIÓN

Este trabajo trata de analizar y cuantificar el impacto de la re-estatización de las jubilaciones en la Argentina producida en el mes de noviembre del 2008, focalizándose principalmente en sus ramificaciones en el mercado de capitales y sus efectos sobre el crédito, y en las derivaciones fiscales, aunque también considerando los resultados políticos y otros efectos desencadenados.

A raíz de la decisión de nacionalizar los fondos privados en manos de las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP), miembros de los principales partidos políticos, tanto del oficialismo como de la oposición, así como economistas privados, en especial integrantes de consultoras, presentaron distintos análisis sobre los factores políticos, legales y fiscales relacionados con la misma. En general se trató de análisis focalizados en el corto y mediano plazo. Este trabajo está centrado principalmente en el efecto que la decisión tuvo en el mercado de capitales, efecto que fue dejado de lado por los estudios realizados hasta la fecha. También se analizan los efectos fiscales, mencionándose otros factores considerados de relevancia. La clave de este estudio está en la cuantificación aproximada de los efectos anteriormente mencionados, así como el análisis global de los mismos. A su vez se presentan puntos de vista de especialistas de distintas áreas consultados.

Para la realización del trabajo se obtuvo información de los informes mensuales de la Superintendencia de AFJP, de los balances de las administradoras, de información fiscal del Ministerio de Economía y de informes realizados por consultoras privadas. También se utilizaron datos obtenidos de la Bolsa Comercio Buenos Aires (BCBA), de la Comisión Nacional de Valores (CNV) y de las distintas plataformas financieras tales como Bloomberg y Reuters. Información acerca de situación y proyecciones del sistema previsional se obtuvo de publicaciones periódicas y extraordinarias del Ministerio de Trabajo. Por último, otras fuentes fundamentales de información fueron los principales diarios y revistas del país y la opinión personal de especialistas consultados durante las distintas etapas de realización del estudio. Con los datos numéricos obtenidos se realizaron distintos análisis comparativos tanto cuantitativos como cualitativos, entre ellos destacándose volúmenes operados de acciones y bonos, calificaciones de las inversiones realizadas y proyecciones de flujos del tesoro.

Este trabajo está organizado de la siguiente manera: el capítulo 1 presenta, de forma introductoria, un resumen del desarrollo del sistema de jubilaciones y

pensiones en Argentina durante las últimas dos décadas. En capítulo 2 se resume el estado actual de los análisis existentes, realizados tanto desde el punto de vista político como desde el punto de vista financiero. El capítulo 3 describe el impacto fiscal observado en base a las modificaciones en el sistema. El capítulo 4 analiza el impacto en el mercado de capitales en Argentina, enfocándose tanto en la calidad como en el volumen de las inversiones realizadas. En el capítulo 5 se analizan las otras consecuencias significativas no englobadas dentro del análisis realizado en los capítulos anteriores. El capítulo 6 presenta las principales conclusiones de este trabajo.

1. EL SISTEMA JUBILATORIO ARGENTINO

La protección social a los trabajadores en su vejez transitó distintas etapas en la Argentina. A continuación se presenta una breve síntesis de dichas etapas, focalizada en el análisis del Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones, vigente desde julio de 1994 hasta Octubre del 2008 y en la posterior modificación impuesta por la administración de Cristina Kirchner.

1.1 Sistema jubilatorio argentino hasta 1994

i. El Régimen Actuarial

Los primeros seguros sociales se establecieron en 1904 con la ley 4.349 que creó la Caja de Jubilaciones y Pensiones de los Empleados Públicos. Luego, le siguieron la creación de cajas jubilatorias por gremios, basadas generalmente en cálculos actuariales. Estas cajas gremiales eran autónomas y estaban organizadas mediante cálculos financieros efectuados por actuarios que establecieron un sistema de imposiciones mensuales, por período vencido, colocadas a una tasa de interés compuesto. Con esas imposiciones mensuales se constituían fondos para atender las rentas vitalicias diferidas que los afiliados iban a percibir a partir del momento de su jubilación hasta su muerte, la del cónyuge o del hijo incapacitado.

ii. El sistema de reparto

Durante la primera presidencia de Perón el proceso de estatización peronista sustituyó el sistema actuarial de las viejas Cajas Gremiales por el sistema de reparto, con cotizaciones universales y obligatorias. El reparto respetó inicialmente la tradición de documentar los aportes individuales. Inicialmente millones de cotizantes (trabajadores activos realizando sus aportes al sistema jubilatorio) depositaban todos los meses sus aportes y los jubilados eran muy pocos, por lo que sobraba dinero.

Este sistema entro en crisis por diversas razones, fuera de la inflación endémica que carcomió los activos monetarios de las Cajas públicas y gremiales. Por un lado, distintos gobiernos utilizaron los fondos durante crisis financieras para gastos no relacionados con el pago a jubilados. Entre estos casos, Antonio I. Margariti, en su estudio llamado “El sistema jubilatorio argentino estatizado” destaca al mismo Perón tras la crisis de 1952, al gobierno militar de Juan Carlos Onganía en 1967, que entregó las obras sociales a los

sindicatos, concentró a los jubilados en el PAMI y se apropió de las cajas jubילותrias contra entrega de títulos sin respaldo, y al gobierno de Alejandro Agustín Lanusse en 1972.

Por otro lado, los gobiernos democráticos y de facto distribuyeron jubilaciones de privilegio y pensiones graciabes a quienes nunca habían aportado nada. Finalmente, la relación entre cotizantes y beneficiarios se desmejoró aceleradamente, pasando de 6 cotizantes por beneficiario pasivo a 1,3 aportantes por cada jubilado, por lo que los fondos ya no alcanzaron para pagar a quienes reclamaban sus derechos. El sistema de reparto entró en quiebra a principios de la década del 90, con cuantiosas deudas acumuladas que no podían ser pagadas.

Existía una legislación voluntarista que reconocía derechos impagables a los presuntos beneficiarios, que en la práctica recibían jubilaciones y pensiones miserables que representaban una fracción de lo que de acuerdo a derecho les correspondía y ello generaba juicios contra el Estado que invariablemente este perdía, retroalimentando una situación de insolvencia pública y desfinanciamiento.

Los fondos que debían servir para atender a las jubilaciones y pensiones, se habían licuado por la inflación o mal invertido o mal gastado, de manera tal que los aportantes jamás recibían nada semejante al valor de lo aportado más una renta por lo generado desde su aportación, menos los gastos lógicos de una sana administración.

La enseñanza argentina es que da lo mismo aportar que no aportar, trabajar en negro que trabajar en blanco, ya que al final aportantes y no aportantes, trabajadores en negro y trabajadores en blanco, terminaban cobrando las mismas miserables jubilaciones o pensiones, salvo algunos afortunados jubilados de privilegio.

1.2 El sistema de Capitalización

La situación comenzó a solucionarse durante la convertibilidad, con el reconocimiento de las deudas previsionales para todos los beneficiarios y no solo para los litigantes contra el estado, el pago de los compromisos con fondos obtenidos en las privatizaciones de empresas públicas y la emisión de bonos previsionales.

Mediante la Ley 24.241 entró en vigencia el llamado Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones, que abarcaba a todas las personas que se

desempeñaban en funciones privadas o públicas, sin incluir a los empleados provinciales y municipales. Posteriormente, varios de estos empleados se fueron incorporando al régimen nacional.

Este nuevo sistema abarcaba dos regímenes, uno de capitalización y otro de reparto. El régimen de capitalización era administrado por las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP) y regulado por la Superintendencia correspondiente (SAFJP). Se financiaba mediante un mecanismo de capitalización individual, que consistía en la acumulación de los aportes del trabajador en actividad y el producido por las rentas de estos aportes. Las indudables ventajas frente al quebrado sistema de reparto eran la aparición de cuentas individuales de previsión y la creación de fondos fiduciarios independientes del patrimonio de las administradoras. Además en la visión fiscal de largo plazo implicaba que al cabo de cierta cantidad de años la mayor parte de las prestaciones jubilatorias dejaran de depender de los fondos públicos, con el consiguiente alivio de las finanzas oficiales.

El régimen de reparto era administrado por el Estado a través de la Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSES), y estaba basado en el principio de la solidaridad. Las sumas recaudadas por el estado entre los trabajadores y sus empleadores constituyen parte de los fondos para el pago de prestaciones, a los que se les suman la financiación del Estado.

Al comenzar a regir el sistema, debía optarse entre el régimen de reparto y el de capitalización. Los indecisos, aquellos que no optaran, se destinarían al régimen privado. En cualquier momento podría un afiliado al régimen de reparto pasarse al régimen de capitalización, mientras que el camino inverso no era posible.

Financiación del Régimen

Los recursos utilizados para financiar el sistema jubilatorio se conforman por un lado por los aportes de los empleados y por las contribuciones de los empleadores, y por otro lado por la afectación de recursos tributarios utilizados para financiar la Seguridad Social.

El aporte obligatorio para los empleados en Argentina era del 11% del sueldo bruto. Todos los aportes empleados afiliados al régimen de reparto (entre los que se encontraban los empleados públicos) eran destinados al Estado Nacional, mientras que los aportes de los empleados adheridos a alguna administradora iban directamente a la cuenta de capitalización personal en la administradora, previo un descuento de comisiones (alrededor del 2% del Sueldo Bruto) y de seguros (1% del sueldo Bruto).

Por su parte, la contribución patronal era del 16% del sueldo bruto y estaba íntegramente destinada al Estado nacional.

Prestaciones del régimen

Entre las prestaciones del sistema se encontraban:

- **Prestación Básica Universal (PBU):** Tenía por finalidad brindar una prestación mínima a quienes hubieran alcanzado la edad de retiro y hubieran aportado parte de su vida activa. Independiente del monto de los aportes ingresados y renumeraciones percibidas. Era indistinta del régimen seleccionado y estaba a cargo del Estado.
- **Prestación Compensatoria (P.C):** Reconocía los aportes efectuados anteriormente al sistema provisional por aquellos que hubieran alcanzado los requisitos para obtener la PBU. La prestación compensatoria equivalía al 1,5% de cada año con aportes anterior al 1º de Julio de 1994 hasta un máximo de 35 años, calculado sobre el promedio de renumeraciones sujetas a aportes actualizadas. Era independiente del régimen seleccionado y está a cargo del Estado.
- **Prestación adicional por permanencia (P.A.P.):** Beneficio para aquellos afiliados que optaban por el régimen de reparto. El monto de esta prestación era del 0,85% sobre el promedio de renumeraciones sujetas a aportes por cada año de servicio con aportes posteriores a 1994. Su pago también se encontraba a cargo del Estado.
- **Jubilación Ordinaria (J.O.):** Propia del régimen de capitalización. Guardaba relación con el saldo de la cuenta de capitalización.
- **Otras Prestaciones:** Jubilación por edad Avanzada (requería menos años con aportes, pero mayor edad mínima), Retiro Por Invalidez y Pensión por fallecimiento

1.3 El retorno al sistema de reparto

En febrero de 2007, el gobierno de Néstor Kirchner había persuadir convencer a los cotizantes para que abandonaran el sistema privado de capitalización y pasaran al sistema de reparto que él ofrecía. Para ello se dictó la Ley de “Libertad de elección previsional” y se elevó el PAP al 1,5%. Sin embargo la medida tuvo poco éxito ya que únicamente 10% de los afiliados al sistema de capitalización eligieron el traspaso a la ANSES, mientras que el resto se mantuvo en las AFJP.

Adicionalmente a esta medida la ley ordenó que todos los cotizantes del sistema privado mayores a 50 años y con fondos de capitalización menores a \$20.000 fueran traspasados al sistema de reparto. Esta moratoria permitió al gobierno nacional hacerse de \$7 mil millones en activos, que se contabilizaron para ayudar a generar el superávit fiscal del ejercicio 2007, pero como contrapartida adquirieron las deudas provisionales con los propietarios de los fondos traspasados.

El 20 de octubre del 2008, el gobierno nacional argentino anunció la presentación de un proyecto de ley al Congreso para la finalización del sistema de capitalización que fue sancionado el 20 de noviembre. Mediante la mencionada ley se creó el Sistema Previsional Integrado Argentino (SIPA) que será, en adelante, la única opción posible de cobertura previsional para todos los trabajadores.

Esta Ley dispuso que “los servicios prestados bajo relación de dependencia o en calidad de trabajador autónomo correspondientes a los períodos en que el trabajador se encontraba afiliado al régimen de capitalización serán considerados... como si hubiesen sido prestados al régimen previsional público” (art. 3°).

Además, “Los beneficios de jubilación ordinaria, retiro por invalidez y pensión por fallecimiento que a la fecha... sean liquidados por las administradoras de fondos de jubilaciones y pensiones bajo las modalidades de retiro programado o retiro fraccionario serán pagados por el régimen previsional público... Estas prestaciones en lo sucesivo tendrán la movilidad prevista en el artículo 32 de la Ley 24.241 y sus modificatorias”, o sea en régimen de movilidad que se había sancionado unos meses antes (art. 4)

“Los beneficios del régimen de capitalización que a la fecha se liquiden bajo la modalidad de renta vitalicia previsional continuarán abonándose a través de la correspondiente compañía de seguros de retiro” (art. 5).

Más adelante, el artículo 7 de la Ley determinó “transfiéranse en especie a la ANSES los recursos que integran las cuentas de capitalización individual de los afiliados y beneficiarios al régimen de capitalización... Dichos activos pasarán a integrar el Fondo de Garantía de Sustentabilidad del Régimen Previsional Público de Reparto creado por el decreto 897/07”.

De esta manera la administración pública comenzó a recibir los flujos de aportes personales de los afiliados que hasta ese momento iban a las administradoras privadas (y pasó a ser titular de una gran masa de activos que estaban acumulados en las cuentas individuales de capitalización).

Para conseguir el apoyo necesario para la aprobación parlamentaria del proyecto, se introdujo una modificación que indicaba que los fondos que ingresaran de las administradoras privadas a la ANSES solo podrán ser utilizados para el pago de jubilaciones y pensiones. También se asentó que la ANSES debería emplear a los trabajadores de las AFJP.

1.4 Conclusiones

Como se ve en el resumen anterior, en la historia del sistema jubilatorio argentino, los aportantes se vieron constantemente perjudicados por gobiernos que, en épocas de crisis, decidieron hacer uso de los fondos para gastos no relacionados con el pago de jubilaciones.

En el caso del SIJP esto se vio evidenciado con la caída de la convertibilidad, cuando el Estado obligó a las AFJP a suscribir títulos públicos que luego fueron defaulteados. Así y todo, el sistema de fondos fiduciarios independientes fue lo suficientemente sólido como para que pudiera exhibir generar un vasto capital, que llegó a reconocer rendimientos nominales del 13,9% anual, y que siempre dieron ganancias a los afiliados excepto en el año 2008, cuando los Fondos administrados tuvieron rentabilidad negativa como consecuencia de la abismal caída de los títulos públicos argentinos.

Es destacable que en 26 años de funcionamiento, las AFJP chilenas llevan acumulados 92,4 miles de millones de dólares, tres veces más que nuestras administradoras, pero gozan del derecho a decidir dónde hacer sus inversiones, por lo que han logrado exportar capitales chilenos a los principales países de América Latina incluyendo Argentina.

Más allá de las ideologías, el sistema chileno ha generado solvencia fiscal de largo plazo, al reducir la contingencia estatal de pagos al sector pasivo en el futuro y ha generado un stock de fondos que contribuyeron a crear un mercado de capitales en un país que no lo tenía.

2. ESTADO ACTUAL/IDENTIFICACIÓN DEL PROBLEMA

La decisión de estatizar los fondos del sistema previsional argentino despertó un amplio apoyo en los sectores del oficialismo, opiniones disímiles de la oposición política, el periodismo y el sector privado empresarial y un fuerte rechazo entre los principales economistas y las entidades y personas relacionadas con el mercado de capitales.

En consecuencia, múltiples análisis acerca de los efectos desencadenados por la modificación en el régimen jubilatorio fueron realizados. Estos análisis se enfocaron en la distinción de las causas y consecuencias derivadas de la mencionada modificación.

A continuación se presenta un resumen de los análisis existentes a la fecha de realización de este trabajo, discriminado por el enfoque principal de cada análisis en particular.

2.1 Análisis Existentes

2.1.1. Enfoque político

Tras enviar al congreso el proyecto para reemplazar el Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones (SIJP) con el Sistema Integrado Provisional Argentino (SIPA) la presidente Cristina Fernández anunció que se trataba de una “decisión estructural”, implementada como un efecto de la crisis financiera internacional. Hizo hincapié en el contexto de Estados adoptando una política de protección hacia los bancos y negó que se tratara de una maniobra de su gobierno para “hacerse de caja”.

Posteriormente, la presidenta criticó la administración privada, acusándola de “timbear” el dinero de los jubilados mediante la inversión de \$3.742 en mercados a futuro.

Por su parte, y desde la oposición, el fin de las jubilaciones privadas fue visto como una maniobra del gobierno para saquear los fondos de las jubilaciones. Así opinaron públicamente los diputados Federico Pinedo (PRO) y Elisa Carrió (Coalición Cívica).

Posteriormente, distintos partidos opositores, entre los que se destaca la UCR, que apoyó la instauración del sistema privado desde los 90, dieron su apoyo a la medida en el Congreso con la inclusión de una serie de cambios en el

proyecto inicial presentado por el gobierno. El principal cambio sugerido fue la “intangibilidad” declamativa de los fondos de la ANSES.

El presidente de la Unión de AFJP, Sebastián Palla afirmó que la medida fue factible políticamente debido a que las Administradoras no gozaban de la popularidad suficiente como para iniciar un reclamo similar al que realizó en su momento el sector agropecuario.

Alfonso de Prat Gay, dirigente de la Coalición Cívica y ex presidente del Banco Central de la República Argentina, dio a conocer un estudio detallado crítico del régimen privado. Entre sus principales cuestionamientos destaca que las altas comisiones pagadas eran utilizadas para financiar una fuerza comercial sin un gran valor agregado para el afiliado, ya que las administradoras en general tomaban decisiones de inversión similares. A su vez, la obligación de invertir más del 50% de las carteras en bonos oficiales se contradecía con el perfil de riesgo buscado para un fondo de pensión.

Ya en el mes de noviembre, y con el proyecto aprobado por el parlamento, Joaquín Morales Solá, analista político, afirmó que con esta medida la Argentina se alejó de los mercados internacionales al “romper las reglas de juego previsible y desconocer el derecho de propiedad”, agregando que lo único que obtuvo el gobierno con esta medida fue el flujo mensual de los aportes jubilatorios, aunque con la responsabilidad de liquidar las jubilaciones anteriormente a cargo de los fondos privados. También remarcó que desde Perón, ningún gobierno pudo evitar usar los recursos reservados para los futuros jubilados.

2.1.2. Enfoque fiscal

El enfoque fiscal fue citado continuamente como la principal causa de la estatización de los fondos jubilatorios. Como se vio en el Enfoque Político, quienes se encontraban en contra del proyecto remarcaban la apropiación de los fondos y los flujos como la principal razón para la decisión del gobierno

Según trabajos realizados por las consultoras especializadas Econométrica y MyS Consultores, antes de tomar la decisión de estatizar las jubilaciones, para el 2009 el gobierno argentino afrontaba vencimientos de su deuda externa (tanto de capital como de interés) por USD14 mil millones. Según estos estudios, el flujo de fondos provenientes de los aportes jubilatorios de los ex afiliados a las AFJP será durante 2009 de \$15.000 millones lo que elevó las estimaciones del Superávit Fiscal en un 50%. También agregaron que aún con los ingresos adicionales provenientes de los fondos, el gobierno alcanzaría a cubrir solo un tercio de las necesidades adicionales de financiamiento calculadas para el 2009.

En ambos casos mencionaron que las expectativas de evitar un default no mejoran, considerando que estos fondos son en pesos y los pagos de deuda en dólares, los mercados financieros se le encuentran vedados a la Argentina - su última colocación fue un bono en dólares a Venezuela con tasas del 15%- y el gobierno no desea perder su stock de reservas internacionales en poder del Banco Central.

Por otro lado, el acuerdo en el Congreso para la nacionalización de los fondos privados quitó al gobierno actual la posibilidad de disponer de los fondos acumulados por las AFJP, por lo que solo el flujo podrá estar disponible para el pago de deuda, no pudiendo utilizar el Gobierno ni la caja en poder de las administradoras, ni su cartera de acciones y fondos en dólares. A ello se le suma la decisión del juez norteamericano Griessa de embargar las tenencias accionarias radicadas en los Estados Unidos debido a un pedido de los “Hold Outs” que no participaron del canje de deuda en el 2008.

Un informe privado publicado por Bein&Asociados calculó que la caída en los pagos de deuda externa tras el traspaso de los fondos a la ANSES fue de un 8 por ciento, equivalente a US\$1.600 millones.

Ante la casi unificada crítica de los economistas argentinos, los integrantes del “Plan Fénix” apoyaron la medida, aunque advirtieron que será necesaria una administración “transparente y criteriosa” de los fondos. A su vez aseguraron – sin dar mayores precisiones- que la estatización permitirá un nivel de ingreso a futuro que el sector privado no fue capaz de garantizar.

Según el diario *Ámbito Financiero*, el incremento interanual de más del 20% observado en la recaudación del mes de diciembre de 2008 fue consecuencia principalmente de los \$1.000 millones correspondientes a los ingresos previsionales nuevos que contabilizó la Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP). Sin este incremento, el crecimiento observado hubiera sido de 14,9%, que se compara con los incrementos de hasta 35% que se venía observando durante el año.

Un reporte presentado por Silvia Stang en marzo de 2009 afirma que las licitaciones de préstamos colocados en instituciones financieras locales fueron los únicos movimientos de fondos publicados por la ANSES. Este organismo no informa sobre sus inversiones ni su composición total ni su valor ni sus resultados financieros. Es por ello, concluye el reporte, que el gobierno cuenta con una caja de \$100.000 millones sobre la que no se cuenta con control alguno.

En varios de los trabajos mencionados en este apartado, especialmente en aquellos que se oponen a la medida tomada por el gobierno argentino, se hace

mención al costo adicional de deuda con los futuros jubilados contraído por el gobierno, presentando distintas estimaciones al respecto. A su vez afirmaron que no es posible considerar un fracaso el sistema privado porque necesita al menos una generación para ser evaluado, agregando que se desperdiciaron los 15 años de aportes realizados.

2.1.3 Enfoque de Mercado

Ni bien se dio a conocer la noticia de la posible estatización de los fondos privados, los principales participantes del mercado de capitales argentino salieron a afirmar que esta decisión reduciría el mercado financiero y contraería el crédito.

El mismo 20 de octubre las acciones locales cayeron un 7% y la caída registrada en los bonos de Deuda Pública cayeron hasta un 12%, según afirmó Javier Blanco en “La Nación”. En un día en que las bolsas internacionales habían experimentado grandes subas los bancos locales fueron los más afectados con caídas de entre el 10% y 15%. A su vez diversos analistas notaron, aunque el propósito del Gobierno sería erradicar el fantasma de un nuevo default, todos los indicadores de riesgo financiero alcanzaron máximos. Cerró a 1385 la tasa de riesgo país (como en la antesala de la crisis de 2001) y se elevó a 2900 puntos el costo del seguro contra otra eventual cesación de pagos de la Argentina.

En un artículo titulado: “La city se queda sin su gran motor”, el Cronista destaca que las AFJP suscribían una gran proporción de los fideicomisos de deuda pública y privada y a su vez cumplían un rol clave para los fondos comunes de inversión (con hasta un 30% de participación). El reporte menciona que las empresas que deseen colocar nueva deuda deberán recurrir a la ANSES. Por último también menciona la participación de los fondos en el capital social de varias empresas, que llegaba a superar el 20% en algunos casos.

Gustavo Cañonero, director de McKinsey & Company, afirmó en una entrevista que con el fin de las AFJP desaparecería el principal financiador a largo plazo del país. A su vez afirmó que la financiación a largo plazo es el principal problema de la Argentina.

Esta visión fue compartida por distintos gerentes legales de las principales empresas en Argentina, consultados por el periódico El Cronista Comercial. Todos coincidieron que las fuentes de financiación para el 2009 son inciertas, y que la complejidad del ingreso de inversores extranjeros hará la transacción aún más difícil.

Tanto los operadores como las principales sociedades de bolsa señalaron que el efecto observado fue una merma en los negocios de acciones en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, siendo los títulos menos perjudicados Tenaris y Petrobras de Brasil, empresas consideradas ajenas al riesgo argentino, que concentraban a marzo del 2009 más de la mitad de las operaciones.

Apenas se hizo con los fondos de las administradoras, y para evitar críticas como las mencionadas anteriormente, el gobierno se comprometió a mantener los plazos fijos que poseía en Bancos y a no desarmar inmediatamente las posiciones en acciones de las empresas que tenían los fondos, sino hacerlo gradualmente y en un plazo de cinco años. También afirmaron que la medida de estatizar los fondos no implicó el fin del mercado de capitales argentino.

La presidencia de la nación, por su parte, informó una inversión de US\$1.000 millones de la ANSES en el ferrocarril Sarmiento, insistiendo que el organismo continuará invirtiendo parte de sus recursos en el financiamiento de obras.

El titular de la ANSES, Amado Bodou, afirmó a principios de noviembre del 2008 que el crédito para el consumo doméstico iba a ser sostenido por la institución que el preside.

2.1.4 Otros Enfoques

Muchos otros análisis que fueron realizados desde el fin del régimen de jubilaciones privadas, abarcando los distintos temas que no fueron mencionados anteriormente en esta sección. Se trata de análisis menos relevantes para el enfoque del presente estudio, pero cuyas observaciones revisten una importancia no menor que permite un entendimiento global del problema tratado. En particular se destacan los trabajos orientados hacia consecuencias sociales y legales de la estatización.

En un artículo publicado en el matutino *Ámbito Financiero*, Enrique Szewach se refirió a un “atropello institucional”, en el cual el derecho a elegir fue violado por el gobierno. Haciendo mención a la decisión entre el régimen previsional y el estatal llevada a cabo a principios del 2007, afirma que tanto el poder ejecutivo como el legislativo ignoraron el parecer de sus representados.

Entre los especialistas en derecho constitucional consultados, se destaca la opinión de Máximo Bombchil, socio del Estudio M&M Bomchil, que hizo referencia al artículo 82 de la ley 24.241 que creó el régimen, en el cual se asienta que *‘el fondo de jubilaciones y pensiones es un patrimonio independiente y distinto del patrimonio de la administradora y que pertenece a los afiliados’*. Asimismo, el artículo 85 de la ley dispone que *‘los derechos de copropiedad de cada uno de los afiliados o beneficiarios y del fondo de*

jubilaciones y pensiones respectivo serán representados por cuotas de igual valor y característica. Es el parecer de Bomchil que la estatización de los fondos pertenecen al afiliado y que el estado no puede apropiarse de los fondos sin previa indemnización, comportamiento en clara oposición al artículo 17 de la Constitución Nacional que dice que “la propiedad es inviolable y ningún habitante de la Nación puede ser privado de ella, sino en virtud de sentencia fundada en ley. La expropiación por causa de utilidad pública, debe ser calificada por ley y previamente indemnizada”

Por su parte, Horacio Liendo, ex Secretario Legal del Ministerio de Economía durante la primera presidencia de Menem, consideró la decisión como un saqueo a la población. También afirmó que las empresas que poseían participación en los fondos podrían recurrir a los tratados de protección recíproca de inversiones, pudiendo terminar en el CIADI (Centro Internacional de Arreglo de Diferencias Relativas a Inversiones)

Como ya se dijo, en respuesta a un pedido de tenedores de bonos que reclaman a Argentina el pago de US\$553 millones de deuda defaultada, el juez federal de Nueva York, Thomas Griessa, congeló los fondos de inversión que las AFJP tenían depositados en los Estados Unidos

Otro efecto desencadenado por la situación fue la situación laboral de los 10.000 empleados de las administradoras. Inicialmente, el gobierno propuso que tanto la ANSES como la AFIP absorberían a la totalidad de los trabajadores hasta un cierto rango.

2.2 Consideraciones/Identificación del Problema

Pese a la existencia de varios análisis fundamentando opiniones acerca de la nacionalización del sistema jubilatorio, muchos de los aspectos con mayor impacto fueron tratados de forma tangencial o desde un punto de vista muy acotado.

El furor mediático que siguió a la medida inicialmente, contando con una amplia cobertura en medios gráficos y visuales, fue disminuyendo luego de la aprobación del congreso, hasta quedar apartado de los análisis políticos. A su vez la incertidumbre en la economía internacional, con las mayores potencias del mundo en recesión, sumada a la volatilidad política local, fue desviando la atención del público.

Por esta razón la mayoría de los análisis existentes fueron realizados en un intervalo de un mes, con lo que la apreciación de las consecuencias posteriores fue dejada de lado.

El problema identificado para la realización de este trabajo fue, entonces, el de la inexistencia de un tratamiento global de las consecuencias de esta decisión. Entre los principales temas no identificados podríamos mencionar:

- Análisis Detallado de los Impactos a Corto Plazo. Efecto en las necesidades financieras para 2009 y años posteriores.
- Estudio del Impacto a Largo Plazo. Deuda con los aportantes.
- Inversiones de las AFJP
- Participación de las AFJP en el mercado de capitales. Porcentajes de participación en fideicomisos, bonos, suscripciones. Participación de la ANSES.
- Utilización de las acciones de las empresas privadas por parte de la ANSES como palancas políticas oficiales insertadas en las grandes sociedades cotizantes del mercado.

3. IMPACTO FISCAL

Esta sección intenta reconocer los principales aspectos relacionados con el impacto fiscal de la decisión del gobierno. Inicialmente se demostrará que el impacto a corto plazo fue positivo y considerable, tanto para el superávit fiscal del gobierno como para las necesidades de financiación, pero luego se mostrarán evidencias que demuestran que el impacto a largo plazo fue netamente negativo y muchísimo mayor que el impacto a corto plazo.

3.1 Impacto a Corto plazo

3.1.1 Situación Macroeconómica

Luego de un período de crecimiento record entre los años 2003 al 2007, con una tasa promedio del 9%, durante el 2008 el Producto Bruto Interno (“PBI”) tuvo un crecimiento del 7% anual según el INDEC, y del 3.5% según estimaciones privadas.

El crecimiento para el primer semestre fue de 8,2% anual, pero para el segundo semestre la economía del país se vio afectada por el contexto internacional, experimentando una fuerte desaceleración en su expansión. El crecimiento fue de 6,9% en el tercer trimestre y 4,9% en el cuarto trimestre, que a su vez mostró una caída de 0,3% respecto al trimestre previo. Esta caída de la economía en general se vio reflejada principalmente en la demanda doméstica, que en los últimos meses del año mostró una desaceleración importante.

Durante el 2008 los llamados superávits gemelos -la balanza comercial y el superávit fiscal- se mantuvieron todavía en valores positivos pero demostrando claramente una desmejora con respecto a los años anteriores. La Figura 3.1 muestra como en el pasado una situación en la que ambos superávits se mantienen en niveles negativos fue un anticipo de una crisis en el corto plazo.

Fue ese contexto el que puso en duda la salud financiera de Argentina, que hasta el momento parecía dotada de una solidez excepcional. Lo que más preocupaba a los analistas especializados eran los fuertes vencimientos que afrontaba el país durante los años venideros, sobre todo si se considera las dificultades para obtener financiación, que serán descritas a continuación.

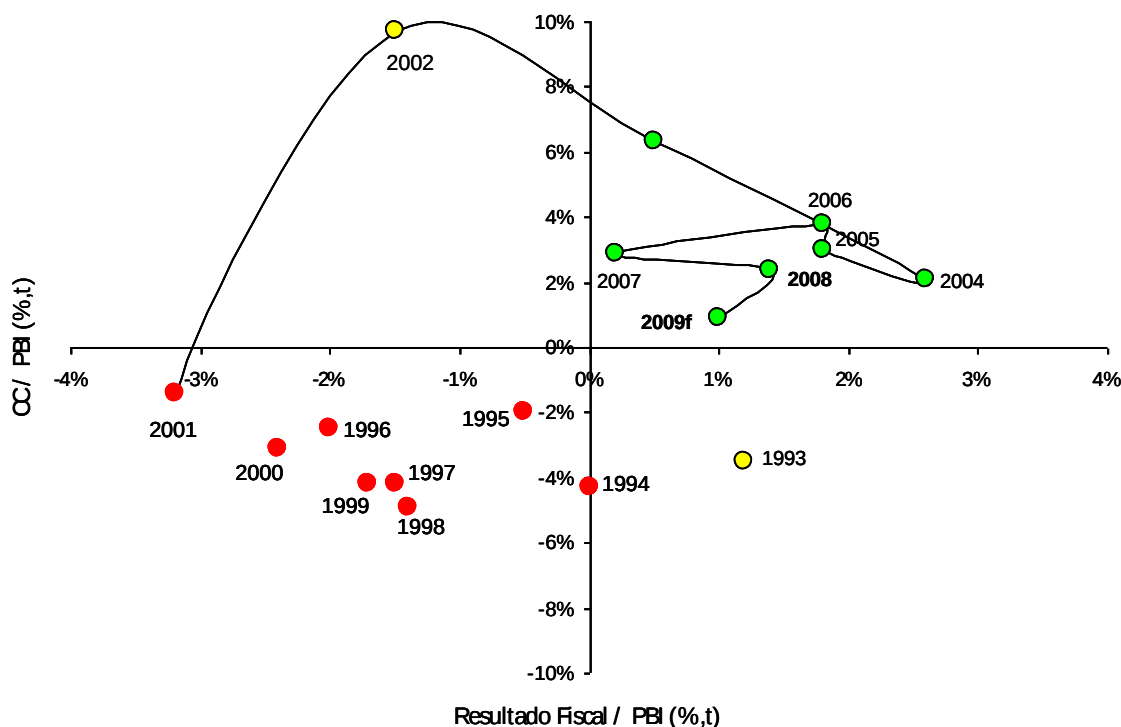


Figura 3.1 - Superávits Gemelos
(Fuente: Ministerio de Economía)

3.1.2 Posibilidades de Financiación

Desde el canje de deuda de 2005 los mercados internacionales de crédito permanecieron cerrados para la Argentina, por lo que hasta mediados del 2008 el gobierno venía enfrentando sus vencimientos principalmente con adelantos del Banco Central, Letras del Tesoro y colocaciones de Bonos con Venezuela. Sin embargo, los fuertes vencimientos de deuda en dólares concentrados en los años 2009 y 2010 pusieron en jaque este modelo.

Desde la caída de los precios internacionales del petróleo Venezuela, que le prestaba a Argentina a tasas similares a las observadas antes de la crisis del 2001, experimentó un fuerte deterioro fiscal y dejó de ser una alternativa para el financiamiento. A su vez, los adelantos del Central y las Letras del Tesoro constituyen una fuente de financiamiento en pesos, aunque su conversión a la moneda norteamericana para afrontar los compromisos internacionales presiona el mercado de cambios, produciendo un efecto combinado de caída de reservas y devaluación del peso.

Es por ello, y que con la intención de asegurarse un incremento de sus ingresos en dólares, en marzo de 2008 el gobierno intentó modificar por decreto la alícuota impositiva de exportación de los *commodities* agrícolas, convirtiéndola en una alícuota móvil. Esta medida, que le garantizaría al

gobierno ingresos adicionales por USD1.700 millones resultó sin embargo en una derrota en el plano político, ya que el Congreso votó en contra de la misma tras una fuerte presión de la sociedad.

En el mes de septiembre del 2008, y como otra alternativa de financiación, el gobierno intentó llegar a un acuerdo con denominados “hold-outs”, acreedores de la Argentina que no participaron en el canje de 2005. La propuesta argentina ofrecía una nueva refinanciación mediante una emisión de títulos con liquidez en el mercado a cambio de una prima en efectivo. Finalmente, no se pudieron acordar condiciones satisfactorias para ambas partes y esta medida también fracasó.

Tras estos dos intentos mencionados, sobrevino el momento más duro de la crisis internacional de los mercados mundiales, momento en el que la actividad industrial en Argentina experimentó una importante caída, lo que combinado con la caída del precio de los *commodities* ponía en riesgo la recaudación impositiva, principal fuente de ingresos del gobierno. A principios de Octubre del 2008, el precio internacional de la tonelada de Soja era de USD390, 25% por debajo del precio promedio durante los primeros seis meses del año: En caso de que estos precios se mantuvieran estables, esto le significaría al gobierno una reducción de sus expectativas de recaudación de USD4.500 millones durante 2009.

3.1.3 Estatización de los Fondos – Superávit y Financiamiento

Fue entonces cuando el gobierno anunció la estatización de los fondos provisionales. De esta forma se aseguró el ingreso de los aproximadamente \$1.220 millones por mes que las AFJP recibían de sus aportantes. Contabilizando 13 meses por año por el aguinaldo, el total que ingresaría al gobierno como consecuencia de esta medida ascendía a \$16 mil millones, con un incremento en el gasto de la seguridad social de tan solo \$2 mil millones. La apertura del cálculo realizado para obtener estos valores se encuentra en la siguiente sección de este capítulo (3.2.1 Situación a Octubre del 2008 – Proyecciones 2009).

Los efectos fiscales de esta medida fueron inmediatos. Para el mes de diciembre, primer mes tras la aprobación parlamentaria de la ley de estatización de los fondos, se observó un crecimiento de los ingresos generados por Seguridad Social del 74% con respecto a Diciembre del 2007, mientras que los gastos en ese rubro solo se incrementaron un 10% en el mismo período. Para el mes de enero el incremento en la recaudación por Seguridad Social fue del 84%.

En la Figura 3.2 puede observarse claramente la caída experimentada en el crecimiento interanual de los recursos tributarios durante los últimos meses del 2008, que pasaron de crecer alrededor del 45% interanual hasta octubre al 13% interanual en Noviembre. A su vez, también se identifica la evolución del gasto primario, el gasto sin considerar el pago de intereses de deuda, que se mantuvo en tasas de crecimiento elevadísimas, casi sin morigerarse por el impacto de la crisis. Por último puede apreciarse el importante rol que tuvo el crecimiento de la recaudación relacionada con la seguridad social sosteniendo la recaudación total del sector fiscal argentino.

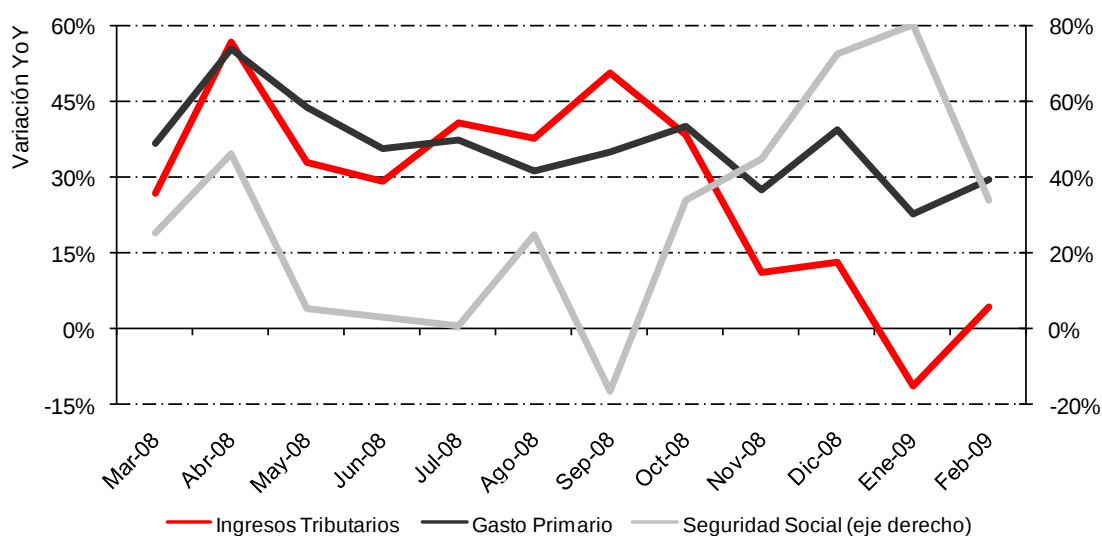


Figura 3.2 - Evolución Ingresos y Gastos Fiscales
(Fuente: Ministerio de Economía)

Para aproximar el efecto que la nacionalización tuvo en las necesidades de financiamiento para el año 2009, y para años posteriores, es primero necesario poseer estimaciones del Superávit Primario para esas fechas. Estimaciones confiables para el 2009 se obtuvieron utilizando los registros del R.E.M. (Relevamiento de Expectativas de Mercado) del Banco Central, en el que las principales instituciones del sector financiero aproximan las variables más significativas de la economía local para el futuro cercano. Por su parte, las estimaciones existentes acerca de resultados de años posteriores al 2009 son aproximaciones y se toman para establecer un orden de magnitud.

La teoría macroeconómica señala que para calcular el Superávit Primario es necesario conocer los ingresos totales y gastos corrientes del gobierno. Los ingresos se dividen en ingresos tributarios, contribuciones de la seguridad social y otros ingresos. Los gastos corrientes corresponden a gastos de consumo y operación, prestaciones de la seguridad social y transferencias corrientes, estas últimas son subsidios al sector privado y al sector público. Una

vez que se obtiene el Superávit Primario, deben deducirse los intereses de la Deuda para obtener Superávit Fiscal.

Pese al crecimiento observado con respecto al Superávit año tras año desde 2003, en términos del PBI este se encuentra en claro retroceso desde el 2004. Sin considerar los recursos de las AFJP en 2009 las estimaciones situaban el superávit en apenas 1,1% del PBI, un nivel que se asemeja más al del 2002, cuando el país recién salía de la crisis, que al que se viene observando en los últimos años, como puede observarse en la Figura 3.3.

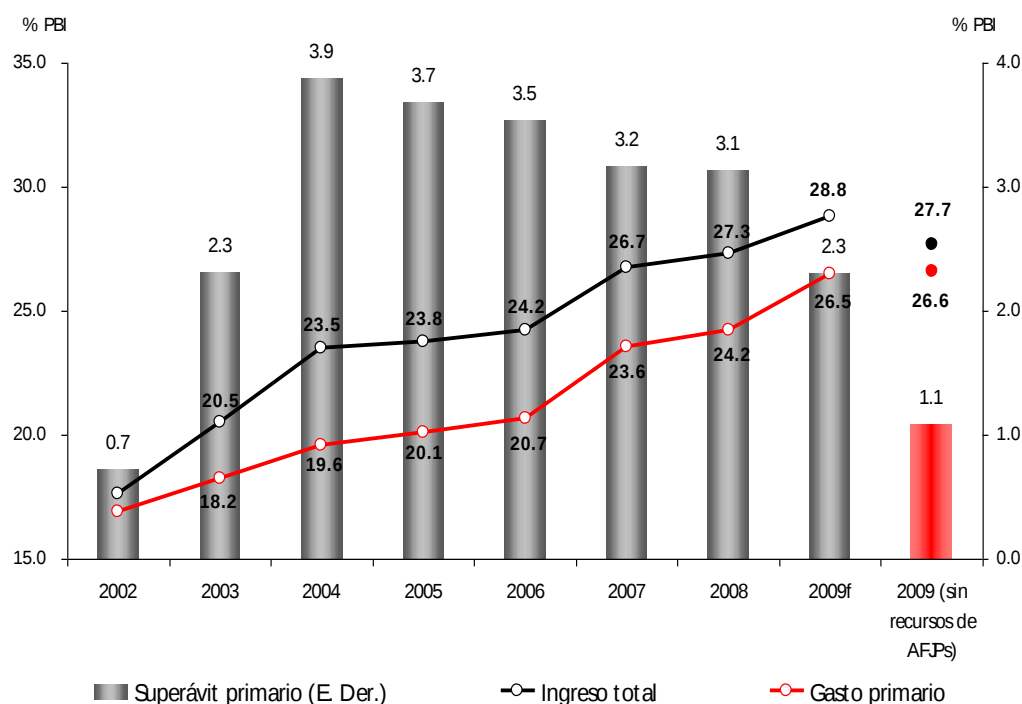


Figura 3.3 – Superávit Primario 2002 a 2009 (E)
(Fuente: Ministerio de Economía/B.C.R.A)

Durante todo el 2008, los Ingresos Totales del sector público alcanzaron los \$219.134 millones, 33% por encima de los ingresos en 2007. Para 2009 se esperaban a fines de los 2008 ingresos totales por \$256.000 millones, lo cual representaría un crecimiento interanual de 16%. Eso quiere decir que sacando el crecimiento adicional de los ingresos por Seguridad Social garantizado tras la estatización del sistema jubilatorio, este incremento hubiera sido de sólo 9,5%.

Por su parte una estimación conservadora del gasto corriente, que en 2008 creció un 35% i/a., lo situaba en \$230.000 millones, con un incremento interanual del 22%. En la Tabla 3.1 pueden observarse los escenarios de crecimiento con y sin estatización para el 2009 con las estimaciones manejadas en el último trimestre del 2008, apreciándose el impacto fiscal de la medida.

Sector Fiscal Argentino 2007-2009				
Rubro	FY2007	FY2008	FY2009e	FY2009e (sin est.)
Ingresos Totales	164.074	219.134	256.000	240.000
-Seguridad Social	44.721	54.694	74.000	58.000
Gastos Corrientes	138.355	186.606	230.000	228.000
Superavit Primario	25.719	32.529	26.000	12.000
- %PBI	3,2	3,1	2,3	1,1
Intereses	-	17.874	21.000	21.000
Superavit Fiscal	-	14.655	5.000	-9.000

Tabla 3.1 - (Fuente: Ministerio de Economía/B.C.R.A.)

Sin los ingresos adicionales generados por la estatización, el Superávit Primario hubiera sido de tan solo \$12 mil millones, 1,1% del PBI. A su vez, como consecuencia de la concentración de vencimientos de Deuda y por primera vez desde el 2004, se hubiera observado un déficit fiscal de \$9 mil millones.

Ya contando con un cálculo aproximado del superávit primario para 2009 es posible calcular las Fuentes y Usos que el gobierno posee para ese período. Las fuentes son, entre otras, el mismo superávit y nuevas financiaciones, mientras que los usos son los pagos de intereses y capital de deuda y las transferencias a las provincias.

El cálculo de los vencimientos se obtiene en base a información publicada por el Ministerio de Economía. A la hora de calcular los vencimientos no se tienen en cuenta los Adelantos con el Banco Central ni las Letras con el tesoro, ya que se descuenta que estos prestamos intra-sector público serán fácilmente renovados. También se agregó al cálculo el vencimiento de los cupones del PBI., estimado en USD1.300 millones para Diciembre del 2008 y USD1.900 millones en Diciembre 2009. De esta forma, durante el 2009 se esperaban en total vencimientos de capitales por USD8, 4 mil millones y vencimiento de interés por USD6 mil millones. La Figura 3.4 da un detalle de los vencimientos de deuda esperados para el 2009 y 2010.

Una vez calculadas las Amortizaciones e Intereses de la deuda, es posible obtener el cuadro de Usos y Fuentes para el 2009. En la Tabla 3.2 puede observarse la reducción de las necesidades de financiamiento para 2009 a Diciembre, cuando se lo compara con la situación a Septiembre, es decir antes de la nacionalización, en casi un 50% o USD4,7 mil millones.

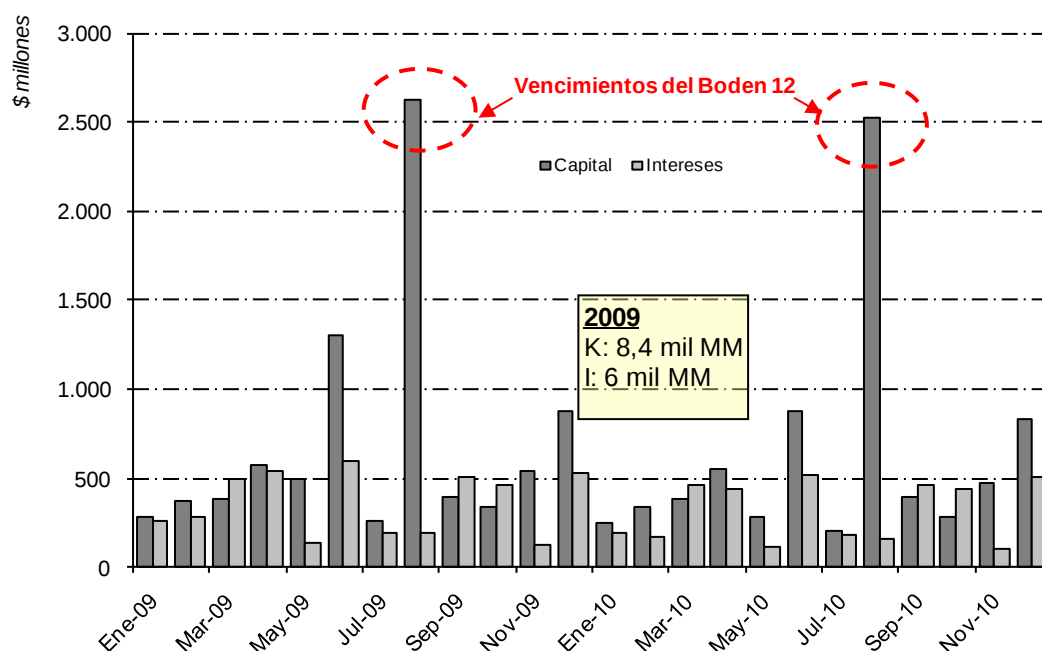


Figura 3.4 - Vencimientos 2009-2010
(Fuente: Ministerio de Economía)

Este efecto es principalmente consecuencia de una suba en el superávit primario esperado en USD3,5 mil millones por los mayores aportes a la seguridad social. A su vez, y como se verá en el capítulo que analiza las tenencias de deuda de las administradoras (Sección 4.2.1-Deuda), los bonos en poder de las mismas totalizaban USD1.200 millones de vencimientos de capital e intereses durante el 2009.

Necesidades de Financiamiento 2009			
	Sep-08	Dic-08	Mar-09
Usos	15.900	14.700	13.700
Amortizaciones	8.300	7.600	6.600
Intereses	6.100	5.600	5.600
Neto. Pcias.	1.500	1.500	1.500
Fuentes	6.400	9.900	11.400
Superávit Primario	3.500	7.000	5.500
Ols	1.300	1.300	4.300
Otras Fuentes	1.600	1.600	1.600
Saldo a Financiar	9.500	4.800	2.300

Cifras en USD MM

Tabla 3.2 - (Fuente: R.E.M.)

La reducción de las necesidades de financiamiento desde USD9.500 millones a USD4.800 millones es, sin lugar a dudas, la principal razón por la que el gobierno decidió finalizar con el régimen jubilatorio privado. Tras esta medida, y considerando las limitaciones al acceso al mercado internacional mencionadas

anteriormente el gobierno salvó una situación apremiante. Esto, sin embargo, tuvo un costo altísimo en el largo plazo que se analizará detenidamente en la siguiente sección.

En Febrero de 2009 la administración forzó a las instituciones financieras locales a un canje de los Prestamos Garantizados que tuvo un efecto positivo en el Saldo a Financiar de USD1.000 millones durante 2009, año en el que se concentraban gran parte de los vencimientos de estos títulos. A cambio de los Prestamos Garantizados, los acreedores obtuvieron deuda pública a mayor plazo, extendiéndose la vida promedio de los vencimientos en casi 3 años.

Finalmente en Marzo de 2009, Organismos Internacionales, principalmente el FMI, permitieron a la Argentina acceder a una línea de crédito por USD3.000 millones. Esto, sumado al canje de de los Prestamos Garantizados, redujo las necesidades de financiamiento en casi USD4.000 millones, parcialmente compensado por una reducción en las estimaciones de Superávit debido al mayor impacto de la crisis en la economía local. Las necesidades de financiamiento a Marzo del 2009 para el año ascendían a USD2.300 millones, 75% por debajo de las necesidades en septiembre del 2008.

3.2 Impactos a largo plazo

En esta sección se intentará aproximar el efecto a largo plazo que la estatización de las jubilaciones privadas tuvo para el sector fiscal argentino. Es necesario aclarar que la estimación de la Valuación Financiera a largo plazo de un sistema de jubilaciones es un trabajo complejísimo, extenso y siempre con resultados sujetos a un contexto sociopolítico muy volátil. Los estudios existentes hasta la fecha en el país fueron realizados por instituciones como el Ministerio de Trabajo y la Superintendencia de AFJP, instituciones que cuentan con recursos y acceso a información muy superiores a los utilizados en la realización de este trabajo. Es por ello que para los cálculos que se realizarán en esta sección se realizaron simplificando varias de las variables utilizadas en los estudios más extensos existentes sobre el tema.

Como base para obtener proyecciones se utilizó la información de población e ingresos proveniente del INDEC, y de los tres trabajos más significativos existentes sobre el tema: El Libro Blanco de la Seguridad Social publicado por el Ministerio de Trabajo en el año 2003, las proyecciones previsionales a largo plazo de la SAFJP del 2002 y Prospectiva de la Previsión Social, también del Ministerio de Trabajo, publicado en el 2005. También fueron fuentes de consulta frecuente el informe trimestral de la seguridad social preparado por el Ministerio de Trabajo y el informe de recaudación trimestral de la AFIP.

3.2.1 Situación a Octubre del 2008 – Proyecciones 2009

Tras las moratorias ocurridas en el 2007, a fines de junio de 2008 el SIJP contaba con 15 millones de afiliados de los cuales únicamente 8 millones realizaban aportes al menos una vez por año. De estos 8 millones, 4,8 millones realizaban sus aportes al sistema de capitalización mientras que los restantes 3,2 millones lo hacían al sistema de reparto.

El efecto de las Moratorias planteadas durante la administración Kirchnerista se ve reflejado en el crecimiento de los aportantes al régimen de reparto observado entre Diciembre del 2006 y Junio del 2008. Durante este período el total de los aportantes al SIJP se elevó en un 9%, verificándose un incremento de aquellos que destinaban sus aportes al régimen de reparto de un 132%, mientras que los aportantes al régimen de capitalización cayeron un 20%. La tabla 3.3 muestra la evolución de la cantidad de aportantes afiliados a cada uno de los sistemas desde la creación del régimen integrado.

Para los cálculos realizados en el marco de este trabajo se supuso que de continuarse con el régimen integrado, el 80% de los nuevos trabajadores hubieran optado por las AFJP, mientras que el 20% restante hubiera elegido el sistema de reparto.

Evolución de Cotizantes					
Período	Total	Reparto	%	Capitalización	%
Dic-94	5.026.470	2.402.535	48%	2.623.935	52%
Dic-95	4.734.947	1.865.696	39%	2.869.251	61%
Dic-96	5.065.958	1.552.591	31%	3.513.367	69%
Dic-97	5.382.906	1.321.069	25%	4.061.837	75%
Dic-98	5.665.209	1.229.950	22%	4.435.259	78%
Dic-99	5.555.565	1.103.535	20%	4.452.030	80%
Dic-00	5.510.144	1.018.014	18%	4.492.130	82%
Dic-01	5.067.172	889.879	18%	4.177.293	82%
Dic-02	4.802.682	870.891	18%	3.931.791	82%
Dic-03	5.318.852	862.567	16%	4.456.285	84%
Dic-04	6.063.625	969.274	16%	5.094.351	84%
Dic-05	6.682.635	1.230.559	18%	5.452.076	82%
Dic-06	7.290.554	1.388.414	19%	5.902.140	81%
Dic-07	7.771.645	2.161.290	28%	5.610.355	72%
Jun-08	7.961.285	3.233.301	41%	4.727.984	59%

Tabla 3.3 - (Fuente: Ministerio de Trabajo)

Si se toma como ingreso real para 2009 el ingreso promedio bruto a Diciembre del 2008 publicado por la AFIP en su reporte trimestral de \$3.000 al mes, estos 8 millones de aportantes deberían dejarle al sistema, mediante el aporte del 11% de sus ingresos brutos, \$34 mil millones al año (se trabaja con 13 meses por año considerando el aguinaldo).

Sin embargo, estas estimaciones no reflejan los ingresos reales del sistema. Esto se debe principalmente a la llamada informalidad laboral. Según un estudio privado, de los cotizantes con al menos un aporte por año en el SIJP, el promedio de aportes ronda el 90% en los estratos salariales mas altos, es decir que de cada 10 meses que se deberían aportar realmente se registran aportes por 9 meses, y solo el 50% en los estratos mas bajos. Como simplificación se tomó como tasa de informalidad en Argentina el 75% (aproximadamente 10 meses de los 13 que tiene el año laboral). No se incluyó en los cálculos una variación positiva en la tasa de informalidad en Argentina para el futuro.

Con estas consideraciones, durante el 2009 se esperaba entonces que los afiliados a las AFJP aportaran entonces el 11% de sus ingresos totales durante el 2009; \$16 mil millones, es decir un equivalente a 1,35 mil millones por mes calendario. Por su parte los registrados en el sistema de reparto contribuirían con otros \$10 mil millones, que serían parte de los ingresos de la ANSES.

Desde el punto de vista de las contribuciones patronales se trabajó en base a supuestos idénticos a los utilizados para los aportes de los empleados, aunque considerando una contribución equivalente al 16% de los ingresos brutos. Es necesario mencionar que las tasas tanto de los aportes como de las

contribuciones fueron disminuidas durante las etapas posteriores a la crisis, recuperando sus valores originales nuevamente recién en el 2006.

Los ingresos esperados por el pago de las contribuciones patronales para el 2009 ascendían de esta manera a \$15 mil millones por parte de los adheridos al sistema de reparto y a \$23 mil millones provenientes del sistema de capitalización.

De esta forma durante 2009 el ingreso esperado por el sistema jubilatorio proveniente de aportes y jubilaciones asciende a \$65 mil millones, en su totalidad destinados a incrementar el superávit. Ésta cifra es superior en un 32% a los \$48 mil millones que hubieran ingresado sin los flujos originalmente destinados a las AFJP.

Desde el punto de vista de los beneficiarios, el régimen de reparto a Junio de 2008 concentraba el 90% de los beneficiarios del sistema. Esto se debe a que, cuando se creó el régimen mixto, para las personas de 50 años y más era conveniente elegir el sistema de reparto. Además se observa un fuerte crecimiento en los Beneficiarios del Régimen de Reparto entre 2006 y 2007 consecuencia de la moratoria garantizada por la administración Kirchnerista. La Tabla 3.4 muestra la evolución en el número de beneficiarios desde 1994.

Evolución de Beneficiarios					
Período	Total	Reparto	%	Capitalización	%
Dic-95	2.240.406	2.239.894	100%	512	0%
Dic-96	2.463.622	2.460.379	100%	3.243	0%
Dic-97	3.222.609	3.213.069	100%	9.540	0%
Dic-98	3.168.322	3.151.345	99%	16.977	1%
Dic-99	3.122.260	3.092.666	99%	29.594	1%
Dic-00	3.094.000	3.048.367	99%	45.633	1%
Dic-01	3.086.060	3.019.990	98%	66.070	2%
Dic-02	3.071.883	2.976.605	97%	95.278	3%
Dic-03	3.072.689	2.933.262	95%	139.427	5%
Dic-04	3.059.661	2.881.458	94%	178.203	6%
Dic-05	3.097.484	2.880.177	93%	217.307	7%
Dic-06	3.584.570	3.312.942	92%	271.628	8%
Dic-07	4.495.877	4.106.924	91%	388.953	9%
Jun-08	4.551.214	4.148.673	91%	402.541	9%

Tabla 3.4 - (Fuente: Ministerio de Trabajo)

Los beneficiarios del régimen de capitalización recibirían, durante 2009 sus ingresos en gran parte del Estado, debido a la gran importancia que tiene el PBU y el PC con respecto a la JO a los 14 años de instaurado el régimen. Esto se hubiera revertido con el tiempo, cuando la PC desapareciera y la JO pasara a cobrar mayor importancia sobre total de las erogaciones.

Entre los supuestos que se utilizaron para realizar los cálculos a futuro de este capítulo también se encuentra la evolución de la tasa de sustitución. La tasa de sustitución representa el porcentaje del sueldo antes de retirarse que recibiría un jubilado, e históricamente estuvo siempre situada en valores entre el 40% y el 60%. Para simplificar el cálculo en este trabajo se supuso que la tasa de sustitución permanecería constante en un valor del 50%. También es importante considerar que en este trabajo no se pretende profundizar sobre los distintos tipos de jubilaciones y pensiones existentes. Siempre que sea posible se trabajará con un único tipo de jubilado.

Considerando los Stocks de Beneficiarios de ambos regímenes a Junio de 2008, para 2009 se calcula que el Estado nacional deberá abonarles conjuntamente a los beneficiarios del régimen de reparto y del régimen de capitalización \$80 mil millones en concepto de jubilaciones y pensiones. Por su parte el desembolso de las AFJP en concepto de JO se estimó en \$2 mil millones, con lo cual el efecto de la nacionalización en el gasto en Seguridad Social es prácticamente despreciable, mas cuando se lo compara con los fuertes incrementos registrados en los ingresos.

3.2.2 Resultados

Una vez obtenido el estado de Situación al momento de la nacionalización de los fondos se procede a realizar proyecciones a futuro. Inicialmente, es necesario tener datos de la evolución de la población, la población económicamente activa y los afiliados al Sistema Jubilatorio. Para ello se trabajó en base a información obtenida del INDEC. La tabla 3.5 muestra las distintas proyecciones mencionadas existentes hasta el año 2050.

Estimaciones Poblacionales 2008-2050				
Año	Población Total	Población Eco. Activa	Afiliados SIJP	Pensionados SIJP
2010	40.518.952	18.655.596	8.160.800	4.641.795
2020	44.163.117	20.774.612	9.014.600	5.308.336
2030	47.073.984	22.625.572	9.957.727	5.992.196
2040	49.149.832	24.140.090	10.999.525	6.885.977
2050	50.603.679	25.399.992	12.150.319	7.913.071

Tabla 3.5 - (Fuente: INDEC/FIEL)

Las estimaciones correspondientes a la cantidad de aportantes al Sistema de Jubilaciones y Pensiones fueron obtenidas de un estudio realizado por la consultora privada Fiel para la SAFJP.

Dada la diferencia de edad mínima para acceder a los beneficios jubilatorios, la gran mayoría de los trabajos existentes hacen una discriminación entre

aportantes y beneficiarios del sexo masculino y del sexo femenino, distinción que no fue tomada en cuenta para este trabajo.

De los datos de la Tabla 3.5 surgen dos estadísticas muy interesantes de analizar. En primer lugar se introduce el concepto de Envejecimiento de la Población. A medida que aumenta la esperanza de vida y disminuye la fecundidad, con migraciones netas poco significativas, la proporción de la población de edad avanzada es creciente, a expensas de los más jóvenes. En segundo lugar, las fuentes consultadas para la elaboración de proyecciones no prevén cambios significativos en la informalidad, manteniéndose el porcentaje de aportantes sobre el total de la Población Económicamente Activa en niveles similares a los de la actualidad para los próximos 40 años. La Figura 3.5 muestra la evolución de estas dos variables, envejecimiento e informalidad, a través de dos indicadores significativos.

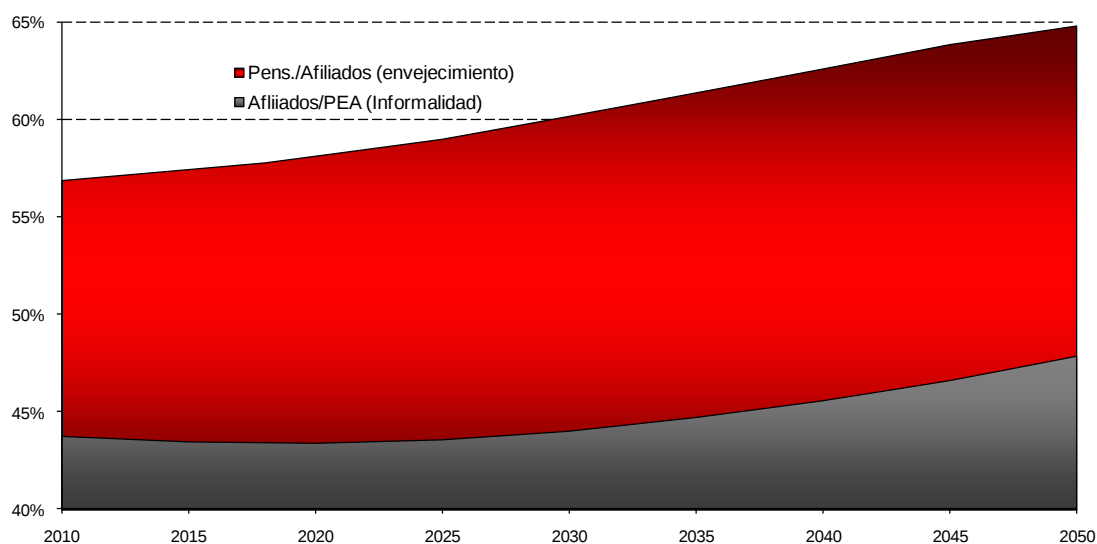


Figura 3.5 - Informalidad y Envejecimiento Población
(Fuente : INDEC/FIEL)

Un último punto que es necesario clarificar antes de realizar los cálculos a futuro es qué porcentaje de la jubilación ordinaria recibida por un afiliado a una AFJP corresponde al PBU o al PC y qué porcentaje corresponde a la JO. De esta forma es posible establecer los costos fiscales consecuencia de la medida. La Prestación Compensatoria, por ejemplo, deja de ser significativa en el 2.025, ya que la mayor parte de los beneficiarios con años de aporte al viejo sistema habrán fallecido. La Figura 3.6 muestra la evolución de la Jubilación Ordinaria, pagada por las AFJP como % del total del gasto del Sistema Previsional en el caso que se hubiera mantenido el viejo régimen. El detalle de la participación del JO sobre las erogaciones del SIJP es en el mejor de los casos muy estimativo.

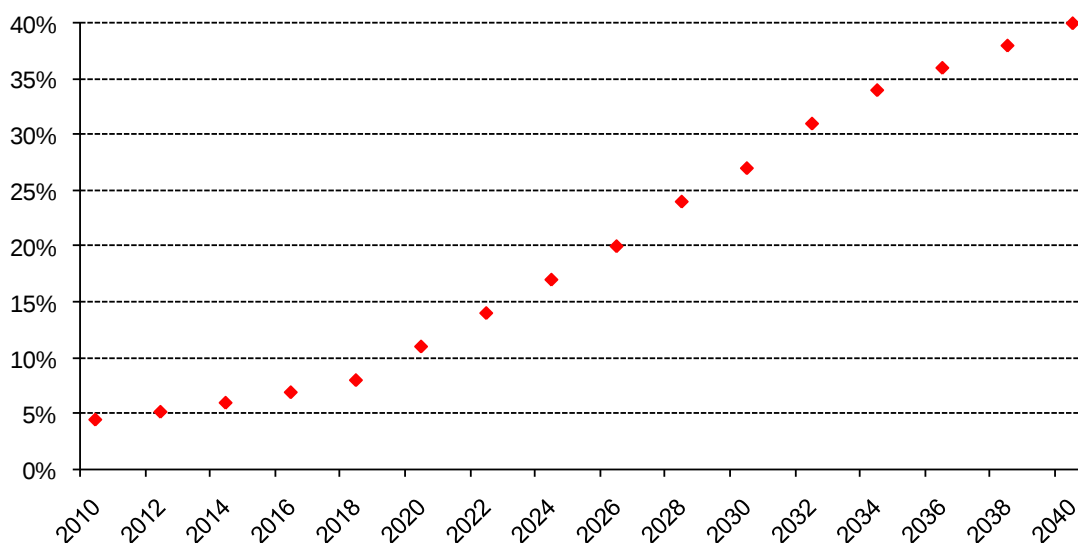


Figura 3.6 - Participación AFJP en Erogaciones Jubilatorias

Tomando todos estos supuestos en consideración se intenta aproximar el valor presente de los flujos y erogaciones resultantes para el gobierno antes y después de la nacionalización. Los activos del Sistema Previsional Argentino eran a Diciembre del 2008 los Fondos de Garantía Previsional en poder de la ANSES totalizaban US\$37 mil millones. Todas las proyecciones a largo plazo se realizan en dólares, tomando un tipo de cambio de \$4 por USD y descontando a una tasa del 6%.

El Valor Presente de la deuda previsional es entonces de USD774 mil millones. De esta deuda USD251 millones, el 32%, corresponden a la deuda adicional generada tras el traspaso de las AFJP. Es decir que tras la nacionalización el pasivo de la ANSES se incrementó en un 50%. Para atender ese pasivo el organismo estatal recibió fondos por USD27 mil millones, de los cuales el 60% eran títulos públicos y un incremento en sus flujos futuros de USD80 mil millones, incrementando en un 33% los flujos esperados del ANSES.

De esta forma, el Déficit del Sistema previsional Argentino pasó de 267,5 miles de millones (90% del PBI en 2008) a 412,3 millones (140% del PBI en 2008), un incremento de 145 Millones (50% del PBI en 2008). La tabla 3.6 resume los resultados de las proyecciones realizadas.

Balance Previsional de la Argentina (en USD miles de millones)			
	Situación Anterior	Traspaso AFJPs	Situación Post Reforma
Total Activos	254,8	106,2	361,0
Aportes	52,8	79,2	132,0
Contribuciones	192,0		192,0
FGS	10,0	27,0	37,0
Jubilaciones y Pensiones	522,3	251,0	773,3
Deficit Previsional	267,5	144,8	412,3
% del PBI	91%	49%	140%

Algunos Supuestos			
PBI (USD miles de millones)	294,1	Aporte Personal	11%
Crec. Salarios	1%	Contribuciones	16%
Tasa de Sustitución	50%	TIR	6%

Tabla 3.6 - (Fuente: Elaboración Propia)

Es importante señalar que pese a que los resultados obtenidos siguiendo este método son de carácter aproximado, y varias de las principales variables fueron simplificadas, difícilmente pueda contarse en el mediano y largo plazo con un trabajo mas completo de estas características. Eso se debe a que:

1. Los organismos más capacitados y con mejor acceso a información, Ministerio de Trabajo y Superintendencia de AFJP, están controlados por el Gobierno que decidió llevar adelante esta iniciativa. Es por ello que publicar información similar a los resultados de este estudio sería políticamente contraproducente.
2. Al desaparecer las administradoras, el sistema previsional argentino dejó de ser tema de interés para las empresas privadas, quienes encargaban trabajos de proyección a distintas consultoras para poseer estimaciones a futuro de su negocio.

Es por ello que la información contenida esta sección, y sus conclusiones son consideradas fundamentales dentro del marco de este trabajo.

3.3 Consideraciones de un Sistema de Reparto en equilibrio

La mayoría de los regímenes de pensión se financiaron inicialmente bajo un esquema de reparto simple, en el que las pensiones actuales se pagan con las contribuciones actuales, o sea que los trabajadores en actividad pagan las prestaciones recibidas por sus padres o abuelos ancianos.

Las condiciones que deben cumplirse para que un sistema previsional de reparto mantenga el equilibrio financiero y sea viable a largo plazo pueden entenderse más fácilmente si se expresan los ingresos y egresos en forma algebraica.

De esta manera podemos ver que los ingresos del sistema podrían expresarse de la siguiente forma:

$$I = t * w_i * A \quad (1)$$

Donde

I = Total de ingresos del sistema

t = Tasa de aportes personales y contribuciones patronales

w_i = Salarios medios declarados

A = Total de aportantes

Por otro lado, los egresos o prestaciones totales podrían explicarse con la siguiente ecuación:

$$E = B * h \quad (2)$$

Donde

E = Total de egresos del sistema

B = Total de beneficiarios

h = Haber medio jubilatorio

De esta manera se puede concluir que la caja del sistema estará equilibrada cuando (1) y (2) sean iguales, o sea:

$$t * w_i * A = B * h \quad (3)$$

Como elemento adicional, podemos expresar al salario medio efectivo de la economía como una función del salario declarado (w_i):

$$w_i = w_r * (1 - e) \quad (4)$$

Donde

e = tasa de evasión por sub - declaración de ingresos

Si reemplazamos en (3) con (4) y reordenamos los términos de la ecuación tendremos que:

$$(A / B) * (1 / (1 + e)) * t = (h / w_r) \quad (5)$$

Entonces podemos concluir que, dada una tasa de aportes y contribuciones y una relación entre haber jubilatorio y salario, están fijadas por Ley, el equilibrio del sistema dependerá de que la “tasa de sostenimiento”, es decir la relación entre cantidad de beneficiarios y aportantes (A / B) y el grado de evasión, mantengan una determinada combinación.

Pero adicionalmente, la evasión en el sistema previsional no se expresa solo en la sub – declaración de ingresos (e), sino también en el incumplimiento de la obligación de aportar (e_l). De esta manera, la cantidad de aportantes reales al sistema (A), depende de factores demográficos, de la actividad de los organismos recaudadores que controlan el cumplimiento de las obligaciones y de la normativa que en algunos casos reduce la cantidad de aportantes potenciales.

De esta manera tenemos que:

$$A = AO * (1 / (1 + e_l)) = AP * \alpha * (1 / (1 + e_l)) \quad (6)$$

Donde

AO = Aportante obligados

e_l = Tasa de incumplimiento en la obligación de aportar

AP = Aportantes potenciales

α = Coeficiente de ajuste por condiciones macroeconómicas y legales propias del sistema

Los aportantes potenciales (AP) son todas las personas en edad de trabajar y los aportantes obligados (AO) son los potenciales, corregido por la tasa de actividad económica, de ocupación y de las condiciones que impone la normativa legal. Los aportantes efectivos (A) serían los obligados (AO) menos la tasa de evasión en la obligación de hacer los aportes (los trabajadores en blanco).

De la misma manera se puede definir a la cantidad de beneficiarios (B) como:

$$B = BP * \beta * (1 / 1 + g) = BP * E \quad (7)$$

Donde

BP = Beneficiarios potenciales

β = requisitos legales

g = tasa de “generosidad” del sistema

$$E = (\beta / 1 + g)$$

La cantidad de beneficiarios efectivos (B) es igual a la cantidad de beneficiarios potenciales (BP), que son todas las personas en edad de jubilarse y que cumplen con los requerimientos legales (básicamente edad y años de aporte) (α), a lo que hay que agregar todos los beneficios otorgados bajo condiciones más beneficiosas que las generales de la Ley (g).

Sustituyendo con (6) y (7) en (5) resultaría que:

$$(AP / BP) * (\alpha / E) * (1 / 1 + el) * (1 + e) * t = (h / wr) \quad (8)$$

En resumen, el equilibrio del sistema previsional de reparto, dado que la tasa de aportes y la relación entre salarios y haberes está fijado por Ley, dependería fundamentalmente de:

- a) la “tasa de sostenimiento” potencial (AP / BP),
- b) las condiciones del mercado laboral (tasa de actividad, obligatoriedad de aportes, etc.) (α),

- c) las condiciones legales de acceso a los beneficios previsionales (edad y años de aporte) y la cantidad de regímenes con condiciones de otorgamiento más benignas (E) y
- d) la tasa de evasión, tanto la sub-declaración de salarios, como el incumplimiento en la obligación de realizar aportes (trabajo en negro) (e).

En la práctica, cuando el sistema argentino se desequilibró, se intentó recomponer la situación modificando la relación entre el haber previsional y el salario de los activos (h / w_r) y esto, además de constituir una violación a la Ley vigente que habilitó gran cantidad de demandas judiciales, derivó en un creciente descreimiento de la población en el sistema de pensiones.

Dado que es casi imposible evitar el deterioro la tasa de sostenimiento potencial (AP / BP) que se fundamenta en factores demográficos estructurales. Para equilibrar el sistema sería necesario un entorno macroeconómico y legal que favorezca el blanqueo de los trabajadores, una eficiente actividad fiscalizadora de la autoridad de control de los aportes y la eliminación de regímenes jubilatorios con condiciones demasiado benignas para acceder a sus beneficios.

4. IMPACTO EN EL MERCADO

4.1 Inversiones de las AFJP

La ley inicial que instituyó las jubilaciones privadas en 1994 fijó una serie de lineamientos generales para limitar y orientar las inversiones de las AFJP. El artículo 74 de la ley 24.241, en sus diversos incisos, fijaba que tipo de activos eran sujetos a ser adquiridos por las administradoras. Entre estos incisos se destacan

- Inciso a) que autorizaba a las administradoras a adquirir deuda de La Nación Argentina, ya sean títulos públicos, Letras del Tesoro o préstamos, hasta el 50% del total del activo del fondo. Este inciso no se cumplió en la última década, en la que la participación de activos del sector público estuvo en promedio en alrededor del 70%, ello a instancias del Estado que vió más de una vez a los fondos de las AFJP como su única fuente de financiación.
- Incisos c), d), e) y f), que permitían la adquisición de obligaciones negociables de empresas locales e internacional.
- Inciso g), habilitando los depósitos a plazo fijo en instituciones financieras locales.
- Incisos h), i) y l), habilitando la compra de acciones de empresas nacionales y extranjeras.
- Inciso j), habilitando la compra de fondos comunes de inversión. Las administradoras poseían gran parte de la tenencia habilitada por este inciso en Fondos MERCOSUR, fondos de inversión que negociaban activos brasileros, de los cuales las administradoras podían tener hasta el 8% de su cartera. En octubre de 2007, y con el objetivo de lograr un descenso de tasas bancarias, el gobierno definió que el nuevo máximo a invertir en este inciso en el exterior fuera de 0%. Para ello, y a partir de enero de 2008, puso metas de bajas de alrededor del 2% trimestral de forma tal que las administradoras desarmaran su posición de casi \$9 mil millones antes del fin de año. Vale aclarar que parte de las tenencias en Fondos Comunes de Inversión, aquellas ajenas al MERCOSUR, estaban comprendidas dentro del Inciso l), Títulos de Valores Extranjeros.
- Inciso q), en el que con el afán de obtener mayor financiación para los proyectos relacionados productivos o de infraestructura, desde marzo del 2008 la administración de Kirchner obligaba a las AFJP a invertir como

mínimo un 5% de su capital en títulos de deuda o fideicomisos orientados a este tipo de proyectos. Este inciso es consecuencia de la crisis energética, situación que forzó al gobierno a buscar financiamiento para proyectos orientados a la generación eléctrica.

En la Tabla 4.1 se detallan los incisos de la Ley 24.241, mencionando que activo habilitaban para la inversión de los fondos y cual era el tope definido por la ley para esa inversión.

ARTICULO 74		
Inciso	Inversiones en	Máximo
a)	Operaciones de Crédito Público de La Nación	50%
b)	Títulos Emitidos por Entes Estatales	30%
c)	Obligaciones Negociables de Largo Plazo	40%
d)	Obligaciones Negociables de Corto Plazo	20%
e)	Obligaciones Negociables Convertibles	40%
f)	Obligaciones Negociables Conv. Emp. Privatizadas	20%
g)	Plazo Fijo	30%
h)	Acciones de Sociedades Anónimas	50%
i)	Acciones de Empresas Privatizadas	20%
j)	Fondos Comunes de Inversión	20%
k)	Títulos Emitidos por Estados Extranjeros	10%
l)	Títulos Valores Extranjeros	10%
m)	Contratos Negociables de Futuros y Opciones	10%
n)	Cédulas y Letras Hipotecarias	40%
ñ)	Fondos de Inversión Directa	10%
o)	Fideicomisos Financieros Estructurados	10%
p)	Otros Fideicomisos Financieros	20%
q)	Proyectos Productivos o de Infraestructura	20%

Tabla 4.1 - (Fuente: Ley 24.241)

El valor total de las inversiones se presentaba al final de cada mes en un reporte que emitía la Superintendencia de AFJP. Este informe incluía un detalle de todas las inversiones de los fondos que permitía identificar el valor de mercado de los fondos.

El efecto combinado de la crisis internacional acentuada tras la caída de Lehman Brothers y de la pérdida de confianza en la Argentina tras el anuncio de la estatización de los fondos se vio reflejado en una acentuada caída en el valor de los activos manejados por las AFJP, que registraron con respecto a Septiembre una caída de \$16,5 mil millones, lo cual equivalía al 17,4% de su valor total. En la Figura 4.1 puede observarse la evolución del patrimonio de los fondos desde el año 2003.

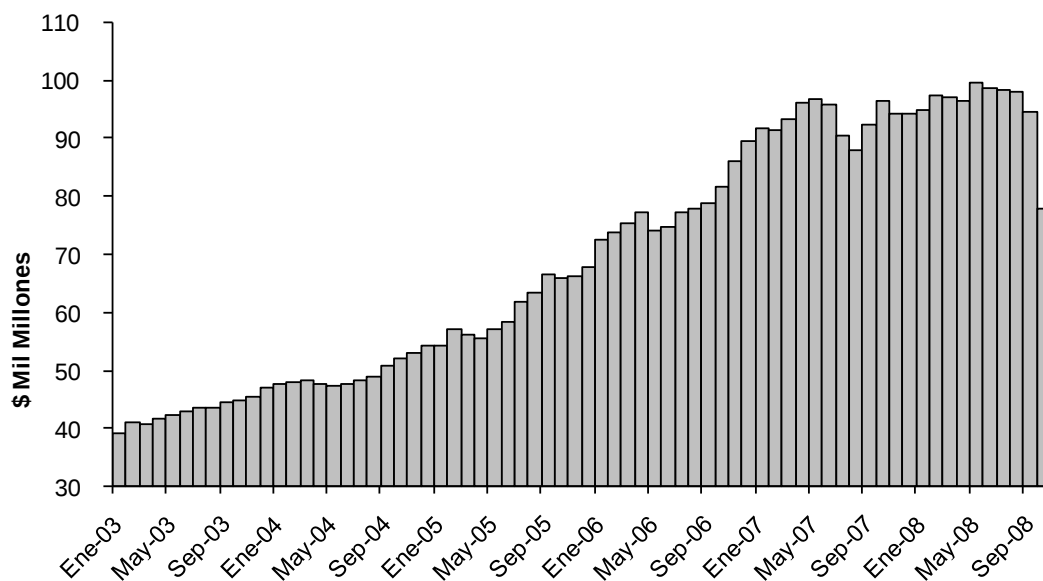


Figura 4.1 - Total Fondos AFJP
(Fuente: SAFJP)

La evolución de los fondos para ese período es consecuencia de los aportes que las administradoras recibieron de sus afiliados, y también de las altas tasas de crecimiento nominal de los activos en poder de los fondos durante estos años. Desde sus inicios en Junio del 95 hasta su finalización, los fondos habían tenido un rendimiento nominal en pesos positivo. Esta tendencia se mantuvo hasta Junio del 2008, cuando y como consecuencia de las pérdidas en los valores de los principales activos durante la crisis hipotecaria iniciada en los Estados Unidos, las AFJP registraron por primera vez un rendimiento nominal negativo, como puede observarse en la Figura 4.2.

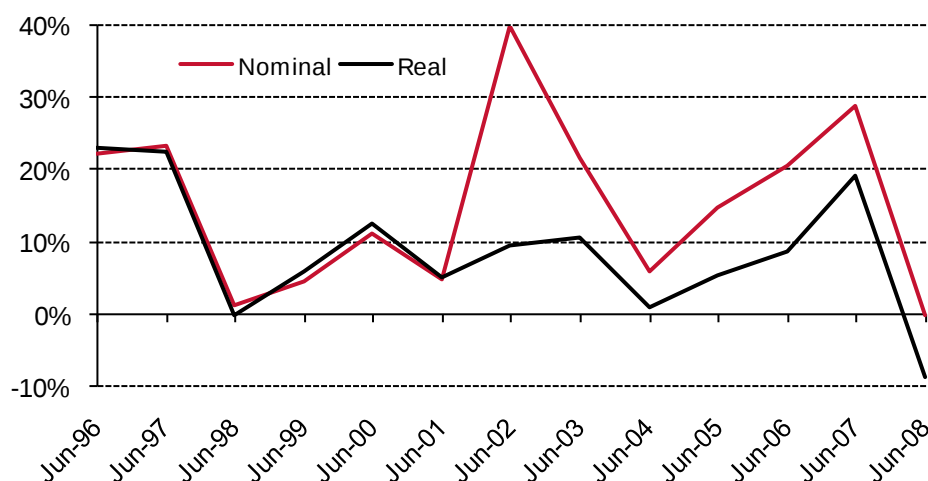


Figura 4.2 - Rentabilidad Fondos
(Fuente: SAFJP/INDEC)

Por su parte, el rendimiento de los fondos se ubicó por encima de la inflación en sus primeros 14 años de existencia. Recién en Enero del 2008 se comenzaron a registrar rendimientos reales negativos en la cartera de los fondos, aunque la manipulación a la cual es objeto el Índice de Precios al Consumidor (I.P.C.) publicado por el INDEC desde principios del 2007 hace difícil realizar un análisis objetivo.

La Rentabilidad Histórica de los fondos en pesos era a Septiembre del 2008 de 7,72% anual. Eso significa que las inversiones realizadas por los fondos, aún considerando las limitaciones mencionadas anteriormente, consiguieron vencer a la inflación durante 13 de los 14 años de existencia, conservando el valor de las inversiones de los aportantes. Por su parte, y como se observa en la Figura 4.3, el crecimiento en dólares es menor por el efecto de la crisis del 2001, en el que, tras el fin de la convertibilidad, las Administradoras experimentaron una caída interanual en moneda norteamericana del 60%.

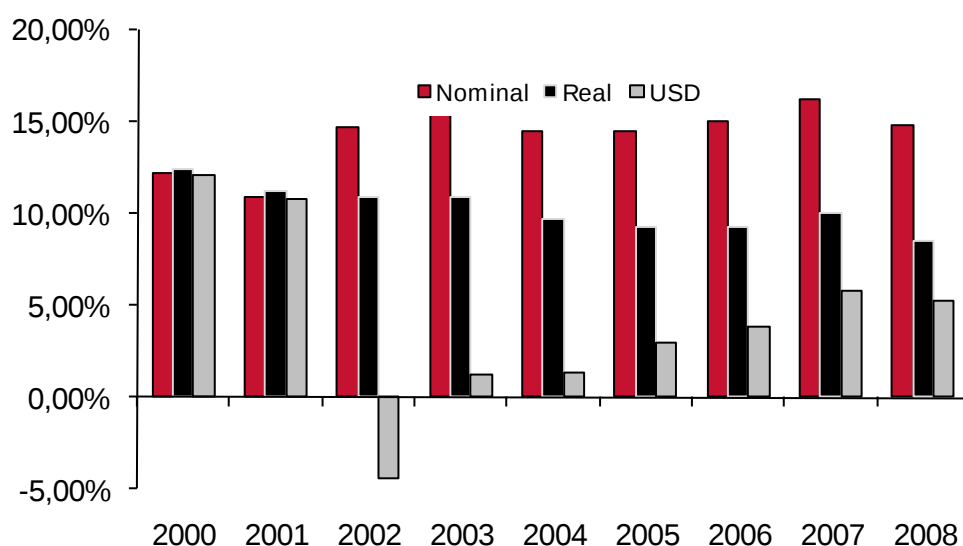


Figura 4.3 - Evolución Rentabilidad Histórica
(Fuente: SAFJP/INDEC)

Por el efecto combinado de la caída de los precios de las acciones y bonos de empresas argentinas tras la crisis del 2001, sumado a los decretos 1.572 y 1.582 firmados durante la presidencia de De la Rúa, por los cuales las administradoras debieron suscribir un bono “patriótico” por USD16 mil millones, la participación de la Deuda Pública dentro del total de los fondos fue superior al 75%. (*Títulos Valuados a Mercado*) Esta situación se fue normalizando tras en canje de deuda en el 2005 y con el recupero experimentado por el mercado, donde en 2007 el Índice Merval alcanzó el mismo valor en dólares que el que había alcanzado en su pico histórico en 1997.

Durante el período posterior a la anunciación de la finalización del sistema de jubilaciones privado Cristina Fernández de Kirchner acusó a las administradoras de apostar azarosamente con los ahorros de los futuros jubilados, cuestionando los \$3.750 millones que los fondos tenían invertidos en el inciso m), Contratos Negociables de Futuros y Opciones. Esta acusación fue parte de una campaña para demonizar al sistema privado, intentando situar a la decisión del gobierno no como una búsqueda de caja sino como un intento de mejora de la situación de los futuros jubilados.

Observando detenidamente el rubro Contratos Negociables de Futuros y Opciones, publicado mensualmente en el reporte de la SAFJP, puede detectarse que de las inversiones en el inciso m) al mes de octubre, 0,01% pertenecían a los considerados contratos de opciones tradicionales, mientras que el restante 99,99% estaba comprendido por Cupones del PBI, un título del gobierno argentino, y emitido por la actual administración como parte del canje de deuda del 2005.

Que la presidente haya acusado a un bono de su propia administración de ser una apuesta azarosa en un discurso público es una demostración del desconocimiento que tenía la mesa de decisiones del gobierno nacional de las características de aquello que estaban intentando finalizar, con el argumento de que los fondos representaban una estafa a las generaciones futuras.

La pérdida de \$16,5 mil millones observada para el Total de los Fondos entre Septiembre y Octubre de 2008 se atribuye en un 57%, \$9,5 mil millones, a la pérdida observada por los bonos argentinos. Vale destacar que las administradoras valuaban sus títulos Cuasi-Par, que correspondían al 28% de la cartera en Septiembre y el 35% en Octubre de 2008, a valor técnico, con lo que medido en términos de mercado la caída registrada debería haber sido aproximadamente \$9 mil millones mayor que lo registrado por las administradoras.

Como se demostrará posteriormente, esta pérdida fue en parte generada por la crisis de los mercados internacionales, pero a su vez a las pérdidas generadas por la medida misma. La Figura 4.4 muestra la evolución de las participaciones de las AFJP en los distintos ítems desde enero del 2003.

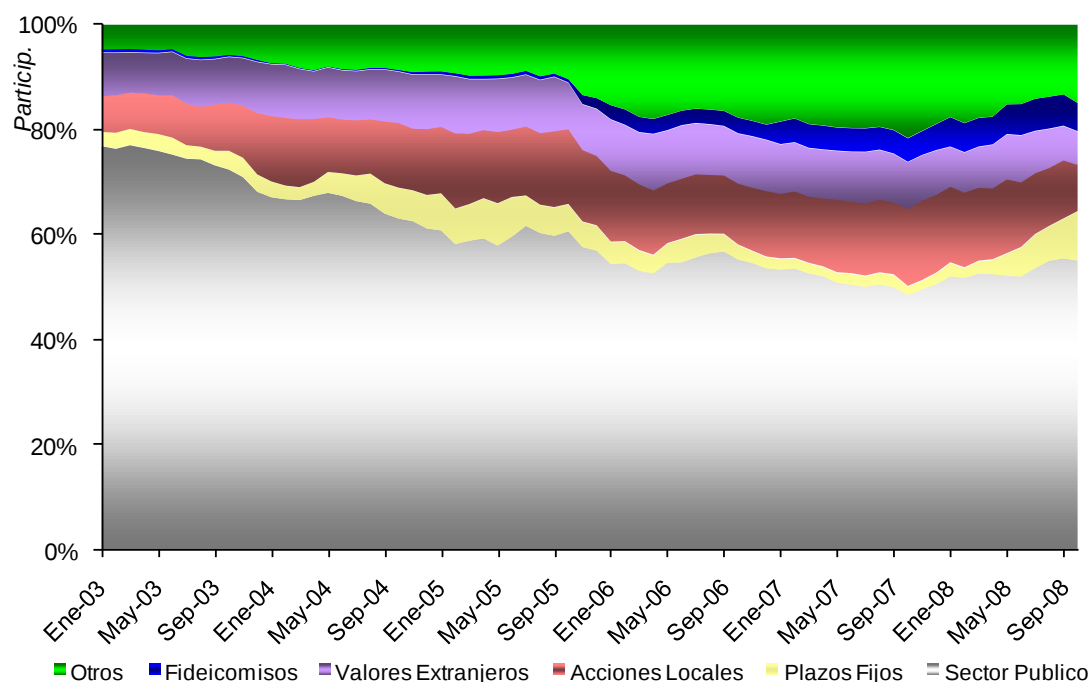


Figura 4.4 - Evolución Participaciones AFJP
(Fuente: SAFJP)

En la Tabla 4.2 se muestran las tenencias de los fondos combinados a Octubre de 2008. Debido a la gran caída experimentada durante este mes también se agregaron las tenencias a Septiembre de 2008. Aquí se puede observar el efecto de la caída intermensual en los activos que poseían las administradoras. Se observa que de los principales rubros, Crédito Público (-18%) y Acciones (-34%) fueron los más castigados, mientras que el stock de Plazos Fijos, a salvo de las fluctuaciones del mercado, creció un 2%.

Fondos a Octubre							
Rubro	Oct-08 \$Millones	Participación %	Vs. Sep 07 %	Vs. Oct 07 %	Sep-08 \$Millones	Participación %	Vs. Sep 07 %
Caja	3.323	4%	253%	312%	943	1%	11%
Inversiones							
Operaciones de Crédito Público de La Nación	42.521	55%	-18%	-8%	51.966	55%	14%
Títulos Emitidos por Entes Estatales	444	1%	2%	-17%	437	0%	-24%
Obligaciones Negociables de Largo Plazo	1.531	2%	2%	29%	1.507	2%	36%
Obligaciones Negociables de Corto Plazo	6	0%	-37%	-97%	9	0%	-95%
Obligaciones Negociables Convertibles	-	0%	-	-	-	0%	-
Obligaciones Negociables Conv. Emp. Privatizadas	-	0%	-	-	-	0%	-
Plazo Fijo	7.231	9%	2%	399%	7.055	7%	236%
Acciones de Sociedades Anónimas	6.764	9%	-34%	-51%	10.286	11%	-17%
Acciones de Empresas Privatizadas	228	0%	-29%	-59%	322	0%	-33%
Fondos Comunes de Inversión	2.206	3%	-50%	-82%	4.445	5%	-58%
Títulos Emitidos por Estados Extranjeros	-	0%	-	-	-	0%	-
Títulos Valores Extranjeros	4.929	6%	-20%	-43%	6.139	7%	-28%
Contratos Negociables de Futuros y Opciones	3.007	4%	-20%	-38%	3.746	4%	-13%
Cédulas y Letras Hipotecarias	58	0%	-4%	-39%	61	0%	-37%
Fondos de Inversión Directa	92	0%	-4%	-31%	95	0%	-29%
Fideicomisos Financieros Estructurados	2.984	4%	-33%	-15%	4.474	5%	29%
Otros Fideicomisos Financieros	1.186	2%	5%	61%	1.131	1%	94%
Proyectos Productivos o de Infraestructura	512	1%	9%	-	471	0%	-
Economías Regionales	960	1%	-29%	-24%	1.346	1%	9%
Inversiones en Trámite Irregular no Previsionadas	9	0%	0%	17%	9	0%	16%
Inversiones en Trámite Irregular Neto de Previsiones	0	0%	0%	-4%	0	0%	-4%
Total Inversiones	74.670	96%	-20%	-22%	93.500	99%	2%
TOTAL DEL FONDO	77.992	100%	-17%	-19%	94.443	100%	-2%

Tabla 4.2 - (Fuente: SA-FJP)

4.2 Administración de la ANSES

Hasta aquí esta sección muestra un panorama general de los stocks que heredó la ANSES tras la nacionalización. Durante lo que queda de la misma se analizará rubro por rubro el estado de situación de las inversiones más representativas de las administradoras, intentando cuantificar la importancia que estas tenían en cada una. Los ítems analizados son:

- Títulos de Deuda Pública
- Participación en Empresas Argentinas
- Fondos Comunes de Inversión
- Crédito
 - Fideicomisos
 - Obligaciones Negociables
 - Suscripciones de Nuevas acciones
 - Plazos Fijos y Prestamos, Tasas de Interés

4.2.1 Presentación de Información

De los artículos 11 y 12 de la ley que derogó el régimen privado se desprende que la supervisión de los recursos del nuevo régimen estará a cargo de la "Comisión Bicameral de Control de los Fondos de la Seguridad Social" y del "Consejo del Fondo de Garantía de Sustentabilidad del Sistema Integrado Previsional Argentino".-

A mayo del 2009 los fondos del SIPA comenzaron a invertirse, sin embargo no se ha constituido la "Comisión Bicameral", aunque si se eligieron algunos miembros, ni se ha conformado el "Consejo del Fondo de Garantía".-

La información con la que se cuenta es limitada y no proviene de fuentes oficiales, lo cual marca un contraste contra la información periódica y confiable que emitía la Superintendencia históricamente. Tanto los principales medios como políticos opositores vienen remarcando el secretismo con el que se manejan los fondos.

En este trabajo se buscará identificar la participación que la ANSES tuvo en cada uno de los rubros analizados, obteniendo la información que dejó de ser publicada por el gobierno a través de fuentes del mercado.

4.2.2 Deuda

Como se ve claramente cuando se desagregan las inversiones de las administradoras, la deuda pública ha sido históricamente el rubro en el que mas se han invertido los ahorros de los futuros jubilados. Internacionalmente, los fondos de jubilación tanto privados como públicos, tienen por definición un perfil inversor extremadamente conservador, adquiriendo únicamente títulos y deuda de empresas y estados soberanos con las más altas calificaciones de riesgo. La importante participación que las AFJP han mantenido en Deuda Pública Argentina ha sido una de las principales trabas a su desempeño.

En el canje de Deuda del 2005, que tuvo una aceptación del 76%, el Estado canjeó acreencias por 78 mil millones de dólares (62 mil millones de capital más intereses acumulados) a cambio de nuevos bonos por un total de 35.2 mil millones, logrando una quita de 43 mil millones de dólares. Estos nuevos Bonos eran el Par, el Discount y el CuasiPar, quedando este último en su totalidad en poder de las AFJP. Los que no ingresaron al canje mantienen acreencias por más de 24 mil millones de dólares, considerando capital e intereses. Esta tenencia dejó de ser considerada por el gobierno como parte de la Deuda Externa, aunque esta opinión del gobierno no es compartida por los acreedores que pretenden cobrar, Juez Griessa mediante.

La Tabla 4.3 muestra las tenencias principales de las administradoras a Octubre y Septiembre del 2008. Aquí puede apreciarse la importancia relativa del CuasiPar, que por si solo justificó más del 25% del total de las inversiones de los fondos desde el canje del 2005. Además puede observarse la gran diferencia que hubo en las caídas experimentadas por aquellos bonos que eran valuados a mercado y aquellos que se valuaban por su valor técnico, es decir descontando los flujos futuros a una tasa determinada.

Tanto el CuasiPar, como los Prestamos Garantizados, principales títulos con valor de mercado, mantuvieron e incluso incrementaron sus valores en comparación con Septiembre, mientras que los Discount y Badenes experimentaron caídas de hasta el 55%.

La tabla también muestra el perfil de vencimientos de los distintos títulos en poder de las administradoras, observándose que alrededor del 85% de los vencimientos estaban concentrados en el mediano y largo plazo. La mayor parte del ahorro registrado por el estado tras la nacionalización es, por su parte, consecuencia del menor pago de intereses y de vencimientos en el corto plazo.

Deuda Pública en poder de las AFJP						
	Oct-08		Sep-08		Variación Oct-Sep 08	Metodo Valuación Vencimiento
	Monto en \$	% Participación	Monto en \$	% Participación		
Títulos del Sector Público						
Par y Cuasipar	28.336.874.128	67%	28.606.926.227	55%	-1%	Valuación Técnica LP
Prestamos Garantizados	3.419.093.236	8%	3.388.294.130	7%	1%	Valuación Técnica CP
Discount	2.550.792.833	6%	5.093.086.455	10%	-50%	Valor de Mercado LP
Lebac, Nobac y Otros BCRA	2.172.594.486	5%	2.576.550.990	5%	-16%	Valuación Técnica CP
Boden 14	2.084.563.524	5%	4.404.479.146	8%	-53%	Valor de Mercado MP
Boden 15	880.776.922	2%	1.778.416.846	3%	-50%	Valor de Mercado MP
Boden 12	710.616.699	2%	1.196.427.290	2%	-41%	Valor de Mercado CP
Bonar VII	585.049.113	1%	1.453.369.965	3%	-60%	Valor de Mercado MP
Otros	1.780.354.759	4%	3.468.761.225	7%	-49%	- -
Subtotal	42.520.715.699	100%	51.966.312.274	100%	-18%	- -
Otras Obligaciones SP						
Cupones PBI	3.004.508.426	-	3.743.157.113	-	-20%	? LP
Total	45.525.224.125	-	55.709.469.388	-	-18%	- -

Tabla 4.3 - (Fuente: SAFJP)

El fin de las Administradoras no presenta un problema directo para el gobierno desde el punto de vista de desaparición de un comprador neto de Deuda Pública, ya que desde el traspaso de los fondos la ANSES suscribió deuda pública a una tasa aún mayor que la que se observaba en los fondos privados.

Esto genera un sesgamiento del crédito hacia el sector público, tema que será tratado con mayor profundidad en la sección dedicada a cuantificar el impacto que la medida tuvo en el financiamiento. Este efecto se vio claramente cuando, además de renovar todos los vencimientos de letras del tesoro, la ANSES suscribió adicionalmente \$1.500 millones en Abril del 2009. El organismo estatal también suscribe periódicamente la mayor parte de las operaciones con el Banco Central.

Ahorro en intereses y capital

Los bonos que las administradoras tenían en cartera justificaban pagos al tesoro por USD1.600 millones entre Noviembre del 2008 y Diciembre del 2009. De esos pagos, USD 400 millones correspondían a las amortizaciones de capital e intereses de los títulos Boden y Bonar y otros USD700 millones por servicios de los cupones atados al PBI (USD302 millones en Diciembre 2008 y USD400 millones en Diciembre 2009), a partir de suponer que la economía cerraría 2008 creciendo cerca del 6 por ciento. Por último, por los títulos nominados en pesos, las administradoras registraban vencimientos por US\$ 500 millones

4.2.3 Participación en empresas cotizantes

Las inversiones de los fondos incluían a octubre de 2008 \$7 mil millones en acciones de Sociedades Anónimas de la Argentina y \$3,5 mil millones en acciones de Sociedades Extranjeras. En septiembre del 2008, las acciones locales sumaban \$10,2 mil millones y las de sociedades extranjeras \$4,7 mil millones, observándose una caída del 30% en octubre.

Aquí es necesario aclarar que algunas de las inversiones en empresas argentinas están materializadas a través de la tenencia de ADR (American Depositary Receipts), es decir acciones empaquetadas cotizando en el mercado estadounidense. Por otro lado parte de las inversiones en sociedades extranjeras se componen ya sea de acciones de estas empresas que cotizan en la BCBA, tanto en forma de acciones ordinarias como en forma de CEDEARS. Del volumen total en manos de los fondos las AFJP poseían el 90% en el mercado local y el resto en el mercado americano.

Cuando la ANSES tomó las acciones que pertenecían a los Fondos gerenciados por las administradoras, fuentes oficiales deslizaron que las posiciones se desarmarían paulatinamente en un período de 5 años, ya que los precios internacionales no incentivaban la venta de los títulos en el mercado y la oferta del volumen de los títulos poseídos no encontraría una demanda para compensarlo y derrumbaría aún mas los precios.

Por otro lado, el volumen de las acciones de las sociedades extranjeras en cartera representaba en general un porcentaje insignificante sobre el *float* de esas empresas por lo que la ANSES podría disponer de ellas a gusto sin mayores percances para los mercados, y para el precio de los títulos. A la fecha no se cuenta información sobre el devenir de estas acciones.

Durante los meses de octubre y noviembre la ANSES compró acciones de las principales empresas cotizantes, con la intención de sostener los precios de las mismas. La ANSES aún no hizo públicas las tenencias resultantes de sus compras, pero mediante la comunicación con departamentos de relaciones con inversores de las distintas compañías, se pudo relevar parte de esta información.

La tabla 4.4 (página 50) muestra información acerca de las principales tenencias de las administradoras a la última fecha disponible. Como corte se eligieron las empresas en donde el valor de la tenencia a Octubre superara los \$15 millones. También muestra, en los casos donde pudo relevarse, las tenencias adicionales adquiridas por la ANSES así como el porcentaje del capital y de los votos que la tenencia representa sobre el total de la compañía.

Como se ve en la tabla, las participaciones sobre el total de capital y el total de voto superan el 20% en varias compañías. Inicialmente la ANSES había afirmado que no iba a utilizar el poder de votos, aunque posteriormente, en marzo del 2009, afirmó que iba a hacer uso del poder de voto acumulativo para colocar un director en Gas Ban.

A continuación Consultatio envió una nota a la bolsa informando sus respuestas a una serie de consultas realizadas por la ANSES, en las que el organismo estatal inquiría acerca de las composiciones del Directorio y de la Sindicatura. También informó la decisión de hacer uso del voto acumulativo sobre esta empresa de desarrollos inmobiliarios. La ANSES dejó claro que iba a intentar acceder al directorio o a la comisión fiscalizadora de todas las empresas en las que tuviera participación.

El poder de voto acumulativo es un sistema que permite a los accionistas minoritarios acceder al gobierno corporativo. Para aquellas sociedades que elijan directores o síndicos, el sistema acumulativo facilita el acceso a un cargo aún sin la mayoría de acciones.

De esta forma, y pese a no poseer mayoría directa en ninguna compañía, el voto acumulativo le permitiría teóricamente a la ANSES colocar directores o síndicos en varias de las empresas mas importantes del país. Sin embargo, varias empresas, entre ellas Petrobras Energía Participaciones y Banco Francés, le impidieron a la ANSES votar con más del 5% del total del capital social de una empresa, que era el máximo permitido por AFJP según la ley 24.241 cuya ultraactividad arguyeron.

Finalmente, en la mayoría de los casos el organismo estatal terminó negociando directamente con las compañías de las cuales poseía participación, consensuando posibles directores y síndicos. Ninguna empresa argentina estaba dispuesta a una confrontación directa con un gobierno que demostró reiteradamente que quién no se encontrara dispuesto a colaborar con las consideradas políticas de necesidad nacional recibiría represalias a través de los organismos oficiales, como pueda ser una inspección de la AFIP, gobierno instando y apañando acción directa de piqueteros u otros aliados o miembros combativos del gobierno.

Acciones en poder de la ANSES						
Empresa	Tenencia AFJP	Tenencia Anses	Total	MarVAL oct-08	% Capital	% Votos
Empresas Locales						
Siderar	82.896.033	7.341.666	90.237.699	1.502.529.879	26,0%	26,0%
Telecom	226.157.347	19.741.026	245.898.373	1.036.338.693	25,0%	25,0%
Petrobras	279.525.871	26.848.708	306.374.579	735.298.990	14,4%	14,4%
Banco Macro	163.780.089	19.868.272	183.648.361	481.434.178	26,9%	25,2%
Aluar	146.812.601	33.981.199	180.793.800	502.606.764	11,9%	11,9%
Molinos	45.804.202	4.071.494	49.875.696	433.634.264	19,9%	19,6%
Consultatio	101.767.883	222.121	101.990.004	224.378.009	26,6%	26,6%
Pampa	272.058.410	23.260.129	295.318.539	227.070.425	19,4%	19,3%
TGS	167.328.980	16.199.365	183.528.345	211.057.597	23,1%	23,1%
Gas BAN	79.376.486	7.314.816	86.691.302	195.055.430	26,6%	26,6%
I.E. Patagonia	9.292.761	827.239	10.120.000	191.338.840	20,2%	18,5%
Solvay Indupa	63.728.446	5.498.243	69.226.689	176.528.057	16,7%	16,7%
Edenor	228.846.282	10.457.838	239.304.120	161.530.281	26,4%	26,4%
Grupo Galicia	212.841.361	40.778.089	253.619.450	181.819.784	20,4%	10,7%
Grupo Clarin	25.722.408	145.302	25.867.710	147.445.947	9,0%	4,4%
Distribuidora Gas Cuyana	48.484.713	4.369.368	52.854.081	140.945.978	26,1%	26,1%
EMERSA	49.142.412	337.021	49.479.433	108.854.753	21,0%	21,0%
Banco Patagonia	87.762.551	21.917.118	109.679.669	132.712.399	14,7%	14,7%
Banco Frances	31.410.638	3.941.437	35.352.075	98.593.402	7,5%	7,5%
CAPEX	17.734.996	1.557.758	19.292.754	89.711.306	10,7%	10,7%
Socotherm	15.258.779	1.044.651	16.303.430	74.180.607	18,6%	18,6%
Transener	76.565.947	6.943.830	83.509.777	72.653.506	18,8%	18,8%
Juan Minetti	36.491.992	3.325.654	39.817.646	63.708.234	11,3%	11,3%
Gas Pampeano	39.112.645	3.047.401	42.160.046	61.132.067	12,7%	12,6%
Banco Hipotecario	66.550.958	6.499.042	73.050.000	60.631.500	4,9%	4,9%
Metrogas	43.012.641	3.260.961	46.273.602	53.214.642	8,1%	8,1%
San Miguel	1.901.501	18.655.499	20.557.000	493.368.000	27,0%	9,3%
Central Costanera	18.630.360	1.066.032	19.696.392	36.333.934	13,4%	13,4%
IRSA	24.039.391	1.827.470	25.866.861	34.144.257	4,5%	4,5%
Cresud	15.675.459	1.025.689	16.701.148	30.897.124	3,3%	3,3%
Autopistas del Oeste	32.168.486	2.327.514	34.496.000	21.042.560	21,6%	14,3%
Alto Palermo	1.644.433	15.717.387	17.361.820	182.299.110	2,2%	2,2%
Total Locales Relevadas		-	-	8.162.490.513	-	-
Empresas Extranjeras						
Tenaris	37.379.041	3.821.700	41.200.741	1.368.972.911	3,5%	3,5%
Telefonica España	17.140.703	0	0	1.036.722.853	0,0%	0,0%
Repsol	1.194.317	0	0	74.778.934	0,1%	0,1%
Total Extranjeras Relevadas		-	-	2.480.474.699	-	-
TOTAL				10.642.965.212		

Tabla 4.4 - (Fuente: SAFJP/ANSES/Elaboración Propia)

De esta forma el estado consiguió representantes en 22 de las empresas argentinas, como muestra la tabla 4.5 (página 51).

Esto representa una clara intervención del estado dentro de la cúpula de decisión de las principales empresas locales, limitando aun más los grados de libertad del empresariado local. Resulta preocupante que el gobierno tenga poder de decisión en empresas que compiten entre si, contrario a los principios antimonopólicos que la misma administración ha sostenido continuamente.

De las 22 empresas donde el estado colocó directores, 12 pertenecen al sector energético. Esto no es casualidad ya que, como consecuencia de la crisis energética que se viene observando en Argentina desde 2006, el estado ha sido el principal impulsor de nuevas inversiones en esta área, luego de haber mantenido durante años congeladas las tarifas pese a la suba de costos. A su vez estas empresas reciben subsidios estatales cuyo objetivo final es el de mantener el precio de la energía en argentina en valores muy por debajo de los del resto de la región.

Un detalle llamativo desencadenado por la nacionalización es que el gobierno tiene en su poder el 9% de las acciones del Grupo Clarín, sociedad multimedios a quién la administración kirchnerista ha señalado como su enemigo público número uno.

Designaciones de la ANSES			
Empresa	Part. %	Designaciones ANSES	
San Miguel	26,96	Dir. Titular	Rubén Darío Patrouilleau
Banco Macro	26,85	Dir. Titular	Hugo Alvarez
Gas Natural BAN	26,63	Dir. Titular	Rubén Bassi
		Dir. Suplente	Damián Camacho
Consultatio	26,62	Dir. Titular	Joge Meana Alcomada
		Síndico titular	Guillermo Stock
		Síndico Suplente	María Rosa Eckard
Edenor	26,4	Dir. Titular	Eduardo Quiles
		Dir. Suplente	Rafael Mancuso
		Síndico titular	Jorge Pardo
		Síndico Suplente	Alejandro Turri
Distribuidora de Gas Cuyana	26,12	Dir. Titular	Ernesto Leguizamón
		Dir. Suplente	Luis Vitulio
		Síndico titular	Nestor Fuks
		Síndico Suplente	Francisco Gonzáles
Siderar	25,97	Dir. Titular	Aldo Ferrer
Telecom	24,98	Dir. Titular	A Designar
		Dir. Suplente	A Designar
Transportadora de Gas del Sur	23,1	Dir. Titular	Miguel Mirmi
		Dir. Suplente	Guillermo Leguizamon
		Síndico titular	Alejandro Roisetul William
		Síndico Suplente	Francisco Gonzáles
Grupo Concesionario del Oeste	241,56	Dir. Titular	Claudio Carballeinza
		Dir. Suplente	Damián Camacho
Emdersa	20,96	Dir. Titular	A Designar
Pampa	19,35	Dir. Titular	Pablo Campana
Transener	18,78	Dir. Titular	Santiago Pierro
		Dir. Suplente	Luis Vitulio
		Síndico titular	Orlando Bertone
		Síndico Suplente	Celia Yanuzzi
Solvay Indupa	16,71	Dir. Titular	Rafael Vargas
Petrobrás Energía	15,32	Dir. Titular	A Designar
		Dir. Suplente	A Designar
Endesa Costanera	13,4	Dir. Titular	Simòn Dassensich
		Dir. Suplente	Damián Camacho
		Síndico titular	Ada Lisjak
		Síndico Suplente	Mario Williams
Camuzzi Gas Pampeana	12,65	Dir. Titular	Héctor Bañuelos
Juan Minetti	11,31	Dir. Titular	Miguel Peirano
Metrovías	8,55	Dir. Titular	Hernán Vilas
		Dir. Titular	María Ferré
		Dir. Suplente	Luis Vitulio
		Dir. Suplente	Damián Camacho
Banco Hipotecario	4,87	Dir. Titular	Armado Boudou
Central Puerto	3,95	Dir. Titular	Edgardo Luicen
Transportadora de Gas del	0,73	Dir. Titular	Luis Leguizamón
		Dir. Suplente	Alejandro Geretto

Tabla 4.5 - (Fuente: Elaboración Propia)

4.2.3 Fondos Comunes de Inversión

Los Fondos Comunes son un instrumento de inversión mediante el cual un grupo de inversores confía parte de sus ahorros a una empresa especializada en su administración a la espera de una renta positiva.

Este tipo de práctica es muy popular en los países mas desarrollados, en donde los Fondos absorben la mayor parte del ahorro de las familias. A principios del 2008 la industria de fondos sumaba alrededor del mundo activos por USD 27 billones. La gran cantidad de activos administrados por este tipo de fondos los convierte en los principales inversores institucionales. Tanto en Estados Unidos como en algunos países de la Unión Europea los fondos de jubilación privada están categorizados dentro de este segmento.

En Argentina los bonos están regidos por la Ley 24.083 promulgada en 1992. Pese a que todos los fondos existentes poseen características similares, estos se dividen entre fondos que adquieren acciones, fondos que adquieren bonos y fondos orientados a los instrumentos de corto plazo.

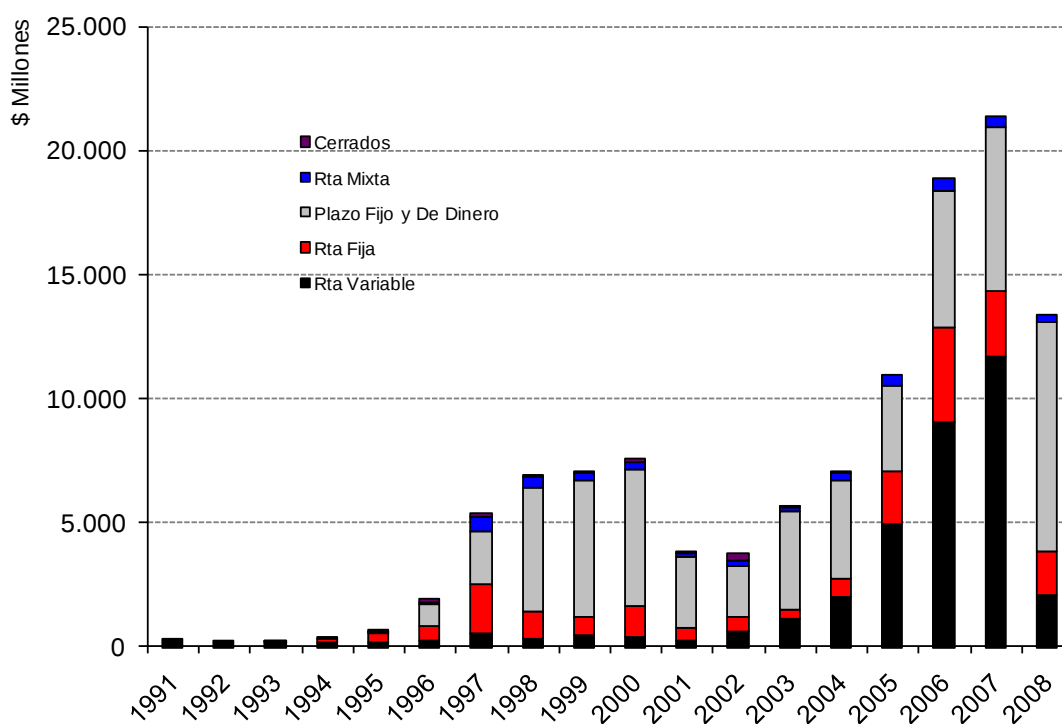


Figura 4.5 - FCI Evolución Patrimonio
(Fuente: Cámara Argentina de FCI)

Las grandes ventajas de los fondos Comunes de Inversión para las AFJP eran el mayor acceso a activos extranjeros que estos permitían a través de los Fondos MERCOSUR, aprovechando las altas subas de la bolsa de Brasil durante 2007 y principios del 2008, y la alta liquidez de los mismos,

permitiéndoles a las administradoras mantener indirectamente posiciones en activos de renta fija y variable que de otra forma serían difíciles de desarmar.

Como se ve en la Figura 4.5, hasta principios de 2008 los fondos, principalmente aquellos de renta variable, venían experimentando un crecimiento notable a tasas interanuales en promedio del 40%.

De los fondos de renta variable a Enero del 2008 el 95% correspondían a fondos de renta variable extranjera. En la Figura 4.6 se muestra una evolución de la composición de los fondos de inversión durante el 2008 y el primer trimestre del 2009.

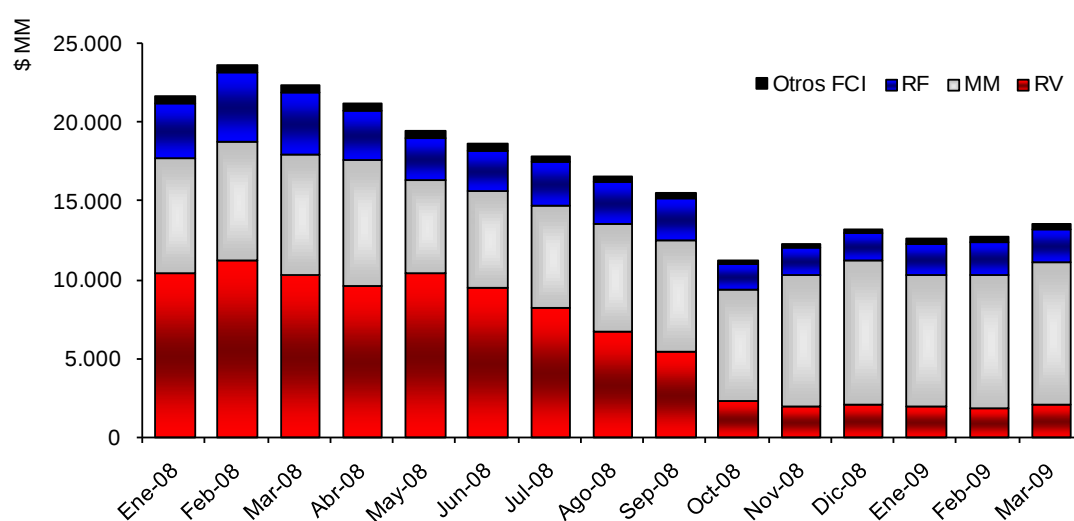


Figura 4.6 - Fondos Comunes de Inversión - 2008/2009
(Fuente: Cámara Argentina de FCI)

Las AFJP tenían gran participación en el mercado de los Fondos Comunes de Inversión, en donde a Enero del 2008 justificaban el 45% del total de las inversiones manejadas por instrumentos. Pese a que desde Enero los fondos tenían la obligación de desarmar sus posiciones en los Fondos que operaran con el MERCOSUR, estos representaban el 70% de las inversiones en Fondos Comunes a Mayo del 2008, casi \$7.000 millones.

Durante 2008 los fondos de *Money Market* (Plazos Fijos de corto plazo) tuvieron un rendimiento positivo, 5% en promedio y los fondos de Renta Fija de Corto plazo se mantuvieron en rendimientos cercanos al 0%. Por otro lado los Fondos de Renta Fija de mediano y largo plazo y los fondos de renta variable experimentaron rendimientos negativos del 35% y 40% respectivamente. Si al retiro de las Administradoras de los fondos MERCOSUR le sumamos los rendimientos mencionados, se explica el incremento de participación de los fondos de *Money Market* sobre el total de los fondos, que paso del 33% en enero del 2008 al 66% en igual mes del 2009.

En el Gráfico 4.7 puede observarse como durante el último año de su existencia las administradoras desarmaron paulatinamente la posición en los fondos MERCOSUR, que prácticamente dejaron de figurar para fines de Octubre del 2008. La gran importancia de los fondos en este rubro puede verificarse cuando se observa como la caída en el total de las inversiones en renta variable se produjo en el mismo mes de octubre de 2008. De los \$3.100 millones que los fondos perdieron en el rubro de activos de Renta Variable en ese mes, \$2.800 millones corresponden a la salida de las administradoras de este tipo de instrumentos.

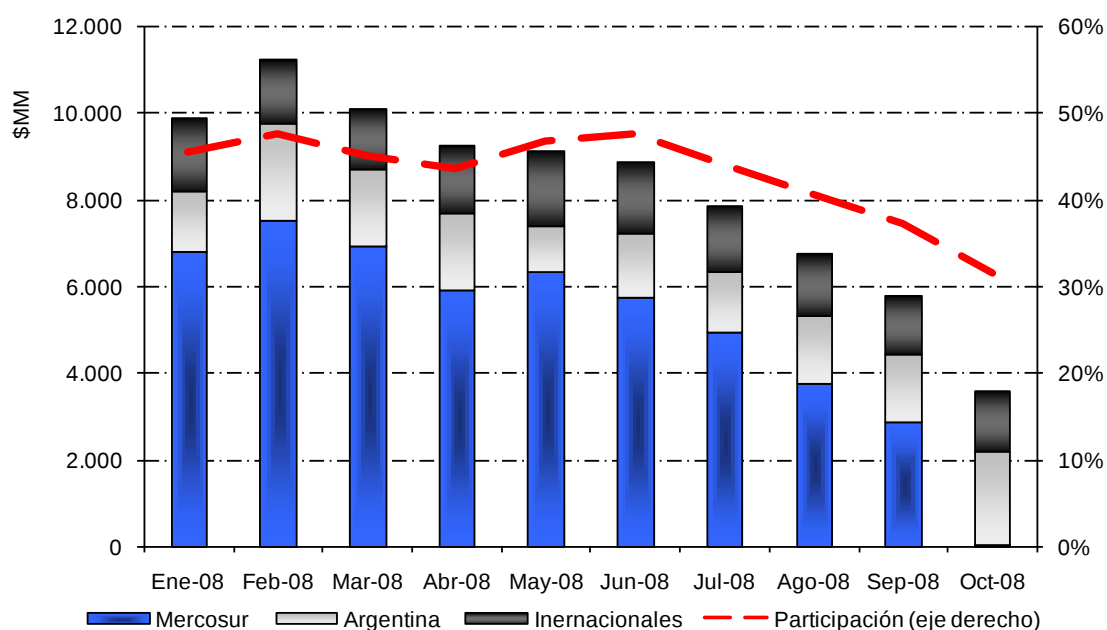


Figura 4.7 - Fondos AFJP/ Participación en el Mercado
(Fuente: SAFJP/Cámara Argentina de FCI)

Desde la nacionalización la ANSES mantuvo las participaciones anteriormente en poder de las AFJP. Es por ello que para la Industria de los Fondos Comunes de Inversión el principal inconveniente no fue la nacionalización en si misma, si no que la Industria se vio mayormente afectada por la prohibición de invertir en Fondos con Activos MERCOSUR.

4.3 Impacto al crédito

4.3.1 Financiamiento

A la hora de financiarse mediante el mercado de capitales, las empresas utilizan fundamentalmente 3 instrumentos: suscripción de nuevas acciones, emisión de obligaciones negociables y la emisión de fideicomisos financieros. Como se vio en la sección de inversiones de las AFJP, los fondos consumían todos los elementos mencionados, totalizando a Septiembre de 2008 \$18 mil millones entre sus tenencias en acciones, en fideicomisos y en ON.

Este trabajo considera la evolución del financiamiento genuino, considerando recursos que no se hayan originado en reestructuraciones de deuda, no hayan servido para proporcionar liquidez a instrumentos ya emitidos y en el caso de acciones, aquellas suscripciones que no se hayan destinado a recomponer el capital accionario, a capitalizar deudas, o que formen parte de procesos de reestructuración.

Durante el 2001, año en el que se gestó la crisis que desembocaría en la renuncia de De La Rúa, el financiamiento a las empresas experimentó una caída del 55% con respecto al año 2000, totalizando únicamente USD3.000 millones. Esta caída se hizo mucho mas pronunciada después de la crisis, donde el financiamiento combinado de los años 2002, 2003 y 2004 fue menor que financiamiento del 2001.

La recuperación del financiamiento genuino comenzó durante el año 2005, en el que se totalizaron recursos por USD2.000 millones. Fue para esta fecha en donde comenzó a tomar particular relevancia la emisión de Fideicomisos Financieros, que pasaron de representar el 18% de los recursos obtenidos en el 2000 al 53% de los obtenidos durante el período comprendido entre el 2005 y el 2008.

En la Figura 4.8, que muestra la evolución por instrumento desde el año 2000, se puede observar la importante caída que hubo durante 2008 con respecto al año anterior. Durante 2008 se emitieron USD458 millones en Obligaciones Negociables, con una caída interanual de 84%. Las empresas que cancelaron o pospusieron sus emisiones citaron a la crisis de los mercados internacionales como el principal factor para detener sus búsquedas de liquidez.

A continuación se detallan los distintos instrumentos relacionados con el financiamiento, identificando el rol que las administradoras cumplían en sus colocaciones y estimado cual puede ser la posible participación de la ANSES en ese mercado.

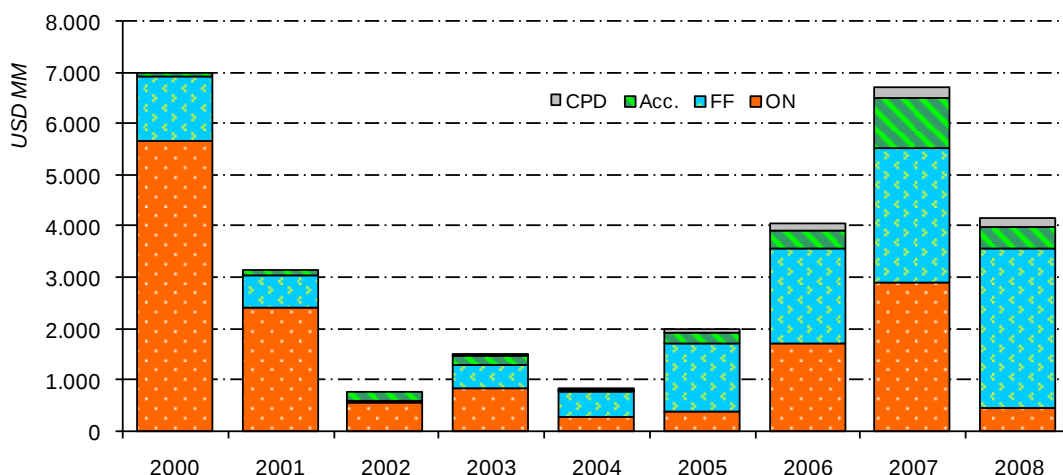


Figura 4.8 - Financiamiento Genuino 2000-2008
(Fuente: IAMC)

4.3.2 Fuentes del Financiamiento

A) Suscripciones

IPOs

La industria de los IPOs (Ofertas Públicas Iniciales por sus siglas en inglés), estuvo particularmente activa en la Argentina durante los últimos dos años previos a la estatización. Las emisiones registradas desde el 2001 fueron Socotherm, Grupo Clarín, Emderesa, Edenor, Banco Patagonia y Consultatio.

En todas ellas los Fondos tuvieron una participación activa, aportando siempre por encima del 65% de la oferta local. Mediante la participación en IPOs las AFJP aportaron al Mercado de Capitales la cifra de \$1,2 miles de millones, representando el 76% de la financiación que las empresas obtuvieron mediante esta vía.

Para obtener la información acerca de la participación de las AFJP en las tenencias de las acciones lanzadas por primera vez al mercado, se utilizó el informe que presentaba la SAFJP mensualmente con las carteras de tenencias. A continuación se tomó el dato de cierre de período, en millones de pesos, y se obtuvo el precio a esa fecha. Dividiendo el total en pesos sobre el precio pudo obtenerse una aproximación de la participación de las administradoras en los lanzamientos.

La Tabla 4.6 presenta un resumen de las mencionadas participaciones.

Debido al abaratamiento del costo de las acciones, tanto los IPO como suscripciones adicionales de acciones, dejaron de ser alternativas

consideradas por las empresas para su financiación. Esto se debe a que los accionistas controlantes estarían entregando una parte de su capital a un precio muy por debajo de los precios históricos, con lo que en general optan por alternativas de endeudamiento como la emisión de acciones preferidas u obligaciones negociables. Desde mayo del 2008, fecha de la colocación de Consultatio, que no se registran nuevas suscripciones.

Participación en IPO						
Empresa	Fecha	Oferta (acciones)	Particip. AFJP	% Oferta	Precio Suscr.	Total Suscr. (\$)
Socotherm	Nov-06	15.000.000	11.188.598	75%	7,3	81.676.765
Edenor	May-07	83.161.020	54.789.425	66%	2,62	143.548.294
Patagonia (*)	Jul-07	66.600.040	49.912.461	75%	4,033	201.296.955
Grupo Clarin (*)	Oct-07	15.000.000	9.707.217	65%	29,14	282.868.303
Emdersa	Dic-07	56.237.020	48.324.111	86%	3,45	166.718.183
Consultatio	May-08	110.000.000	99.405.910	90%	3,2	318.098.912
Total				76%		1.194.207.412

(*) En los casos de Patagonia y Clarin, la oferta corresponde unicamente a la oferta local. La oferta global fue de 225.000.000 y 50.000.000 acciones respectivamente

Tabla 4.6 - (Fuente SAFJP/IAMC)

Es por ello que la desaparición de las AFJP como suscriptoras de colocaciones no representa un problema a corto plazo para las empresas argentinas, pero tendrá sin embargo consecuencias más notorias en el largo o mediano plazo. Difícilmente un gobierno dedique parte de su liquidez a una inversión de largo plazo como lo es la compra de acciones. La tenencia de acciones era uno de los aspectos que demostraban el pensamiento a largo plazo de las AFJP, en donde mantenían posiciones estables por largos períodos de tiempo.

Otras Suscripciones

Además de los IPO, muchas empresas ya listadas buscan nuevos fondos mediante la emisión adicional de acciones. El total de las suscripciones, incluyendo ofertas iniciales, alcanzó la suma de USD1.000 millones en 2007, totalizando USD2.000 millones desde el 2005 hasta el 2008, un 11% del total de los recursos obtenidos por las empresas.

De las últimas suscripciones de magnitud que se realizaron por esta vía, los fondos adquirieron el 15% de una suscripción de 600 millones de acciones de Pampa Holding en Febrero del 2007, que le reportó a la empresa USD430 millones.

De la suscripción de Cresud en Marzo del 2008 por 180 millones de acciones solo participaron con 5 millones, alrededor del 3% del total. Por último también hubo ofertas de nuevas acciones de Banco Galicia y de Alpargatas, aunque en estos casos no hubo participaciones de los fondos, debido a la baja liquidez de las empresas en la B.C.B.A.

B) Obligaciones Negociables

Las Obligaciones Negociables son títulos de deuda emitidos por las empresas. Cuentan con varias ventajas con respecto a los préstamos bancarios directos, como por ejemplo exenciones impositivas y la posibilidad de acceder a financiamiento en dólares en el mercado local. Como su nombre bien lo indica, son negociadas a través de los sistemas de compraventa de renta fija.

Las ON han sido el elemento más popular para la financiación utilizado por las empresas durante los últimos años, participando del 50% de la financiación a través del mercado de capitales durante la última década.

Para estimar la participación de las administradoras en las suscripciones, se tomó como base de muestra las emisiones realizadas durante el período comprendido entre Octubre de 2007 y Septiembre de 2008, es decir los últimos doce meses en las que las administradoras operaron con normalidad.

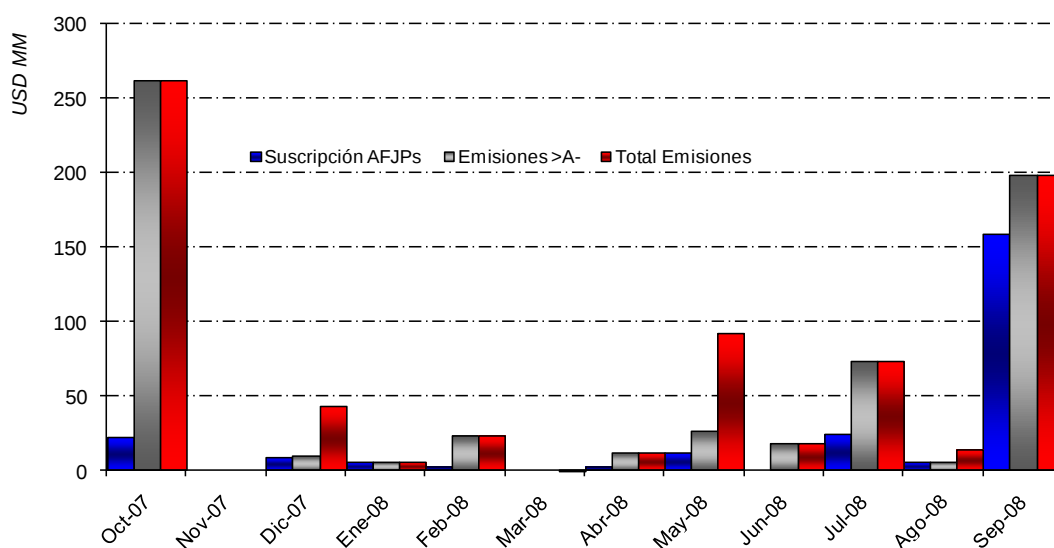


Figura 4.9 - Emisión ONs 2007-2008
(Fuente: IAMC/SAFJP)

Durante ese período los fondos aplicaron USD240 millones en nuevas emisiones de deuda, tanto de corto como de largo plazo, contra un total de emisiones de USD742 millones. Esto significa que las administradoras participaron en el 32% de las emisiones

Sin embargo, gran parte de los USD742 millones corresponden a emisiones realizadas por empresas que no contaban con la calificación de riesgo mínima requerida por la ley para participar. Las emisiones de las empresas en las que las AFJP estaban en condiciones de participar sumaban USD600 millones. Esto indica que el porcentaje de participación de las Administradoras en las

emisiones con calificación A- o superior fue durante este periodo del 40%. Para determinar las adquisiciones de las administradoras se utilizó información provista por la Superintendencia. Esto se ve con claridad en la Figura 4.9.

A partir de octubre del 2008, el financiamiento a través de esta vía experimentó una gran disminución, emitiéndose en el período entre este mes y febrero de 2009 USD147 millones, una caída interanual de 56%. De este monto, USD102 millones corresponden a una emisión de Emgasud impulsada por el gobierno y suscripta principalmente por la ANSES, esto se verá con mayor claridad en la sección 4.3.4- Mercado de Capitales Post Octubre.

C) Fideicomisos

Un Fideicomiso Financiero es un contrato por el cual una empresa con necesidades de caja (Fiduciante) le entrega a un Fiduciario, que debe ser una compañía aceptada por la CNV como tal, parte de su patrimonio (en general activos ilíquidos), para que el Fiduciario administre a favor de los beneficiarios del Fideicomiso, que son los inversores. Los beneficiarios pueden recibir tanto valores de deuda como cupones de participación.

Un claro ejemplo de la utilidad de estos contratos es el que se da con las empresas de consumo, donde el patrimonio fideicomitado puede ser el crédito otorgado a una cartera de clientes cuyos vencimientos se extienden a futuro. Con los fondos obtenidos las empresas tienen recursos como para reabastecer sus stocks.

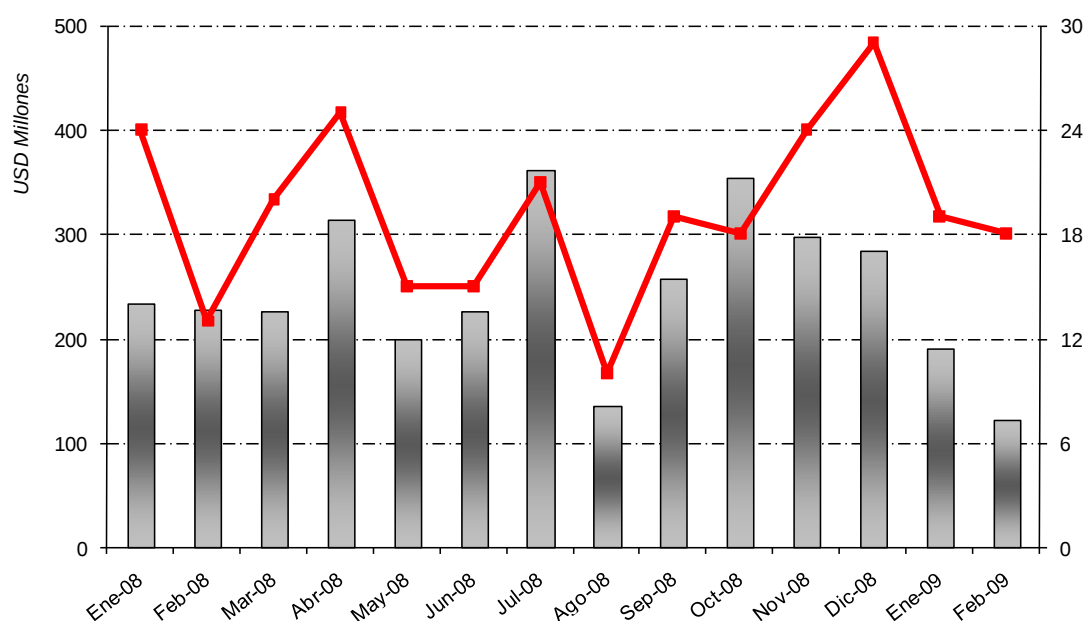


Figura 4.10 - Fideicomisos Estructurados - Monto y Cantidad
(Fuente: IAMC)

Entre los beneficios de este tipo de contratos, aquellos que cuentan con autorización de oferta pública estaban exentos de pagar impuesto a las ganancias. Los Fideicomisos Financieros han cobrado gran importancia en el mercado de capitales de la Argentina, justificando casi el 75% de la financiación en 2008.

Esa propiedad fue derogada en Agosto del 2008. Durante el mes se emitieron fideicomisos pro USD135 millones, por debajo del promedio de USD260 millones de los primeros 7 meses del año. En la Figura 4.10 se observa esta variación. Durante los meses de Enero y Febrero de 2009 la industria comenzó a experimentar bajas, cayendo 18% y 46% respectivamente en términos interanuales.

Para Obtener información acerca de las compras de Fideicomisos de las administradoras, considerando la poca información al respecto existente en las fuentes tradicionales, se trabajó directamente con los reportes de la Superintendencia. Se estimaron las compras para el último año de existencia de los fondos, es decir entre Noviembre del 2007 y Octubre del 2008.

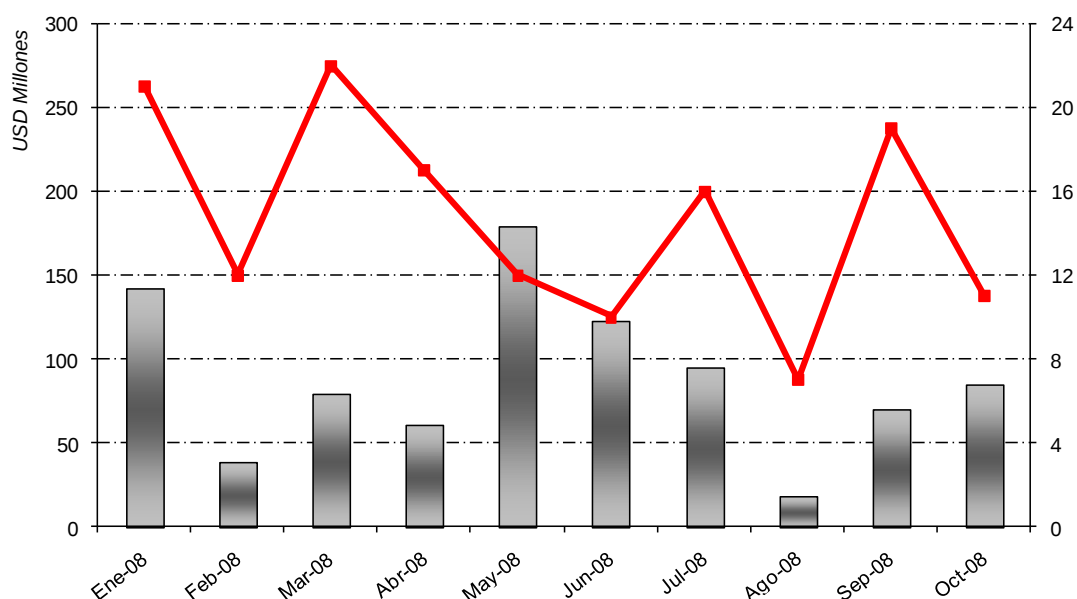


Figura 4.11 - Participación Fondos - Monto y Cantidad
(Fuente: IAMC/SAFJP)

Inicialmente se identificó los fideicomisos que las AFJP tuvieron en cartera mes a mes, la cantidad de títulos poseídos y el precio de cada título. A continuación se sumó el total de fideicomisos que fueran adquiridos por los fondos, con la suposición que la gran mayoría de las compras era proveniente de nuevas emisiones y no de compras en el mercado.

Durante su último año, las AFJP adquirieron entonces \$3.674 millones de fideicomisos, lo cual, considerando el dólar promedio de cada período afectado, equivale a USD1.174 millones. Durante este período, las empresas obtuvieron financiación utilizando estos instrumentos por USD3165 millones, con lo que se puede afirmar que las administradoras jugaban un papel importante en este mercado adquiriendo hasta el 38% de las colocaciones. La Figura 4.11 muestra la evolución de la participación de los fondos para este período.

Pese a no contarse con información precisa sobre las participaciones en la ANSES en el mercado de fideicomisos, desde la banca de inversión de los principales Fiduciarios afirman que esta no ha sido muy activa hasta fines de marzo del 2009. A la caída en la cantidad y volumen las emisiones consecuencia de la baja en la demanda de las administradoras también debe sumarse la caída consecuencia de una desaceleración de la economía Argentina.

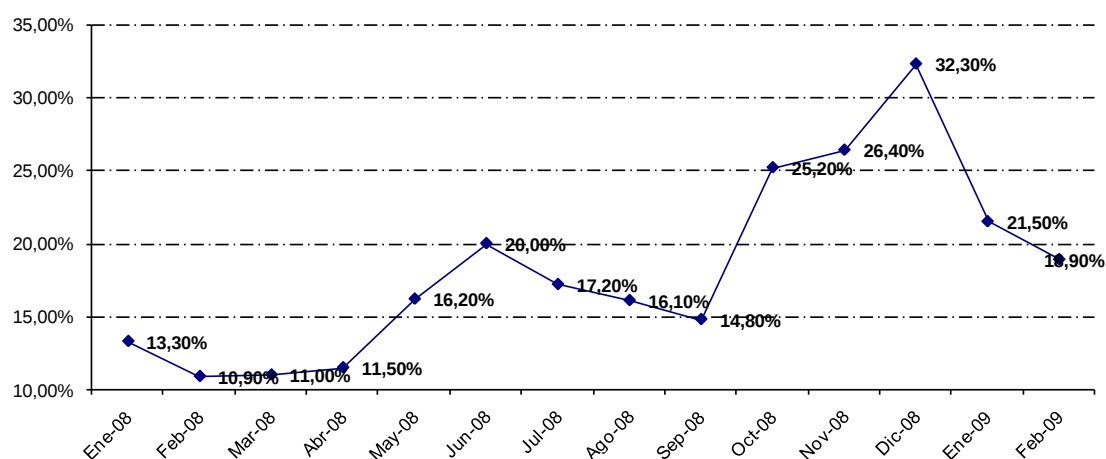


Figura 4.12 - Tasa Promedio
(Fuente: IAMC)

Otro efecto observado tras la nacionalización de los fondos fue el encarecimiento del crédito en la Argentina (tema desarrollado en la sección 4.3.4 Depósitos, Préstamos y Tasas de Interés). Esto afectó a los fideicomisos, observándose una fuerte suba de las tasas en los meses posteriores al fin de las AFJP. La Figura 4.12 muestra la evolución de la tasa de interés promedio para los títulos *senior* en pesos para un plazo menor a dos años.

4.3.3 Mercado de Capitales Post Octubre

Como se vio en los análisis anteriores, el fin de las administradoras fue un golpe de gracia determinante para el mercado de capitales local. Durante los períodos analizados, la participación de las AFJP fue de alrededor del 40% de los montos emitidos. Por ello, su desaparición trajo consecuencias inmediatas.

En el mes de Octubre de 2008 las AFJP habían aprobado financiar a YPF, Petrobras y Juan Minetti por USD280 millones, cumpliendo con los requerimientos del llamado inciso “Q”. Los proyectos de YPF y Petrobrás fueron detenidos mientras que Juan Minetti recibió fondos por un valor considerablemente inferior al previsto inicialmente. Desde el fin de las administradoras hasta marzo del 2009 se registraron nuevas emisiones por USD1.500 millones, una caída interanual del 30%.

En cuanto a la participación de la ANSES en las nuevas colocaciones, el organismo estatal a fines de mayo de 2009 no brindaba información de sus inversiones. Sin embargo, y a través de distintas fuentes se pudo armar una aproximación de las inversiones en las cuales participó la ANSES al mes de mayo del 2009, detallada en la Tabla 4.7.

Participación de la ANSES en las Emisiones					
Emisión	Moneda	Emisión USD MM	Particip. Anses	%	Tasa de Corte
Emisiones Genuinas					
ON Tarjeta Cuyana XIX	\$	11,5	4,0	34,7%	N/A
ON Juan Minetti	\$	20,1	11,5	57,1%	Badlar + 5,75%
Edenor	\$	10,1	5,1	50,0%	Badlar + 6,75%
M. Benz	\$	8,1	2,7	33,0%	Badlar + 5,5%
ON Sygenta	USD	3,5	1,4	39,0%	10,50%
Total Genuinas	-	49,9	23,2	47%	-
Emisiones Orientadas					
Central TermoEléctrica Belgrano y Timbues	USD	251,0	210,8	84,0%	Libor + 5%
AYSA	\$	71,6	71,6	100,0%	9,77%
ON Emgasud	USD	101,3	67,8	66,9%	14%
Total Orientadas	-	527,2	398,1	76%	-
Total	-	425,9	330,3	77,6%	-

Tabla 4.7 - (Fuente: ANSES/Elaboración Propia)

Como se ve en la tabla anterior, para este análisis se realiza una distinción entre las llamadas emisiones genuinas, emisiones realizadas por empresas en las cuales la ANSES decidió participar y con rating suficiente como para que captar las inversiones y las llamadas emisiones orientadas, emisiones de empresas sin el rating suficiente como para ser destinatarias de fondos de las administradoras, o de cualquier otro inversor institucional. Haciendo esa distinción se observa que desde el fin de las administradoras hubo emisiones genuinas por USD50 millones, un monto significativamente interior al histórico, de las cuales la ANSES participó en el 47%, es decir a un nivel similar al que lo hacían las administradoras.

Por su parte, mediante las inversiones orientadas la ANSES pudo derivar USD330 millones (80% del monto total suscripto) en colocaciones con tasas significativamente inferiores a las observadas en el mercado. En general se trata de empresas con perspectivas de futuros ingresos muy bajas, especialmente en el caso de AYSA, y que sin embargo logran financiación a tasas similares a las de organizaciones con calificación internacional de *investment grade*.

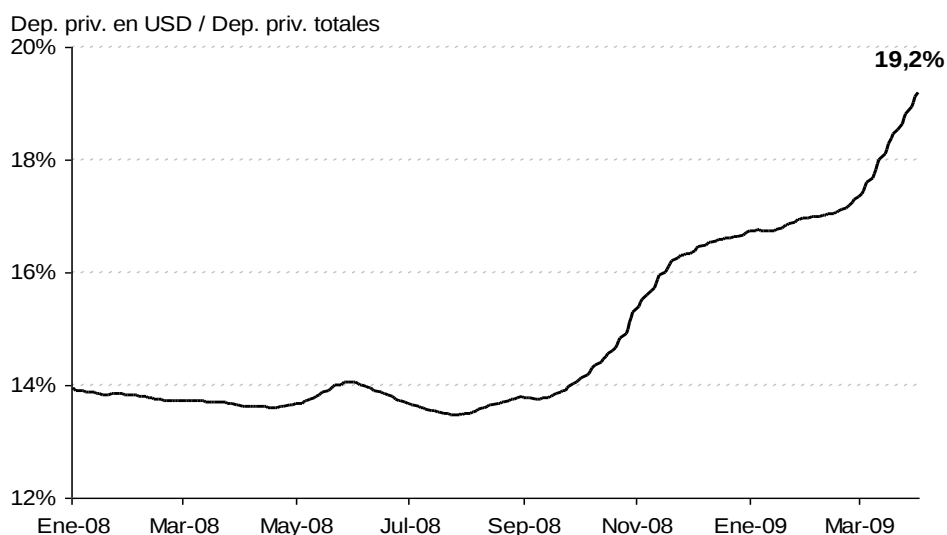
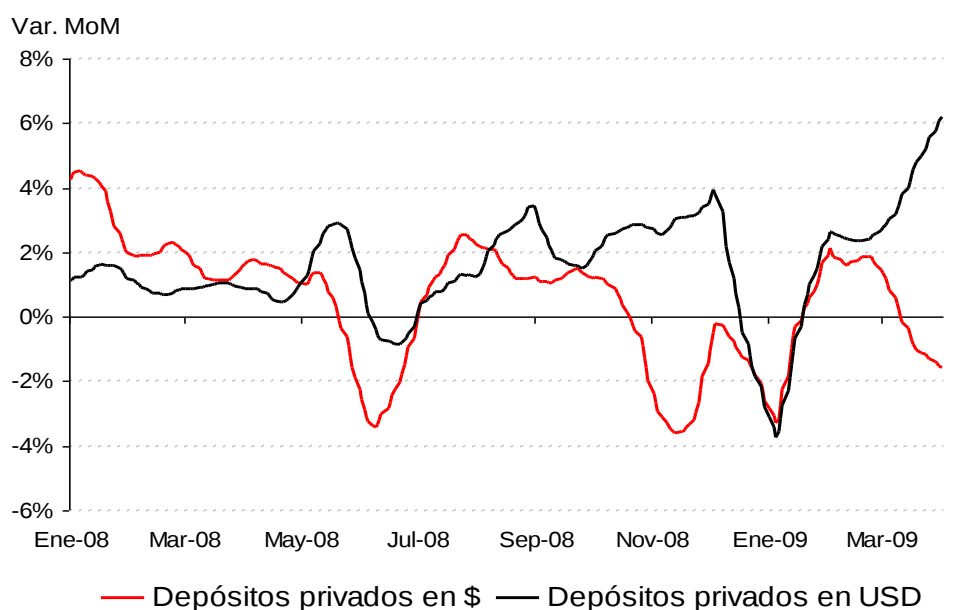
Mientras que las AFJP financiaban los mejores proyectos, el dinero en poder de la ANSES esta siendo utilizado para financiar proyectos poco lucrativos, que sin acceso a estos prestamos con tasas bajas no tendría posibilidad de sobrevivir. En Argentina, el mercado de capitales ya no premia a los mejores proyectos con una tasa más baja y con más acceso al crédito. Por el contrario, y como se observa en este análisis, quienes consiguen mas facilidades son los proyectos menos lucrativos, lo cual atenta contra el circulo virtuoso del mercado de capitales y disminuye las perspectivas de crecimiento del país en el largo plazo.

Adicionalmente, se supone que las participaciones de la ANSES en el mercado de Capitales son únicamente consecuencia de una liquidez temporaria, y que en el largo plazo, a medida que los recursos en cartera comiencen a aplicarse en proyectos de inversión en los que el criterio de selección sea la necesidad política y no el potencial rendimiento, este escenario cambiará radicalmente, dejando a una ANSES con necesidades financieras desfavorables.

La ANSES también instrumentó un plan de incentivo a la industria automotriz que tiene como objetivo incentivar los créditos prendarios, pero desde su instrumentación en febrero no tuvo la trascendencia suficiente como para merecer posteriores análisis.

4.3.4 Depósitos, Préstamos y Tasas de Interés

Los depósitos, créditos y tasas de interés son los tres principales indicadores de referencia utilizados para medir el estado del crédito en una economía. Se interrelacionan entre sí, y con otras variables de la economía, en forma compleja, dinámica, y no de una manera lineal ni causal. Sin embargo, y a grandes rasgos, puede afirmarse que una suba en los depósitos tendería a disminuir las tasas de interés, ya que incrementaría la oferta de dinero prestable. Esto a su vez impulsaría el crédito hasta la tasa de equilibrio menor. Esta afirmación también es válida en el sentido inverso.



Figuras 4.13/4.14 – Dolarización de Carteras
(Fuente: BCRA)

Tras la nacionalización de los fondos, y como muestran las Figuras 4.13 y 4.14, se observó un retroceso en los depósitos en pesos del sistema financiero. Los depósitos privados permanecieron en el sistema, pero se observó un efecto de dolarización de las carteras, y a su vez disminuyó el ritmo de crecimiento interanual del stock de depósitos. La dolarización de carteras es en parte consecuencia directa de la nacionalización, ya que esta última puso en evidencia las necesidades financieras en dólares para la Argentina durante 2009, ejerciendo una fuerte presión sobre el tipo de cambio.

El impacto directo en el crédito no tardó en aparecer, ya que los bancos se encontraron con menos reservas para prestar sin comprometer su liquidez y las tasas de interés aumentaron en gran medida como se verá posteriormente. La Figura 4.15 muestra como se desaceleró el crecimiento de los préstamos al sector privado durante los últimos meses del 2008 y comienzos del 2009.

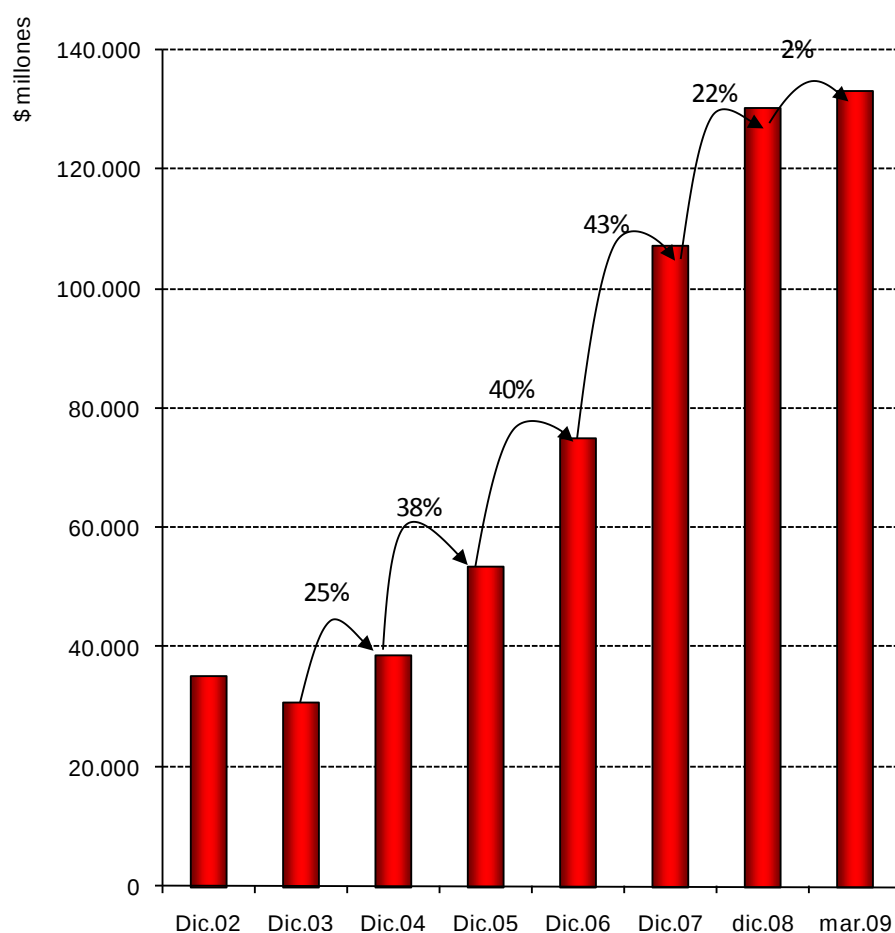


Figura 4.15 – Préstamos al Sector Privado
(Fuente: BCRA)

Como consecuencia de las caídas de los depósitos en pesos, inicialmente se registró un gran ascenso de las tasas de interés en pesos, llegando la BADLAR para bancos privados hasta el 22% a fines de octubre, un 50% que el promedio

observando durante los 12 meses anteriores. Sin embargo, la posterior caída en el crédito, y las mejores perspectivas fiscales observadas para la Argentina tras el cierre de acuerdos con el FMI normalizaron el sistema, volviendo las tasas a situarse en torno al 14%, como se observa en la Figura 4.16.

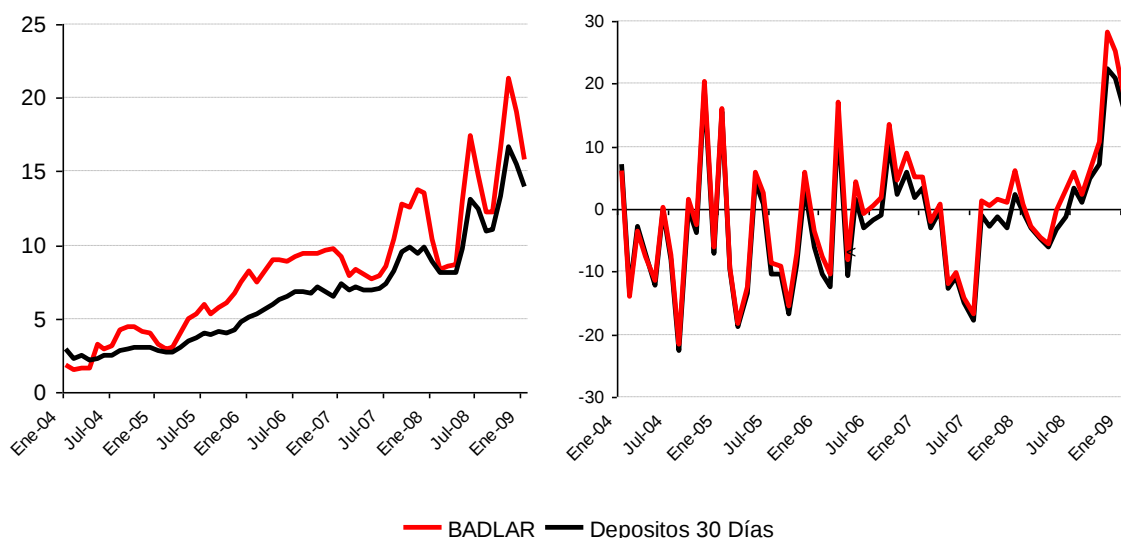


Figura 4.16 – Tasas de Interés
(Fuente: BCRA)

De los \$7.500 millones que heredó la ANSES de las administradoras, inicialmente surgieron temores de posibles desvíos a bancos amigos y no renovación de vencimiento. Sin embargo la ANSES mantuvo todos los plazos fijos renovándolos en las distintas fechas de vencimiento. Nuevos fondos fueron orientados a este mercado en forma de licitaciones (plazos fijos dirigidos). De esta forma el stock de plazos fijos se incrementó en un 35% desde Diciembre, totalizando a Abril del 2009 \$10.233 millones. La tabla 4.8 muestra las variaciones en los principales Bancos durante el período.

Plazos Fijos AFJP - ANSES							
Banco	ANSES - Abr/09				AFJP - Dic/08		Variación Dic- Abr
	No Dirigidos	Dirigidos	Total (\$MM)	Particip. %	Total (\$MM)	Particip. %	
Macro	1.877	63	1.940	19%	1.240	16%	56%
Galicia	1.101	172	1.273	12%	1.007	13%	26%
Provincia	487	485	972	9%	855	11%	14%
SANTANDER	541	63	604	6%	361	5%	67%
Banco Hipotecario	516	31	547	5%	250	3%	119%
Citi	499	0	499	5%	332	4%	50%
ITAU	314	0	314	3%	338	4%	-7%
BBVA Francés	217	47	264	3%	666	9%	-60%
Patagonia	223	0	223	2%	280	4%	-20%
Nacion	100	47	147	1%	299	4%	-51%
HSBC	50	31	81	1%	507	7%	-84%
Otros	2.808	563	3.371	33%	1.443	19%	134%
Total	8.733	1.500	10.233	100%	7.578	100%	35%

Tabla 4.8 - (Fuente: ANSES/Elaboración Propia)

4.4 Efecto sobre volúmenes y precios

4.4.1 Precios

A) Acciones

El análisis del impacto de la estatización del régimen jubilatorio en el precio de las acciones argentinas no resulta simple a primera vista ya que la fecha del anuncio de la nacionalización coincidió con el momento de mayor *stress* de la crisis internacional de los mercados.

Tras la crisis del 2001, el índice Merval tocó sus mínimos históricos en más de dos décadas, llegando a un valor de 167 en junio del 2002. Tras eso comenzó una importante recuperación en la que los valores del índice se cuadruplicaron en dólares entre enero del 2003 y enero del 2008. Aún con la crisis inmobiliaria que se originó en los Estados Unidos a mediados del 2007, y que desembocó en la posterior crisis global, el índice líder del *equity* en Argentina pudo mantenerse en niveles record en pesos (alrededor de los 2.000 puntos).

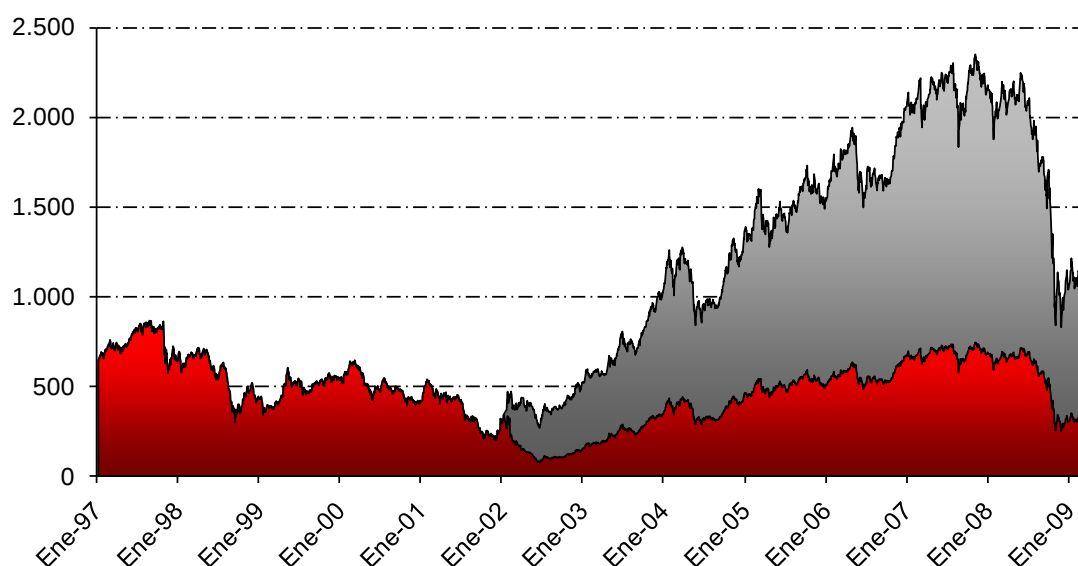


Figura 4.17 - Merval y Merval en dólares Ene-97 a Mar-09
(Fuente: Bloomberg)

Recién se comenzaron a sentirse los efectos de la crisis en Argentina durante el mes de octubre del 2008, cuando tras la quiebra de Lehman Brothers ocurrida a mediados de septiembre y la nacionalización de los fondos, las acciones cayeron un 37% en pesos y en dólares, la mayor caída registrada durante un mes en la última década. La Figura 4.17 muestra la evolución del Merval en pesos y en dólares desde el 1997 hasta marzo del 2009.

Para observar si es que existió una caída producida únicamente producida por la nacionalización de los fondos se comparará la variación en dólares de los principales índices internacionales contra el Merval durante los meses posteriores Septiembre de 2008. El comportamiento esperado es una caída generalizada desde fines de septiembre, con una ampliación del *Spread* del indicador argentino contra el resto de los índices desde mediados de Octubre.

Tomando una muestra de diez índices de distintas economías mundial para el 2008 aparecen dos factores interesantes a la hora para el análisis aquí desarrollado. Todos los índices fueron calculados en dólares.

Evolución de Índices Durante 2008										
PERIODO		INDICE								
Desde	Hasta	Merval	M.AR	SP	Euro	España	Méjico	Brasil	Chile	Promedio
2-ene	30-sep	-25%	-31%	-19%	-33%	-30%	-13%	-27%	-17%	-23%
30-sep	17-oct	-26%	-21%	-19%	-21%	-16%	-31%	-34%	-21%	-24%
17-oct	31-dic	-17%	-19%	-4%	1%	-1%	4%	-6%	-6%	-2%
Anual		-54%	-55%	-38%	-46%	-42%	-38%	-54%	-38%	-43%

Tabla 4.9 - (Fuente: Bloomberg)

1. Hasta el 17 de octubre el Merval venía cayendo a valores similares al de un promedio de índices mundial tomado como muestra. Hasta fines de Septiembre, el Merval perdió un 25% de su valor, mientras que el resto de los índices analizados cayeron en promedio un 25%. Durante el período que va de fines de septiembre a mediados de octubre, con el recrudecimiento de la crisis mundial, tanto el promedio de índices como el Merval cayeron un 25%. Por último, desde mediados de octubre hasta fin de año, el Merval noto una desmejora del 17%, contra una caída del 2% del resto de los índices.
2. Pese a que España y Brasil son los dos países cuyas empresas cotizantes concentran mayor cantidad de inversiones en el mercado local, estos experimentaron una baja en sus valores mayor a la del resto de los índices analizados solo durante los primeros días posteriormente al anuncio de la nacionalización.

La tabla 4.9 muestra los resultados de este análisis, y en la Figura 4.18 se observa la evolución del Merval contra otros dos índices, destacándose la ampliación de los *Spreads* observada desde Octubre.

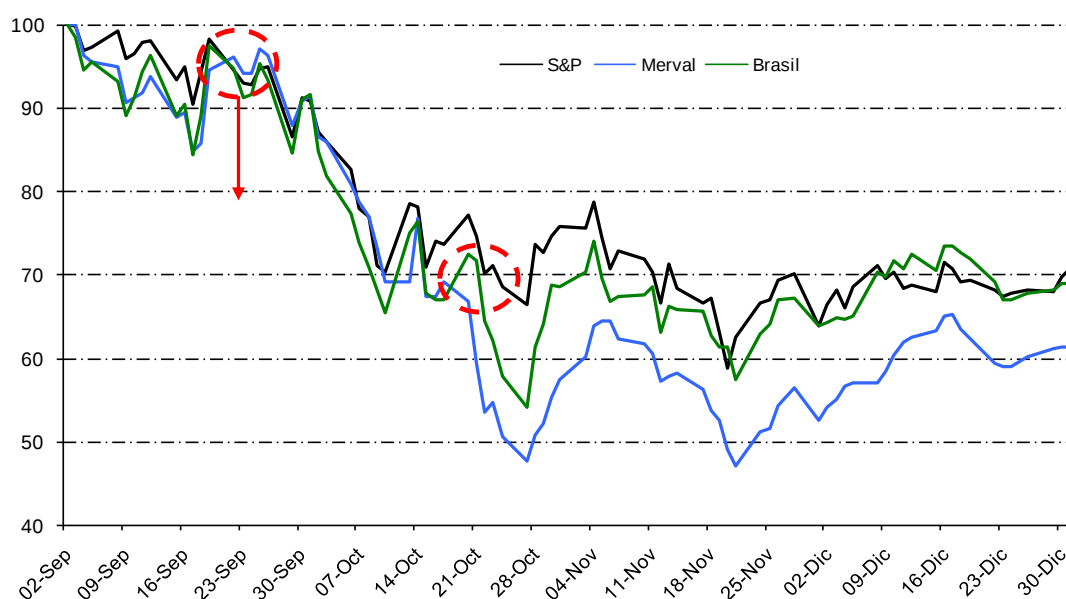


Figura 4.18 - Evolución Indicadores Base 100 Sep-08
(Fuente: Bloomberg)

Estos resultados eran consecuentes con los esperados inicialmente. La caída del Merval pareciera reflejar la importancia de las administradoras en el mercado local. Sin embargo, las dos especies con mayor participación en el índice en ese momento eran Tenaris y Petrobrás de Brasil, empresas multinacionales con intereses en Argentina pero con su demanda y negocios radicados en todo el mundo. A pesar de la importancia que revisten dentro del mercado local, la cotización de Tenaris y Petrobrás en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires justifica menos del 1% de los volúmenes negociados mundialmente de las acciones de estas compañías.

Es por ello que en esta etapa se tuvo en consideración también al índice M.AR, índice de características similares al Merval pero que solo toma en cuenta las empresas consideradas Argentinas. A fines de Octubre el Merval había sufrido caídas del 15% del valor de sus títulos el 17 de Octubre, mientras que en el índice M.AR las caídas alcanzaban casi el 30%. Para fines de marzo de 2009, esta brecha se había expandido aún mas, recuperándose el Merval hasta valores 5% por debajo del de septiembre de 2008, mientras la cotización del M.AR seguía un 25% por debajo de su valor original.

Existen muchas formas de analizar los efectos de una caída generalizada tan grande en los precios de las acciones en un país en particular, pero en general estas se dan porque los inversores anticipan menores ganancias, y por ende menores dividendos, en el mediano y largo plazo. A su vez, al utilizar métodos de valuación por DCF, la tasa de descuento WACC es directamente

proporcional al riesgo país. Una repentina elevación de este riesgo equivaldría a una mayor tasa de descuento y por ende a un menor valor presente de los flujos previstos para el futuro.

B) Bonos

Para el caso de los bonos de deuda Argentina, el efecto es mucho más marcado que en el de las acciones. A partir del 20 de octubre se produjo una gran pérdida de confianza en el gobierno local, algo paradójico en cuanto a que la nacionalización de las administradoras aumentaba la capacidad de pago de los futuros vencimientos. Esta pérdida de confianza puede atribuirse en parte a una demostración del gobierno argentino de no respetar reglas y compromisos previos, sino de modificarlas a su conveniencia, y en parte a que la dimensión de la medida demostró una preocupación acerca de la capacidad de pago del estado que hasta el momento no había sido advertida en su total magnitud.

Los CDS (Credit Default Swaps) son contratos en los que una parte abona una tasa para asegurarse contra el riesgo de Default de un estado o empresa. En general hasta antes de la crisis internacional este tipo de contratos no tenían gran relevancia en el mercado, pero el descalabro en la economía real las convirtió en un instrumento vital para el manejo de riesgos.

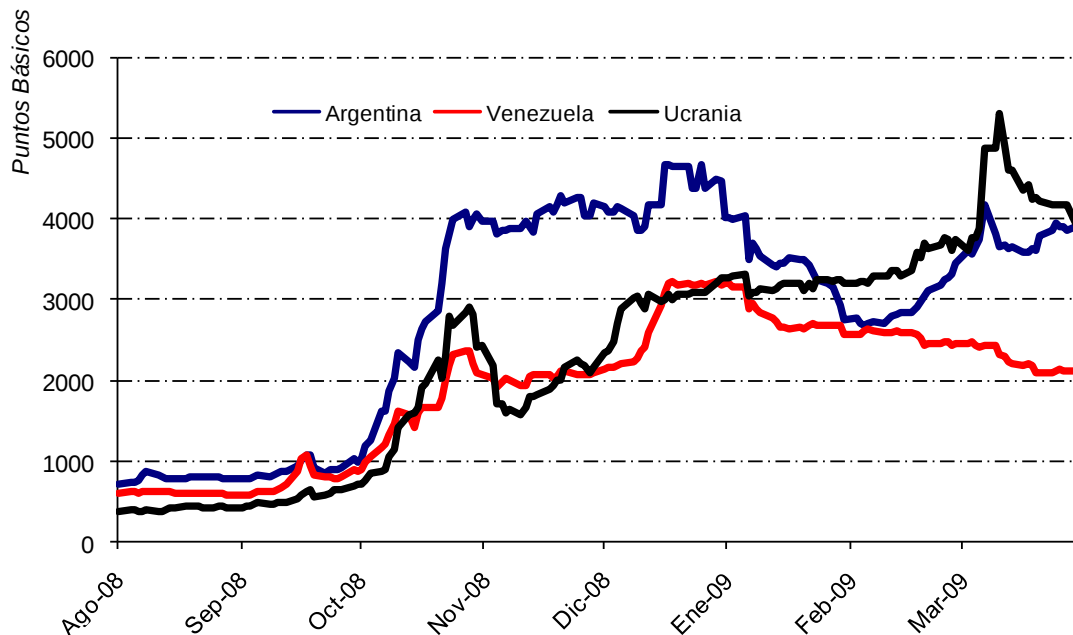


Figura 4.19 - CDS Argentina vs. Venezuela y Ucrania
(Fuente: Bloomberg)

Durante octubre de 2008 el CDS de la Argentina a 5 años subió en 2.000 puntos, alcanzando los 3.000 puntos. Esto quiere decir que la tasa anual de cobertura contra la deuda argentina equivalía a fin de mes al 30% del monto asegurado. A fines de Diciembre el CDS de la Argentina era de 5.500 puntos.

Cuando Argentina se compara con otros países con calificaciones de riesgo similares (B de Fitch Ratings), Figura 4.19, se observa que para durante el tercer trimestre de 2008 fue el país con peor performance.

La tabla 4.9 muestra la evolución de los CDS de los distintos países emergentes: Aquí se observa el agrandamiento del *spread* de Argentina durante el último trimestre del 2008. Por diferencia de escala este detalle no se puede apreciar gráficamente con claridad.

Evolución CDS Emergentes						
País	4T07	1T08	1T08	3T08	4T08	1T09
Argentina	460	595	657	1.003	4.041	3.941
% ToT	-	29%	10%	53%	303%	-2%
Méjico	69	130	115	144	293	404
% ToT	-	88%	-11%	25%	103%	38%
Brasil	101	178	121	179	301	338
% ToT	-	76%	-32%	49%	68%	13%
Chile	32	75	58	113	203	217
% ToT	-	136%	-22%	94%	79%	7%
Rusia	90	148	108	261	741	519
% ToT	-	65%	-27%	143%	183%	-30%
Venezuela	452	690	558	881	3.218	2.123
% ToT	-	53%	-19%	58%	265%	-34%

Tabla 4.10 - (Fuente: Bloomberg)

Un comportamiento análogo se observa cuando se analiza el EMBI+ Spread de Morgan Stanley, conocido como riesgo país. Este indicador toma en cuenta únicamente la deuda de largo plazo de los países considerados emergentes, y desde Diciembre de 2008, el llamado EMBI+ Global se calcula paralelamente sin tener en cuenta los bonos Argentinos, dado que su altísimo *Spread* distorsiona el análisis.

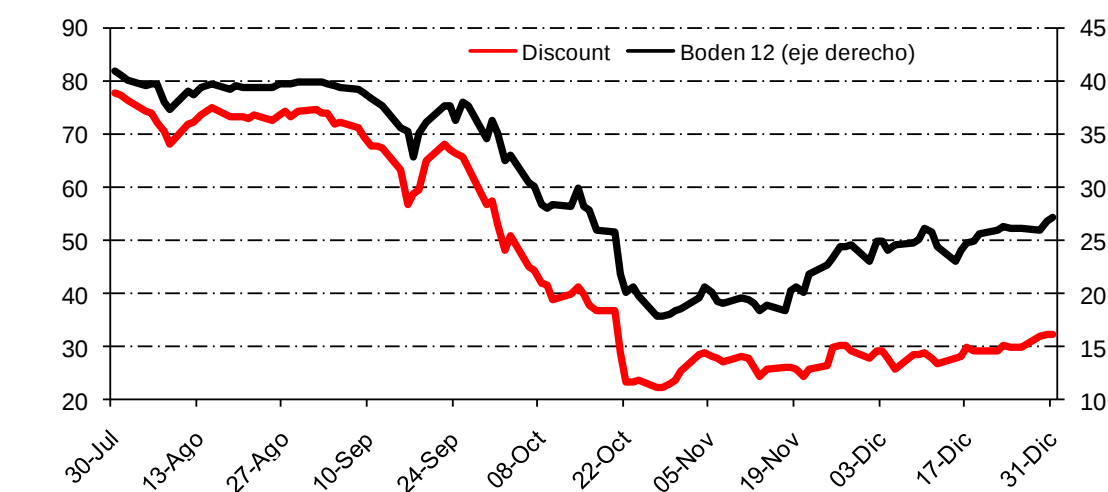


Figura 4.20 - Bonos en USD
(Fuente: Bloomberg)

Esta pérdida de confianza se sintió en el precio de los principales bonos de deuda Argentina. En la Figura 4.20 se muestra la evolución del Boden 12 y del Discount, los dos bonos más líquidos entre Julio y Diciembre de 2008. En general el mercado de renta variable las variaciones de precio son siempre muy poco pronunciadas, ya que por ejemplo una caída de 5 unidades de cotización puede equivaler a igual incremento en la tasa. Sin embargo en este caso en particular los títulos tuvieron pronunciadas bajas, colocándose a una paridad similar a la de los bonos de deuda Argentina inmediatamente antes del Default del 2002.

La depreciación que experimentaron estos títulos generó un incremento en los rendimientos, llegando en algunos casos a registrarse tasas del 80% anual en dólares para la deuda argentina. En la Figura 4.21 puede observarse esta variación en los rendimientos antes y después de la nacionalización. Una peculiaridad que posee la curva de deuda pública argentina es que los bonos con mayor duración rinden menos que los bonos de corto plazo. Normalmente los bonos de largo plazo de un país o compañía rinden más que los bonos de corto plazo, ya que se considera que es mayor la probabilidad de default en un período más extenso.

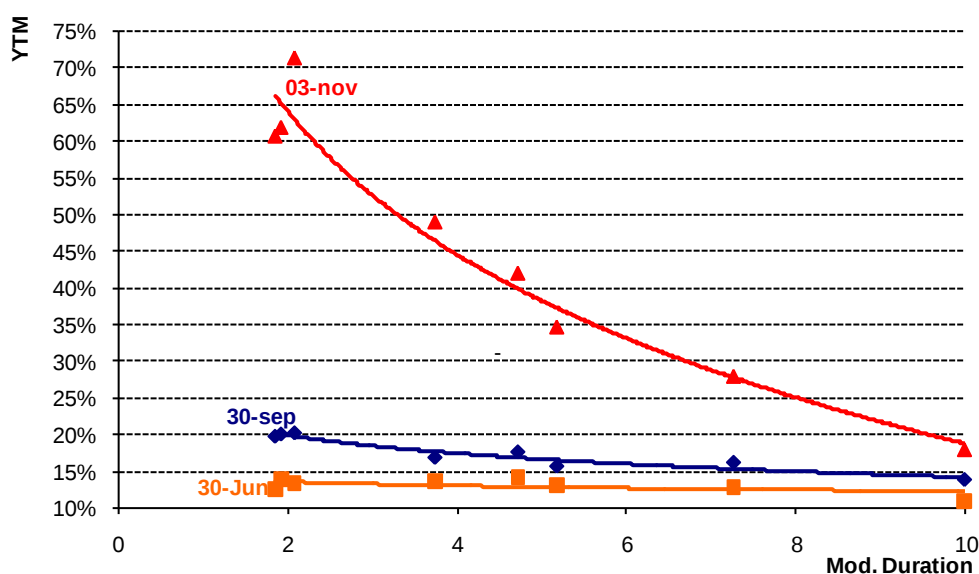


Figura 4.21 - Curva Rendimientos Bonos en USD - 2008
(Fuente: Bloomberg)

Como se mencionó en el capítulo que hacía referencia a las inversiones, al representar estos bonos casi el 60% de las carteras de las Administradoras, la baja en el valor de los fondos a Octubre es en gran parte consecuencia de la decisión de nacionalizar los fondos, y no causada por malos manejos de las administradoras en sí.

4.4.2 Volúmenes

A) Acciones

En las secciones anteriores ya se demostró que los fondos jubilatorios privados eran importantes participantes en el mercado primario argentino, a través de la inyección de capital. Este capítulo estará centrado principalmente en el mercado Secundario, en el que se espera que el fin de las administradoras haya sido también un factor negativo

En la sección de tenencias (4.2.2) se confirmó que la ANSES no está participando en la compraventa de acciones y bonos. A ello se le agrega que la caída observada en los precios tiene a su vez un efecto contractivo en los montos negociados en pesos, ya que por ejemplo el desarme de posiciones tomadas con los valores previos a Septiembre del 2008 cuantificarían cifras hasta un 50% menores en Abril de 2009.

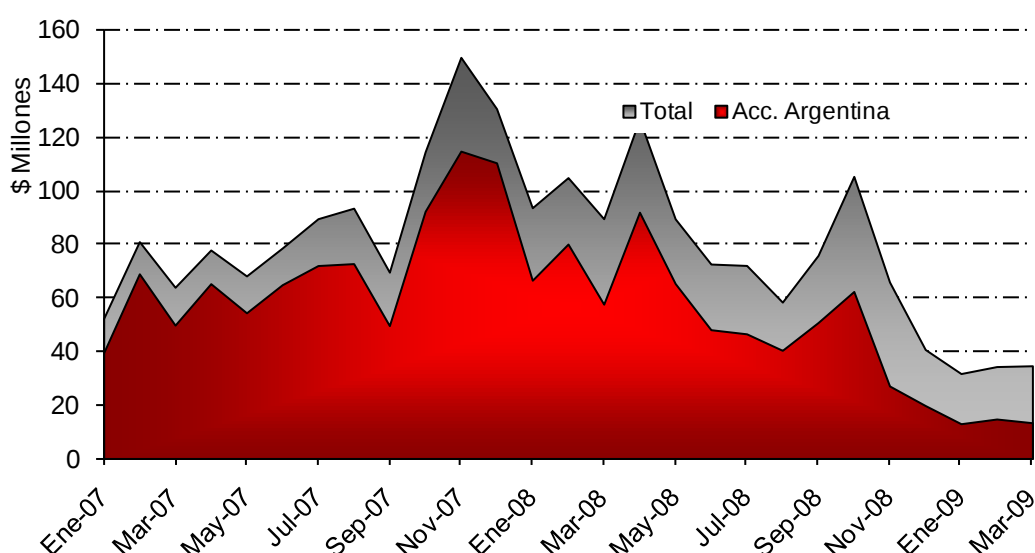


Figura 4.22 - Volúmenes Negociados Acciones
(Fuente: BCBA/Bloomberg)

De hecho, durante el mes de noviembre del 2008 se observó una caída interanual del 57% en los volúmenes negociados promedio diario. Ya para el primer trimestre del 2009, el volumen fue un 66% inferior cuando se los compara interanualmente, promediando apenas \$33,6 millones diarios contra \$96,1 en 1Q08. Al igual que en el análisis de precios, aquí también se toma en cuenta que tanto Tenaris como Petrobrás, dos empresas extranjeras, son responsables de gran parte del volumen.

Es por ello que, se realizó el mismo análisis pero excluyendo los montos negociados por Tenaris y Petrobrás. Aquí se nota que estas dos empresas

pasaron de representar el 30% del volumen negociado en 1Q08 al 60% del volumen negociado en 1Q09. En promedio, el monto negociado de las dos empresas cayó un 30% en \$, mientras que la cantidad de acciones negociadas subió un 30%. Como muestra la Figura 4.22, los montos negociados por las empresas argentinas, por su parte, pasaron de promediar casi \$70 millones diarios durante el primer trimestre del 2008 a apenas \$13 millones durante el primer trimestre del 2009, una caída interanual del 80%.

A diferencia de Tenaris y Petrobras, que compensaron parcialmente las caídas en el precio de las acciones con un incremento en los volúmenes negociados, las acciones del M.AR registraron en promedio una caída del 32% en sus volúmenes cuando se comparan el 1T09 y el 1T08. El efecto combinado de esta caída, y el 50% que cayó el valor del índice en el mismo período nos da el 80% de caída interanual en los montos. Esto elimina el argumento que la caída en los volúmenes fue únicamente consecuencia de la caída en los precios debido a la crisis internacional. El gráfico 4.23 muestra la evolución del promedio de acciones del M.AR operadas desde el 1T07 en base 100. Se consideraron acciones pertenecientes al M.AR aquellas que estuvieron presentes en el índice durante todo el intervalo de tiempo analizado.

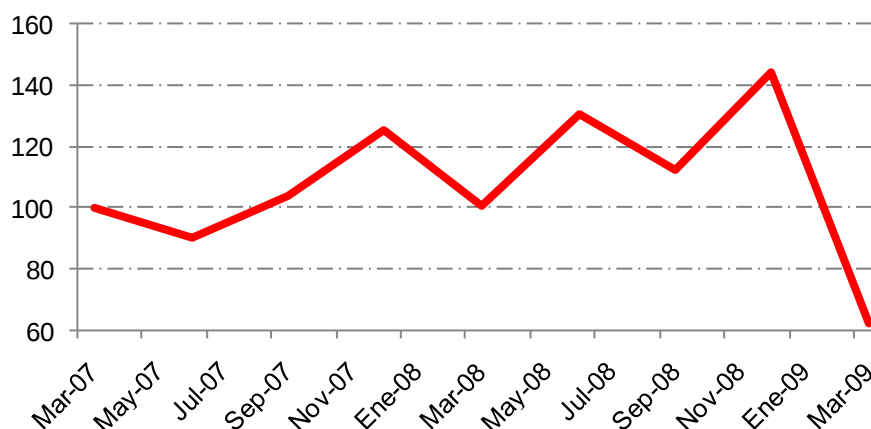


Figura 4.23 - M.AR Volumen Negociado (Base 100 1T 2007)
(Fuente: Bloomberg/BCBA)

En la Figura 4.23 se observa que durante el cuarto trimestre del 2008 se registraron volúmenes record en cuanto a la operación de acciones. Esto es un efecto no esperado, ya que durante la mitad del período las administradoras no operaron acciones. Esto se debe a que, por un lado, tras el final de las administradoras muchos inversores institucionales desarmaron posiciones en Argentina y a las compras que, como se vio anteriormente, realizó la ANSES en este período.

El estudio sin Tenaris ni Petrobrás cobra mas relevancia aún si se considera que debido a las restricciones mencionadas en el capítulo de inversiones, las administradoras casi no contaban con acciones de la Petrolera Brasileira, y la participación que tenía Tenaris dentro del total de los fondos era mucho menor a la importancia de la productora de tubos para el mercado local. A su vez, y como se mencionó anteriormente, al estar estas empresas casi íntegramente negociadas en el extranjero, la fluctuación resultante de sucesos locales es marginal.

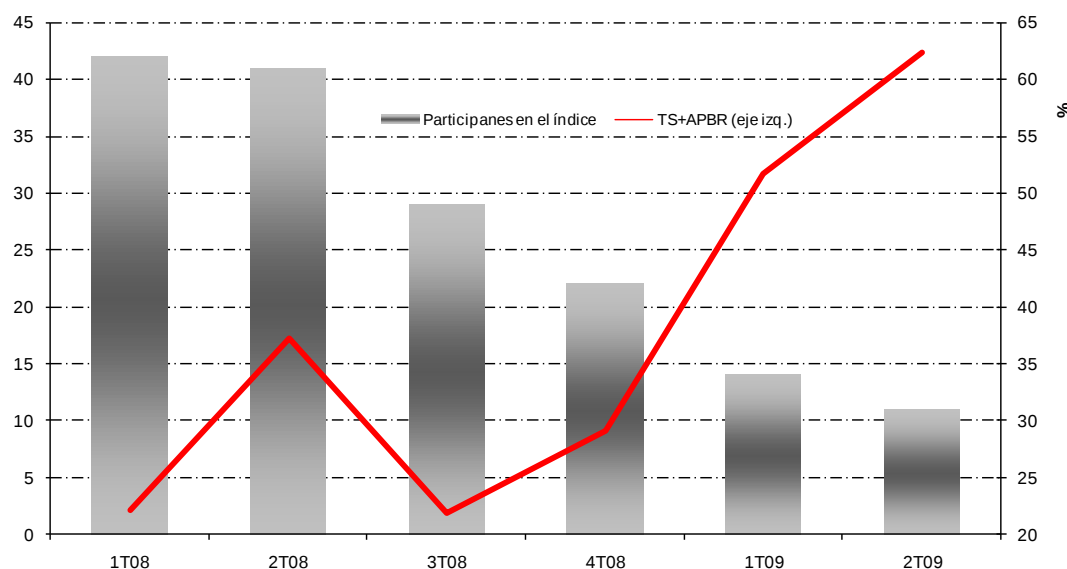


Figura 4.24 - Merval: Cantidad de Empresas y Composición
(Fuente: BCBA)

Lo expuesto con anterioridad en este capítulo hace esperar un Merval, índice armado en proporción a los volúmenes negociados, cada vez mas dependiente de estas dos empresas, disminuyendo la cantidad de empresas locales y el porcentaje de participación de las mismas. Esto se puede ver con claridad en la Figura 4.24.

No existen datos de operaciones mensuales y diarias de los volúmenes operados por las administradoras en el mercado de acciones. Pese a ello, y para aproximar este número se utilizó un modelo simplificado.

Como las AFJP eran inversoras a largo plazo, se supone que en general tomaban una postura compradora o una postura vendedora para un determinado período de tiempo. Razones por las que las administradoras debían en general tener una postura compradora son las siguientes:

1. A diferencia de los “traders” que arman y desarman posiciones para aprovechar variaciones en el precio, los inversores a largo plazo, en

general no desarmar posiciones, siendo casi indiferentes a variaciones intertemporales en los precios.

2. Al recibir flujos positivos mensuales de los aportantes, las administradoras acrecentaban su patrimonio, con lo cual, y para mantener los porcentajes de participación de acciones en el fondo debían seguir incorporando acciones a su patrimonio.

Por otro lado, las administradoras desarmaban sus posiciones debido a:

1. Variaciones significativas en el índice. Al comparar su rendimiento contra el de un índice *Benchmark*, el Merval, las administradoras podían reaccionar ante bajas significativas en la participación con venta de títulos.
2. Limitaciones a participación máxima de una empresa en el total. En general, y sobre todo con las acciones extranjeras, subas de precio de algunos títulos podían colocar la participación del inciso por encima del límite preestablecido.
3. Como inversores institucionales, las administradoras solo compraban activos con Calificaciones de riesgo locales superiores a BBB+ o su equivalente.

Es por ello que para aproximar el volumen operado por las administradoras se utilizarán los datos mensuales de posicionamientos en cantidad de acciones por fondo. El valor absoluto de la variación intermensual de un título con respecto al cierre del mes anterior será tomado como el volumen operado del fondo para ese título durante el mes. Esta aproximación sería poco acertada de utilizarse para un trader, ya que si durante un mes se adquirieron 1.000 títulos que luego se vendieron, el volumen operado se consideraría 0, en lugar de los 2.000 títulos realmente operados. Sin embargo, y como se demostró anteriormente, las administradoras no tenían incentivos de compraventas en un corto plazo si no que realizaban operaciones en un solo sentido.

Para simplificar aún más este análisis, se trabajó con los volúmenes operados de las 22 empresas que formaban parte del índice Merval en el último trimestre del 2008. Tomando un escenario de 12M entre Noviembre del 2007 y Octubre del 2008, estas 22 empresas justificaron el 90% del volumen total de acciones operado en la B.C.B.A.

Estas 22 empresas experimentaron variaciones netas de participación de los distintos fondos en el período de 12M en consideración por un total de \$3.989 millones. Durante ese mismo período el volumen total operado en acciones fue de \$23.985 millones. Utilizando el modelo descrito podemos asegurar que el piso de volumen operado por las administradoras durante su último año fue del 25% del total de las operaciones medidas por monto.

Consecuencias de caídas en volúmenes operados de acciones

La disminución en los volúmenes negociados y la desaparición de los fondos tienen consecuencias desestabilizantes en el corto plazo para las acciones argentinas:

- A menor liquidez, menor posibilidad de atraer inversores institucionales.
- La liquidez también es importante para los ratings de las empresas. Dos de las principales calificadoras anunciaron posibles bajas para las acciones argentinas haciendo referencia a la baja en la liquidez.
- La disminución de los ratings de las empresas, así como la partida del mercado de capitales, alejan a Argentina de la categoría de Mercado Emergente, adquiriendo el calificativo de Mercado de Fronterizo, con menor cobertura de los analistas y posibilidad de inversión de los fondos internacionales.
- Los fondos tenían un perfil ampliamente comprador. Eliminar al principal participante del llamado *Buy Side* elimina la oferta. Esto a su vez produce una caída en los precios. A su vez, el *Bid* de los fondos funcionaba como un estabilizador en los momentos de shock. Estos shocks se verán amplificados.

B) Bonos

El volumen de Bonos operado en los mercados en Argentina esta principalmente centralizado en operaciones a través de la B.C.B.A. y del Mercado Abierto Electrónico. El MAE es el mercado de renta fija más importante de la Argentina y fue creado para impulsar las negociaciones OTC, directamente entre los interesados, en forma transparente.

Para los 4 meses posteriores al anuncio de nacionalización (Noviembre 08 a Febrero 09), el monto total negociado en bonos mediante MAE y BCBA fue de de USD13.326 millones, 67% por debajo de lo que se había negociado en igual período del año anterior. Por su parte, Noviembre del 2008 experimentó una

caída del 80% de los volúmenes negociados cuando se comparar con Octubre del mismo año, como se ve en el Gráfico 4.25.

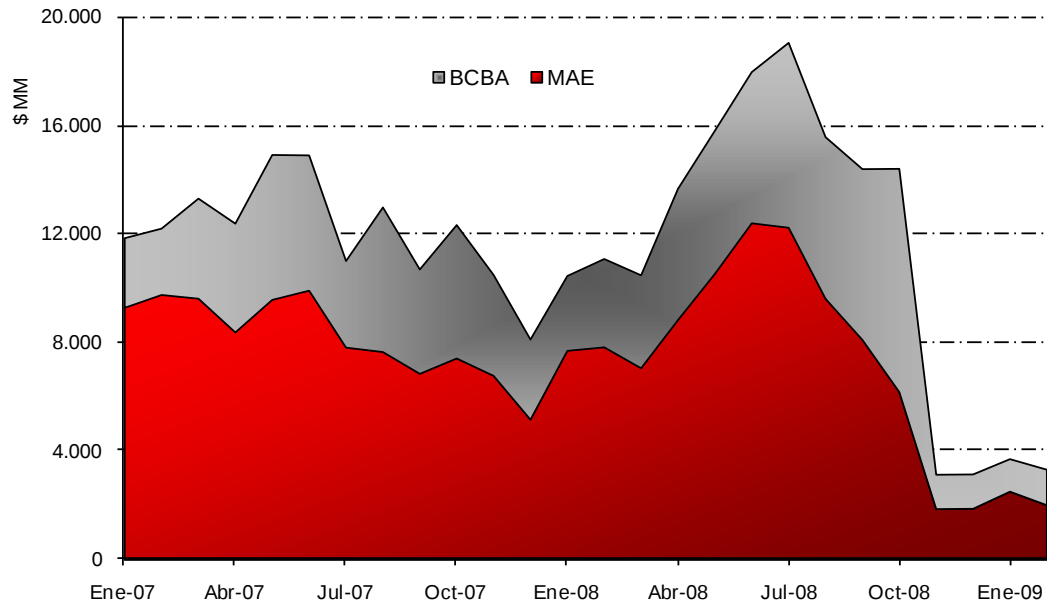


Figura 4.25 - Volúmenes Operados MAE BCBA
(Fuente: MAE/BCBA)

La caída registrada para los bonos es mucho mayor que la caída registrada en acciones. Tratándose de los montos los montos, esto resultado es el esperado ya que la caída en los precios de los títulos públicos fue mayor a la caída en los valores de las acciones.

5. OTROS IMPACTOS

En los Capítulos 3 y 4 de este trabajo se analizaron principalmente impactos fiscales, económicos y financieros. Como complemento de estos análisis se introducen en este capítulo menciones al impacto que tuvo la medida en los beneficiarios, presentes y futuros, del sistema, en los empleados de las administradoras y una mención a las consecuencias legales derivadas de la nacionalización.

5.1 Impacto en los Beneficiarios

Desde el punto de vista previsional la medida tuvo algunos impactos que los especialistas en seguridad social consideran satisfactorios, otros considerados perjudiciales y una gran mayoría que generaron posiciones encontradas. Uno de los temas que resultó particularmente discutido estaba relacionado con el derecho de propiedad de los fondos de jubilaciones y pensiones, ya que la nacionalización de los fondos fue considerada por varios especialistas como una expropiación. El artículo 82 de la ley 24.241 afirmaba que *“el fondo de jubilaciones y pensiones es un patrimonio independiente y distinto del patrimonio de la administradora y pertenece a los afiliados”*.

5.1.1 Argumentos pro-nacionalización

Aquí se resumen los pensamientos y argumentos que dictaminaron que el fin del régimen privado producirá un impacto positivo para los beneficiarios del sistema. Entre los principales argumentos a favor de la nacionalización del régimen previsional, muchos especialistas afirmaron que el Estado debe ser el garante último de las prestaciones de la seguridad social, por lo que es su potestad alterar dicho régimen de considerarlo necesario.

El artículo 82 de la ley 24.241 también disponía que los fondos *“estarán solo destinados a generar las prestaciones con las disposiciones de la presente”*. De allí, los detractores al régimen privado dedujeron que no existe un verdadero derecho de propiedad por parte de los afiliados ya que no existe un capital el cual el afiliado pueda disponer libremente, si no que se trata de una financiación de prestaciones previsionales cuyas modalidades de pago se encuentran precisamente establecidas en la ley.

En el artículo 2 que derogó el régimen privado se dispuso -con alta dosis de voluntarismo- que *“El estado nacional garantiza a los afiliados y beneficiarios del régimen de capitalización la percepción de iguales o mejores prestaciones y beneficios de los que gozan a la fecha de la entrada en vigencia de la presente”*

ley” y para el caso de los afiliados que todavía no eran titulares de beneficios jubilatorios se previó que los aportes que realizaron al régimen de capitalización como si hubieran sido prestados al régimen de jubilación pública.

Una de las principales polémicas relacionadas con la medida se formó en torno a las sumas ingresadas bajo la modalidad de aportes voluntarios que realizaban algunos aportantes para mejorar sus futuras percepciones o para poder alcanzar la edad de jubilación con mayor anticipación. En ese caso la ley estableció que se transferirían a la ANSES para mejorar su haber previsional o a una AFJP que modifique su objeto social para tal finalidad.

Entre las principales críticas ejercidas por quienes abogaban por el fin del régimen privado se encontraban:

- Posibilidad de pérdida de prestación por agotamiento de los fondos acumulados en la cuenta.
- Disminución del monto de la prestación en función de variables financieras, desvirtuando el principio constitucional sustitutividad y proporcionalidad.
- Problema de cobertura en la pensión por fallecimiento en caso de parientes con derecho a pensión no declarados por el causante en el momento de acceder al beneficio.
- Las Comisiones de las AFJP, que en general se situaban en niveles de alrededor del 2%, representando aproximadamente el 10% de los aportes que un beneficiario recibía en su cuenta individual.
- Poca Cobertura del Sistema. A fines del 2006 solo el 60% de las personas mayores a 65 años recibían beneficios previsionales de algún tipo. Adicionalmente el sistema de reparto ofrece moratorias no contempladas dentro del sistema de capitalización.

5.1.2 Argumentos opuestos a la nacionalización

Los argumentos que sostenían que la nacionalización fue perjudicial para los beneficiarios pueden a su vez dividirse en dos tipos. En primer caso, existen razones para afirmar que la nacionalización perjudicó a los afiliados al régimen privado por razones más particulares y relacionadas con el derecho y la propiedad privada, aunque también existen análisis que afirman que el fin de régimen privado tendrá efectos perjudiciales para el total de los beneficiarios del sistema previsional argentino, incluyendo a aquellos que inicialmente habían optado por el sistema de reparto y a los futuros beneficiarios.

En cuanto a los afiliados al régimen de capitalización, quienes adoptaron posturas contrarias a la estatización reconocían al estado la potestad para modificar la legislación previsional, sin perjuicio de lo cual consideraron que debía respetarse el derecho de propiedad sobre los aportes ya efectuados. Esta línea de pensamiento considera ficticia la distinción entre aportes voluntarios y obligatorios ya que ambos poseen las mismas características.

Acompaña a esta línea de pensamiento desde el punto de vista legal el paralelismo entre la relación entre el afiliado y una AFJP al del destinatario final de los bienes objeto de un contrato de fideicomiso. Como se vio en la sección anterior, según los propulsores de la nacionalización, los afiliados a las AFJP no hacían uso ni goce de su tenencia de aportes, no podían ser considerados como propietarios de los mismos. Sin embargo, este argumento se ve debilitado cuando la situación se comprara con la del propietario de un inmueble alquilado, que sin uso ni goce del mismo sigue manteniendo sus derechos de propiedad.

También es relevante que en el régimen de capitalización los aportes de las cuentas eran hereditarios, con lo cual en el caso del fallecimiento de un afiliado que no hubiera cumplido los años mínimos como para acceder al beneficio, sus aportes serían repartidos entre sus sucesores.

Es de destacar que el mismo estado nacional, en su defensa sobre los embargos realizados a los fondos que las administradoras poseían en los Estados Unidos reconocía que antes de la sanción de la Ley 26.425 los fondos no le pertenecían al estado nacional ni a las AFJP si no a sus afiliados. Esta es una mas entre las tantas contradicciones que, como se vio a lo largo de este trabajo, el estado nacional cometió durante todo el proceso de estatización.

Por su parte, y siguiendo un pensamiento similar al argumentado en los párrafos anteriores, el fin de las administradoras tuvo sobre los beneficiarios actuales y futuros del sistema previsional argentino un impacto también negativo. Ello se basa en que, como demostró anteriormente este trabajo, el sistema previsional argentino es netamente deficitario en el largo plazo, con lo cual a medida que pasen los años irá requiriendo un mayor sostenimiento desde el sector público. Si a eso le sumamos la habitual tendencia de los gobernantes de turno de utilizar los recursos previsionales para finalidades políticas de corto plazo, una crisis a futuro debería ser inevitable, con lo que el régimen solidario no sería en realidad tal cosa, ya que quienes aporten para el sostenimiento del mismo en la actualidad no tienen asegurados sus ingresos en el futuro, sino que tiene asegurado que se malgastarán en el presente.

5.1.3 Jurisprudencia

Esta diversidad de opiniones en cuanto al impacto que tuvo el fin de las AFJP en sus beneficiarios se vio reflejada en las distintas interpretaciones de la ley que dieron jueces al tratar amparos que reclamaban la devolución de sus aportes. Entre los que se opusieron a la nacionalización, se destaca el fallo “Scotti”, sentencia que declaró la inconstitucionalidad de la ley 26.425 ordenándole a la ANSES la devolución de la totalidad de los aportes efectuados mas intereses calculados con la tasa promedio elaborada por el BCRA. Opuesto en la jurisprudencia se encuentra el fallo “Felices”, en el que el juez desestimó el reclamo del demandante-con alta dosis de voluntarismo-tanto por sus aportes voluntarios y sus aportes obligatorios.

5.1.4 Conclusión

No es el propósito de este trabajo profundizar en los impactos legales y sociales de la nacionalización. Sin embargo, estos factores no pueden ni deben disociarse del análisis global del problema. De un análisis de los posibles beneficios y reveses mencionados en lo que va de este capítulo, se observa la creación de un sistema que probablemente tendrá una mayor cobertura, y con barreras de ingreso menos exigentes a cambio de un enorme peso en los hombros de las generaciones futuras.

5.2 Empleados de las AFJP

El fin de las administradoras generó una situación de incertidumbre con respecto a los 10.000 empleados que las mismas mantenían a finales de Octubre del 2008. Desde el estado nacional siempre sostuvieron que se iba a absorber a estos trabajadores dentro de distintos departamentos del estado. Finalmente se dio a conocer que a Diciembre del 2008, 5.000 de los ex empleados de las administradoras se encontraban desempeñando funciones públicas.

De los trabajadores absorbidos, 43% fue destinado a la AFIP, 37% a la ANSES, 17% al PAMI y el 3% restante al ministerio de trabajo de la provincia de Buenos Aires. Como criterio general el gobierno absorbió a aquellos trabajadores cuyos ingresos fueran menores a los \$9.000.

Por su parte, de los restantes trabajadores, alrededor de 500 continuaron vinculados a las empresas propietarias de las administradoras y 1.000 rechazaron trabajar para el estado.

5.3 Embargo de los fondos en los EE. UU.

A finales de octubre del 2008 el juez norteamericano Thomas Griessa ordenó el embargo de los fondos de pensión argentinos existentes en ese país por 1500 millones de dólares. Este fallo se produce ante la requisitoria de inversores que se agrupan en los fondos NML Capital, Ltd. y EM Ltd. Años atrás, el primero de esos fondos había solicitado un embargo contra el país, pero Griessa no accedió al pedido para permitir que la Argentina pudiera avanzar con la reestructuración de la deuda externa.

El fallo del juez Griessa recaía fondos en efectivo, depósitos, inmuebles, otros valores, acciones, derechos contractuales e intereses. Al 30 de abril del 2009 no había aun una definición respecto a este asunto.

El principal argumento del gobierno argentino en el alegato de defensa fue que los fondos pertenecían a los jubilados, pero los comportamientos observados por la ANSES en los primeros meses del 2009 resultará una prueba en contra de la posición soberana argentina.

6. CONCLUSIONES

Como principal evaluación realizada con la finalización de este trabajo, queda en evidencia que la decisión de estatizar los flujos y fondos de las AFJP fue una medida que tuvo impactos más profundos que los que entraron en consideración hasta la fecha. Aún sin tomarse partido por el tipo de sistema previsional más eficiente, la decisión del gobierno tiene un carácter de improvisación y falta de análisis alarmante.

Una decisión cuyas consecuencias influirán el devenir de la república durante los próximos 40 años fue tomada de un día para el otro, aprovechando la crisis internacional para justificarse con la caída del rendimiento de los fondos. En sus constantes contradicciones, el gobierno demostró que no tenía la menor idea de cómo se componían los fondos que adquirió tras la aprobación parlamentaria de la ley 26.425.

Por el alcance de sus usuarios, un sistema previsional debería ser un proyecto a larguísimo plazo, con lo que dictaminar el fracaso o éxito de un sistema en particular debería primero considerar un tiempo mínimo para que este alcance la masa crítica que lo permita funcionar. En apenas 14 años de vida, el régimen de capitalización tuvo un costo altísimo para el estado y consiguió sobrevivir a la crisis más grande de la historia del país.

Como se vio en el análisis fiscal de este trabajo, en este caso el gobierno intercambió tranquilidad fiscal para sus últimos años de gobierno por un incremento de la deuda previsional por la astronómica suma de USD 150 mil millones, es decir 50% del PBI. Lo que hace esta decisión aún más irracional es que el panorama fiscal negativo que se esperaba durante 2008 para los siguientes años era exclusivamente consecuencia de las políticas aislacionistas llevadas adelante por la administración, ya que los organismos internacionales podrían financiar las necesidades a cambio de una simple revisión de rutina.

Una vez más en la historia argentina, el sistema previsional se vio perjudicado por el apremio del gobierno de turno. Y en este caso, como agravante, no se trataba de los activos anónimos e intangibles de un sistema solidario sino de cuentas personales definidas según la ley como propiedad privada de cada ciudadano.

Pero esta decisión no se limitó a dificultar el panorama fiscal de la Argentina. Desde la intervención del INDEC para la manipulación del índice de precios del consumidor, el gobierno nacional viene comportándose de una manera autoritaria y violando las reglas de juego en pos de objetivos políticos a corto

plazo. El fin de las administradoras fue el mejor ejemplo de este comportamiento y tuvo como consecuencia la pérdida de confianza absoluta del empresariado internacional, mas acostumbrado a la toma de decisiones consensuadas y a los cambios graduales.

A mayo del 2009 es aún demasiado pronto como para extraer conclusiones acerca del impacto en el mercado de capitales. Sin embargo, la importancia de las AFJP se ve reflejada en una participación global cercana al 40%. Desde su desaparición que se registró una gran caída en las emisiones de todo tipo. Sin embargo, el impacto del fin de las administradoras no se refleja únicamente en la caída de los montos invertidos, también se percibe una desmejora en la calidad de los proyectos financiados. Esto se ve reflejado en la salida de capitales anualizada de casi USD 24 mil millones (7,5% del PBI) observada en el último trimestre del 2008 y el primer trimestre del 2009.

El crédito en Argentina ya no premia a los mejores proyectos con mejores tasas y mayor acceso a financiamiento. Estas variables se rigen por el amiguismo o la necesidad política. Esto sin duda traerá mayores consecuencias en el futuro, cuando la capacidad de prestar de la ANSES se acabe, y las muchas empresas parásito acostumbradas a recibir financiamiento sin importar sus resultados se encontrarán al borde del abismo. Una situación similar a la descrita fue la que impulsó las tan criticadas privatizaciones de los 90. A su vez, muchos proyectos que sí podrían ser auto-sustentables en el futuro no tendrán acceso al crédito. Los costos de lo anterior son mas difíciles de calcular que los costos fiscales, pero podrían ser de magnitudes similares.

La ANSES ya ha demostrado que aplicará sus mayores esfuerzos en financiar al estado. Eso, sumado a la decisión de participar en el directorio de 22 de las empresas nacionales demuestra un importante sesgamiento hacia el sector público de la economía local. Salvo honrosas excepciones, las empresas públicas en general no poseen incentivos para lograr mejores resultados ni para conseguir una mayor eficiencia en base a la competitividad. Por el contrario, su principal ventaja es la monopolización relativa garantizada a través de la legislación estatal. La debilitación del sector privado argentino convierte a las empresas locales en empresas con menor capacidad de exportar sus recursos, haciendo difícil la exportación de capitales locales al exterior.

El impacto a los beneficiarios es mas difícil de determinar, ya que el estado garantizó que las pensiones percibidas se mantendrían de igual forma. Sin dudas, una cuenta individual y detallada da una mayor seguridad que el anonimato del sistema solidario, pero, en caso de que el país pueda cumplir las obligaciones previsionales a largo plazo, los destinatarios finales del sistema

previsional no habrán sufrido una desmejora. La situación de los beneficiarios del sistema de reparto en Argentina a lo largo de la historia hace creer, sin embargo, que también en este aspecto se produjo un retroceso.

Ya dicho esto, solo queda asentar las conclusiones a futuro que pueden extraerse de este trabajo. Primero, y ya habiéndose instalado el régimen de reparto, es indispensable garantizar una sustentabilidad del mismo. Para ello será necesario un importante decrecimiento en la informalidad laboral en los próximos años. A su vez, deberá restringirse el número de moratorias, que sin dudas cargaran aun más al ya exigido sistema con el correr de los años, y que generan malos incentivos dejando jubilarse en iguales condiciones al que aportó toda su vida laboral como al que no aportó nunca nada.

Es potestad de la administración de turno definir el sistema previsional, pero sin embargo es obligación de las administraciones futuras cumplir con los compromisos del mismo. Es por ello que las modificaciones a este régimen deberían tener un carácter más exclusivo que la modificación de otras leyes. La simple mayoría en el parlamento en un momento del tiempo resulta insuficiente como razón para este tipo de decisiones.

En caso de que se vuelva a instaurar un régimen de capitalización, deberá permitirse una mayor flexibilidad a la hora del manejo de las inversiones. Los altos costos de las AFJP eran consecuencia de la poca dinámica que tenía ese mercado, ya que, como todas las administradoras tenían activos muy similares, no podían lograr una diferenciación estratégica en el perfil de inversión ni se alentaba suficientemente la competencia entre estas basada en los costos para el beneficiario.

Por último, para resucitar al mercado de capitales será necesario un cambio radical en las políticas de información. El índice de inflación deberá ser nuevamente confiable y el gobierno deberá informar el destino de los fondos y justificar su utilización en función del beneficio de los futuros jubilados. Solo dejando establecidas reglas claras y demostrando una fuerte intención de cumplirlas los inversores internacionales volverán a traer sus capitales al país.

La realización de un análisis como el aquí finalizado deberá ser el primer paso de cualquier modificación futura. La investigación de estas características debería estar independizada de la ideología política, y encargada a especialistas profesionales e independientes. Tomar decisiones no informadas y focalizadas en el corto plazo es un lujo que este país no puede continuar permitiéndose.

BIBLIOGRAFIA

AFIP. (2009). *Anuario de Estadísticas Triburarias 2008*.

Aresco, J. (2003). *Estudio de opinión sobre el sistema previsional*.

Banco Central de la República Argentina. (publicación diaria). *Informe diario de Depósitos y Créditos*.

Banco Central de la República Argentina. (2008). *Relevamiento de Estimaciones Mensuales (R.E.M.)*.

Gallichio, S. (20 de Octubre de 2008). AFJPs: un suicidio fiscal colectivo. *Ambito Financiero*.

Grushka, C. O. (2002). *Proyecciones previsionales de largo plazo Argentina, 2000-2050*. SAFJP.

INDEC. (2001). *Proyecciones de Población Argentina 2000-2050*.

Instituto Argentino de Mercado de Capitales. (2006). *El financiamiento a través del mercado de capitales entre los años 2000 y 2006*.

Instituto Argentino de Mercado de Capitales. (2007-2009 (publicación mensual)). *Financiamiento a través del Mercado de Capitales*.

M&S Consultores. (2008). *Overview (Reporte Semanal)*.

Magariti, A. (2008). El sistema jubilatorio argentino estatizado. *Revista de la Bolsa de Comercio de Rosario*.

Ministerio de Trabajo Empleo y Seguridad Social. (2005). *Libro Blanco de la Prevision Social*.

Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social. (2005-2009 (Reporte Trimestral)). *Boletín Estadístico de la Seguridad Social*.

Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social. (2005). *Prospectiva de la Previsión Social*.

SAFJP. (2000-2008 (publicación mensual)). *Cartera del Fondo de Jubilaciones y Pensiones*.

SAFJP. (2006). *El Régimen de Capitalización a 12 años de la Reforma Previsional*.

TPCG. (Reporte Diario). *Argentina Sovering Current Debt*.