

# La estatización de las AFJP

*La discusión planteada acerca de la conveniencia de un régimen de reparto versus un sistema de capitalización es independiente de la producción privada o estatal.*

*La liquidación de los activos del Fondo de Jubilaciones y Pensiones se traduciría en una importante pérdida de capital dadas las condiciones actuales del mercado mundial de valores.*

*Es fundamental el efecto sobre la formación de ahorro global que tiene el regreso a un sistema de reparto, abandonado hace 14 años por graves problemas de financiamiento.*

El debate actual en torno a la iniciativa del gobierno para estatizar las AFJP posee diversas aristas, las que debieran analizarse cuidadosamente para lograr una opinión fundada al respecto. Existen tres temas principales vinculados con la salida del sistema de capitalización, todos ellos de gran relevancia para el desempeño futuro de la economía argentina, sobre todo si se tiene en cuenta la situación económica mundial y las perspectivas para los próximos años.

El primer gran tema se relaciona con la sustentabilidad del sistema de reparto. Esto es, cuál es la posibilidad cierta que tiene el gobierno de hacer frente a los compromisos previsionales que se generan a partir de la absorción total de los beneficiarios de jubilaciones y pensiones. En segundo lugar se plantea el escenario individual que cada aportante al régimen de capitalización enfrenta al ser transferido de modo compulsivo a un sistema de reparto. Por último, adquiere particular relevancia un análisis más detenido de los aspectos fiscales de la estatización, en relación con el impacto que tendrá sobre las cuentas públicas la apropiación de los ahorros que por catorce años han acumulado los aportantes al sistema de capitalización y el flujo de contribuciones que mensualmente se incorporan como ingreso corriente del sector público. Todos estos temas comparten, en mayor o menor medida, un aspecto sumamente importantes relacionados con el cumplimiento de los contratos por parte del estado, el respeto de los derechos de propiedad y el rol del sector público como inversor. Dichos aspectos definen la credibilidad y confianza de los agentes económicos hacia su gobierno.

A lo largo de esta nota pretenden señalarse los aspectos centrales que habría que contemplar para lograr una opinión fundamentada en la discusión que se abre a partir del proyecto de estatización de las AFJP, teniendo en cuenta la perspectiva institucional. Se intenta poner énfasis en el cambio de las reglas de juego y en el análisis de los efectos fiscales de esta medida, mencionándose solamente de modo lateral la sustentabilidad del sistema de reparto y el escenario individual que los afiliados al sistema de capitalización enfrentan, ambos temas sumamente relevantes que merecen un análisis particular.

## Financiamiento del sistema: reparto versus capitalización

El sistema de jubilaciones y pensiones constituye una forma organizada de obtener protección frente a la pérdida de ingresos a partir del retiro por vejez o invalidez. Es un seguro que garantiza un ingreso futuro y al mismo tiempo es una herramienta de redistribución de la renta, ya sea entre miembros de la misma generación o de diferentes momentos del tiempo. La financiación de este sistema se realiza, mayormente, mediante la aplicación de gravámenes sobre los

ingresos laborales, cuyos sujetos son los empleadores del sistema y los trabajadores. El diseño institucional del sistema reviste importancia respecto a la relación entre los aportes realizados y las prestaciones efectivamente brindadas.

Dentro de los sistemas básicos de organización de la seguridad social se encuentran el sistema de capitalización y el sistema de reparto. Un sistema de capitalización acumula los aportes y contribuciones de cada empleado en un fondo individual, invirtiéndolos de modo tal de obtener una rentabilidad que acrecienta la cuenta. Está basado en principios actuariales genuinos, es decir que las contribuciones durante la actividad laboral del individuo son equivalentes, contemplando el paso del tiempo, a las jubilaciones futuras. Esto implica que cuanto mayor sea el aporte que realiza el trabajador, mejor remuneración futura recibirá. Hay allí una idea de mérito, hay vínculo entre el sacrificio que realiza en el presente cada asegurado y la jubilación que recibirá en el futuro. El fondo de capitalización individual es un ahorro que pertenece al aportante y determina las condiciones de su retiro, en función de la tasa de interés a la que se colocan los fondos durante el período de acumulación.

En el caso del sistema de reparto, la seguridad social utiliza las contribuciones que recauda en cada período de tiempo para financiar las jubilaciones de los beneficiarios del momento. Los trabajadores activos y los empleadores pagan los aportes que se destinan a la población pasiva. A cambio, la población activa recibe la promesa de contar con un ingreso similar cuando se retire, es decir que existe una especie de contrato implícito, actuando el estado como garante.

Los parámetros que determinan el valor de la jubilación promedio son la alícuota del gravamen sobre los ingresos laborales, el nivel de salarios de la economía, la cantidad de empleados en blanco y la cantidad de beneficiarios. De la relación de estos parámetros surge el equilibrio financiero del régimen de reparto, ampliamente objetado.

El nivel de salario medio tiene relación con el ciclo económico y la productividad de los empleados, mientras que el nivel de empleo también se relaciona con el nivel de actividad y con el crecimiento demográfico. Ambas variables son independientes de decisiones políticas inmediatas. Por otra parte, la cantidad de jubilados se encuentra relacionada con el proceso de envejecimiento poblacional, y a la vez admite algún manejo por parte del sector público a través de la modificación en la edad de jubilación o cantidad de años obligatorios de aporte.

Esta estrategia de financiamiento se basa en la relación entre el crecimiento económico, que determina el crecimiento de los aportes, y el crecimiento demográfico que influye sobre la relación entre aportantes y beneficiarios del sistema. Si se logra el equilibrio, esto es, que con los aportes de la población activa se cubran las jubilaciones y pensiones de la población pasiva, es posible que ninguna generación de individuos resulte perjudicada en relación con el sistema de capitalización. No obstante, pueden aparecer problemas de financiación en períodos de recesión económica y cuando existe envejecimiento de la población o empleo en negro. Tal como puede apreciarse, bajo este sistema hay una clara redistribución de renta desde la población activa hacia la población pasiva de la misma generación, a diferencia de lo observado en la modalidad de capitalización.

En ocasiones, puede notarse cierta confusión acerca de la discusión prestación pública-prestación privada y sistema de capitalización-sistema de reparto. En el primero de los casos debe evaluarse la conveniencia de que sea el sector público o privado quien tenga a cargo el sistema de jubilaciones y pensiones. Esta definición es independiente de la forma de financiamiento elegida, ya sea reparto o capitalización. La discusión en torno a la elección de un sistema de reparto o capitalización, trata de vislumbrar las ventajas de organizar la financiación de la provisión de seguridad social de una u otra manera, independientemente de quién se encuentre a cargo del seguro.

## El régimen argentino hasta la actualidad

Hacia fines de 1993 se establece en Argentina el Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones mediante la ley N° 24.241, un sistema mixto conformado por un régimen previsional público, fundamentado en el otorgamiento de prestaciones por parte del estado financiadas a través de un sistema de reparto y un régimen previsional basado en la capitalización individual. El sistema en su conjunto se financia a través del aporte personal de los trabajadores en relación de dependencia comprendidos en este sistema, la contribución a cargo de los empleadores y el aporte personal de los trabajadores autónomos.

El régimen previsional público establecido en la ley es de reparto, basado en el principio de la solidaridad, financiado en particular por:

- Los aportes personales de los afiliados comprendidos en el régimen previsional público.
- Las contribuciones a cargo de los empleadores.
- Una proporción de los aportes de los trabajadores autónomos.
- La recaudación del impuesto sobre los bienes personales y otros tributos de afectación específica al sistema jubilatorio.
- Los recursos adicionales que anualmente fije el Congreso de la Nación en la Ley de Presupuesto.
- Intereses, multas y recargos.
- Rentas provenientes de inversiones.

El régimen previsional basado en la capitalización individual se financia con:

- Los aportes personales de los trabajadores en relación de dependencia.
- El porcentaje restante de los aportes de los trabajadores autónomos adheridos al sistema de capitalización individual.

La capitalización de los aportes destinados a este régimen es efectuada por las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP). En el Gráfico 1 puede observarse la configuración actual del sistema integrado.

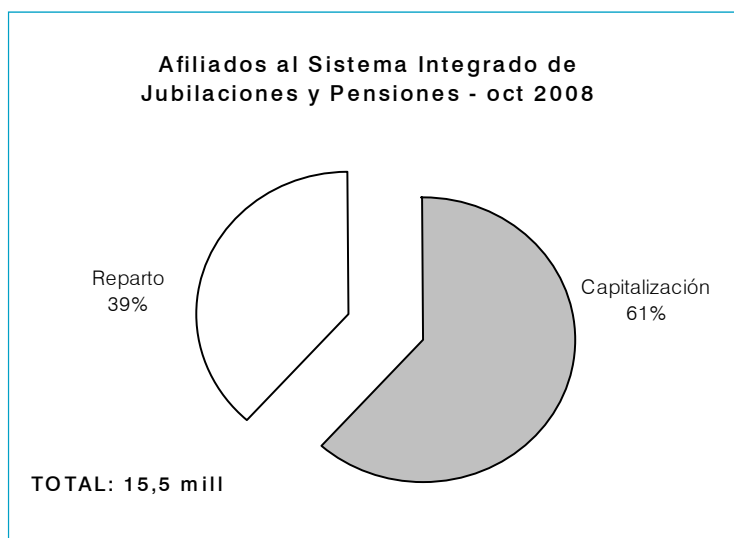
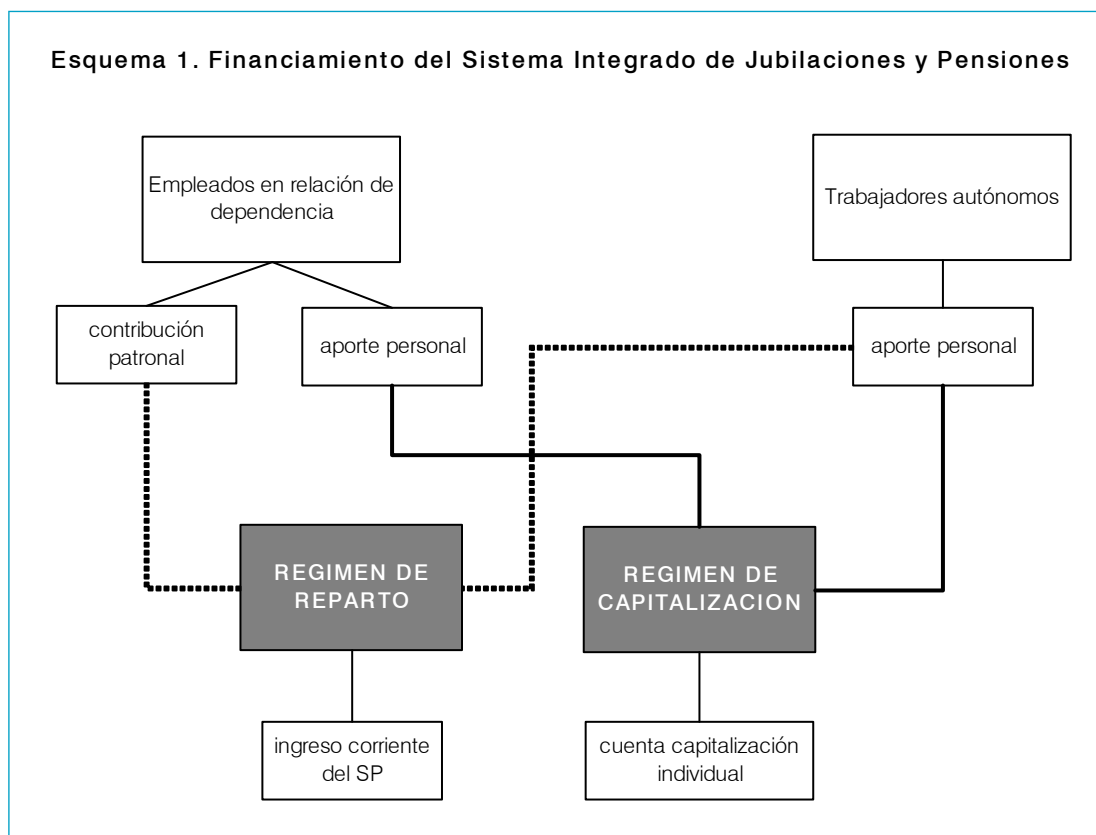


Gráfico 1

Resulta interesante puntualizar la forma de financiación de este esquema mixto para luego avanzar en el impacto fiscal de la reforma. Como queda claro en párrafos anteriores, los gravámenes que financian al sistema son tres: las contribuciones de los empleadores, los

aportes de los trabajadores en relación de dependencia y los aportes de los autónomos. Las contribuciones de empleadores y parte del aporte de autónomos continúan siendo ingresos del sector público, mientras que individualmente los afiliados al sistema de capitalización incrementan su cuenta individual únicamente con el aporte personal. Es decir que por cada aportante al régimen de capitalización, el estado recibe una suma superior a la que el trabajador deriva a su cuenta. En otras palabras, cada aportante al sistema de capitalización contribuye mensualmente al financiamiento del sistema de reparto, al sostenimiento de los jubilados del momento. En contrapartida, al momento de jubilarse, cada aportante al régimen de capitalización recibirá un ingreso formado por lo que capitalizó durante su actividad laboral y lo que el estado le aporta a modo devolutivo (Esquema 1).



Otro tema vinculado a la reforma de fines de 1993 es que la creación de este sistema en reemplazo del anterior genera costos de transición, porque al pasar de un sistema completamente solidario a uno mixto donde coexisten el reparto y la capitalización, aparece inevitablemente un descalce que requiere el desvío de fondos provenientes de otras fuentes. El desequilibrio inicial, que se origina en la caída de los ingresos de la seguridad social porque hay un porcentaje que se destina al fondo de capitalización, es compensado por una caída futura en las obligaciones del estado. Esto es así porque con el correr del tiempo, el sistema se va depurando y la mayor cantidad de beneficiarios está acogida al régimen de capitalización que es responsabilidad de las AFJP y se autofinancia. En contrapartida, la carga de jubilados del sistema de reparto va cediendo y el estado deberá desembolsar progresivamente una menor cantidad de fondos en concepto de jubilaciones y pensiones. Concretamente en el caso argentino, fue necesaria la creación de la precoparticipación, que capta un 15% de los fondos coparticipables que en lugar de destinarse a las provincias, se desvía para el financiamiento de ANSES.

Los costos de transición no son menores y tardan al menos una década en desaparecer. Una vuelta atrás trae aparejada una cantidad enorme de consideraciones en torno a la eficiencia y

la equidad, y convierten en inútiles los esfuerzos del pasado. Las cuestiones relacionadas con la seguridad social deben ser analizadas con una perspectiva de largo plazo porque las consecuencias afectan no sólo a la generación actual sino también a generaciones futuras. Plantear reformas cada catorce años no tiene justificación alguna.

Mediante la ley N° 26.222 de 2007, se instrumenta una reforma significativa cuyas principales disposiciones son la asignación unilateral al régimen de reparto de los trabajadores indecisos, la flexibilización de la opción de traspasos entre los regímenes de reparto y de capitalización permitiendo el cambio de régimen en cualquier sentido cada cinco años, el traspaso al régimen de reparto de los afiliados de capitalización hombres mayores de 55 años y las mujeres mayores de 50, con saldos menores a \$20 mil en sus cuentas individuales salvo negativa expresa del trabajador y el establecimiento de un tope a la comisión por administración de las AFJP, equivalente al 1% del salario de los trabajadores, entre otras cuestiones.

## La modificación planteada

Los principales puntos contemplados en la norma mediante la cual se dispone la modificación del Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones para convertirlo en un único régimen previsional público Sistema Integrado Previsional Argentino-SIPA son:

- Unificación de Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones en un único régimen previsional público que se denominará Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA).
- Financiado través de un sistema solidario de reparto, garantizando a los afiliados y beneficiarios del régimen de capitalización vigente hasta la fecha, idéntica cobertura y tratamiento que la brindada por el régimen previsional público.
- Eliminación del régimen de capitalización, que sería absorbido y sustituido por el de reparto
- Transferencia a ANSES de los recursos que integran las cuentas de capitalización individual de los afiliados al régimen de capitalización. Dichos activos pasan a integrar el fondo de garantía de sustentabilidad del régimen previsional público de reparto.
- La totalidad de los recursos únicamente podrán ser utilizados para pagos de los beneficios del SIPA.
- Creación de Comisión Bicameral de Control de los Fondos de la Seguridad Social creada en el ámbito del Honorable Congreso de la Nación.
- Creación en el ámbito de la ANSES del Consejo del fondo de garantía de sustentabilidad del SIPA con el objeto de monitorear los recursos del sistema.

De allí surge una clara transferencia de los ahorros de trabajadores pertenecientes al sistema de capitalización hacia el sector público, al mismo tiempo que las restricciones que plantea la reforma acerca de la utilización del mismo carecen de contenido. No constituyen una norma a la que las comisiones de control puedan atenerse. En la práctica, hay un gran margen de discrecionalidad en el estado para el manejo de estos fondos.

## La confiscación del stock

En el Cuadro 1 puede observarse el detalle de la cartera de los fondos de jubilaciones y pensiones administrados hasta el momento por las AFJP. Refleja el modo en que estas empresas invierten los ahorros acumulados por todos los adherentes al sistema de capitalización en sus cuentas individuales, con la finalidad de obtener rentabilidad. En el régimen de capitalización, los ingresos de los futuros jubilados dependen del monto que han logrado acumular durante su etapa activa y del éxito con que las administradoras hayan invertido sus fondos.

## Detalle de la cartera de los fondos de jubilaciones y pensiones (FJP)

Cuadro 1

en miles de pesos

Instrumento	Al 30/09/08	Al 30/10/08	Porcentaje s/FJP
<b>DISPONIBILIDADES</b>	<b>942.516</b>	<b>3.322.620</b>	<b>4,26%</b>
OPERACIONES DE CRÉDITO PÚBLICO DE LA NACIÓN	51.966.312	42.520.716	54,52%
Títulos Públicos a Vencimiento	27.252.740	0	0,00%
Títulos Públicos no garantizados negociables	18.986.059	10.459.495	13,41%
Títulos Públicos garantizados negociables (1)	2.339.219	1.153.052	1,48%
Préstamos al Gobierno Nacional garantizados (2)	3.388.294	3.419.093	4,38%
Otros Títulos Públicos (3)	0	27.489.075	35,25%
TÍTULOS EMITIDOS POR ENTES ESTATALES	437.042	444.336	0,57%
OBLIGACIONES NEGOCIABLES DE LARGO PLAZO	1.507.463	1.531.475	1,96%
OBLIGACIONES NEGOCIABLES DE CORTO PLAZO	9.061	5.575	0,01%
PLAZO FIJO	7.054.876	7.230.735	9,27%
ACCIONES DE SOCIEDADES ANÓNIMAS	10.285.761	6.763.649	8,67%
ACCIONES DE EMPRESAS PRIVATIZADAS	321.758	228.028	0,29%
FONDOS COMUNES DE INVERSIÓN	4.444.686	2.206.169	2,83%
Fondos comunes de inversión abiertos	1.552.676	2.139.418	2,74%
Fondos comunes de inversión del MERCOSUR	2.892.010	66.750	0,09%
TÍTULOS VALORES EXTRANJEROS	6.139.314	4.929.348	6,32%
CONTRATOS NEGOCIABLES DE FUTUROS Y OPCIONES	3.746.111	3.007.463	3,86%
CÉDULAS Y LETRAS HIPOTECARIAS	60.973	58.234	0,07%
Fideicomiso Financiero inmobiliario	60.973	58.234	0,07%
FONDOS DE INVERSIÓN DIRECTA	95.223	91.579	0,12%
FIDEICOMISOS FINANCIEROS ESTRUCTURADOS	4.474.353	2.984.201	3,83%
OTROS FIDEICOMISOS FINANCIEROS	1.140.709	1.186.380	1,52%
PROYECTOS PRODUCTIVOS O DE INFRAESTRUCTURA	470.861	512.439	0,66%
ECONOMÍAS REGIONALES	1.345.608	959.762	1,23%
INVERSIONES EN TRAMITE IRREGULAR NO PREVISIONADAS	0	9.421	0,01%
INVERSIONES EN TRÁMITE IRREGULAR NETO DE PREVISIONES	2	2	0,00%
<b>TOTAL DE INVERSIONES</b>	<b>93.500.113</b>	<b>74.669.511</b>	<b>95,74%</b>
<b>TOTAL FONDO COMPUTABLE JUBILACIONES Y PENSIONES</b>	<b>94.442.629</b>	<b>77.992.131</b>	<b>100%</b>

Nota: Los Títulos Públicos a vencimiento (TGNF) y los Préstamos al Gobierno Nacional Garantizados (PTG) se valúan diariamente a devengamiento (Decreto 1375/04).

(1) Tenencia recibida en Bonos Discount por el canje (Decreto 1735/04)

(2) Stock contempla vigencia de Instrucciones N° 21/02 y 10/05

(3) Tenencia recibida en Bonos Cuasi Par por el canje (Decreto 1735/04)

(1 y 3) a los efectos de los límites de inversión se considera garantizados (Decreto 1375/04)

Fuente: Elaboración SAFJP.

Frente a la desaparición de las AFJP a través del regreso a un sistema totalmente de reparto, los ahorros de los antiguos afiliados al sistema de capitalización se transfieren al sector público para integrar el fondo de garantía de sustentabilidad del régimen previsional público de reparto creado por un decreto. Consiste en una clara confiscación de los ahorros de los particulares, que supone la violación de los derechos de propiedad de los mismos en una situación que puede equipararse a la toma, por ejemplo, de los depósitos en el sistema financiero o las tenencias en cajas de seguridad de los bancos.

El estado se convierte en propietario de los activos que durante los catorce años de vigencia del sistema acumularon sus afiliados. Al comienzo de esta nota se señala que el sistema de seguridad social, y en particular el sistema de jubilaciones y pensiones, constituye un seguro, en este caso para el retiro por vejez o invalidez. La intervención estatal se justifica como forma de obligar a los individuos a asegurarse, para incentivar el ahorro como previsión para el futuro. Estos activos acumulados en los fondos de capitalización indudablemente generan en los individuos una expectativa de ingresos jubilatorios, un premio para la vejez que se relaciona con la postergación del consumo que a lo largo de todo este tiempo han realizado los aportantes. El traspaso de estos ahorros al estado los ubica en una posición de incertidumbre y vulnerabilidad acerca de cuáles serán los ingresos que percibirán al retirarse, quebrando el vínculo entre lo ahorrado durante la vida activa y lo recibido al momento de la jubilación que es la base de un sistema de capitalización.

Como agravante debe mencionarse el caso de los aportes voluntarios que los afiliados al sistema de capitalización pueden haber realizado. De acuerdo al texto de la reforma<sup>1</sup>, no queda claro el destino de estos fondos mencionándose de modo ambiguo que mejorarán la situación del propietario sin aclarar de qué modo, ya que en el nuevo sistema no habrá más nominatividad de aportes sino que todos conforman un fondo único. Se sostiene que quedarán sujetos a cierta reglamentación no definida que dictará en su momento el Poder Ejecutivo Nacional. Al respecto, puede señalarse que queda en manos del ejecutivo la decisión del destino de los ahorros voluntarios omitiendo cualquier clase de discusión parlamentaria.

Un análisis particular merece el caso de la transmisión hereditaria. Dentro del régimen de capitalización, frente al fallecimiento de un jubilado, afiliado en actividad o beneficiario por invalidez, si no existen derechohabientes<sup>2</sup> de la pensión por fallecimiento se abona el saldo de la cuenta de capitalización individual a los herederos del fallecido declarados judicialmente. Esto reafirma el derecho de propiedad de los ahorros y prevé la transmisión generacional de los mismos al igual que puede ocurrir con el resto de los activos de un fallecido. La estatización del sistema elimina esta posibilidad.

Ahora bien, una vez expuestas las cuestiones relacionadas con la confiscación de los fondos vale la pena analizar cuáles son las previsiones para la utilización de los ahorros una vez en poder del estado. Tal como se menciona más arriba, el stock de ahorro integra un fondo de garantía de sustentabilidad del régimen previsional público de reparto que sólo podría utilizarse para financiar el SIPA y sería invertido para obtener rentabilidad. Se prevé la creación de una comisión formada por miembros de la Cámara de Diputados y de la Cámara de Senadores que tendría la finalidad de controlar las aplicaciones del fondo, pero de la normativa no surge claramente ninguna disposición, requisito o limitación a la que dicha comisión pueda atenerse a fines de controlar. En otros términos, el organismo creado para controlar no tiene norma a la cual ajustarse, es decir que se decide el traspaso de los fondos sin tener resguardo alguno acerca del destino que se le dará a los mismos.

Desde una perspectiva de largo plazo como la que motiva a una AFJP que maneja fondos de sus afiliados, los vaivenes del mercado obligan a eficientizar la administración de la cartera y a lograr sobrellevar los ejercicios de pérdidas. Justamente es esa perspectiva de largo plazo la que da margen de maniobra a las administradoras que evalúan en cada momento las variaciones que deben realizar en sus carteras.

Desde la óptica del sector público, si al recibir el stock de ahorro de los particulares efectivamente se constituye el fondo de reserva para el financiamiento del sistema con una visión de largo plazo, la lógica de inversiones podría replicar las acciones de las AFJP, aunque aún así debe tenerse en cuenta que la competencia a la que están sometidas las AFJP incentiva a un manejo más eficiente de las carteras, a diferencia de lo que ocurre cuando el administrador es el sector público que monopoliza la tarea. Es preciso señalar que, en un contexto como el

<sup>1</sup> Tema tratado en su artículo sexto.

<sup>2</sup> En el artículo 53 de la ley N° 24.241 se designa como derechohabientes a viudo/a; conviviente o hijos menores de 18

actual, donde el superávit comercial se ve deteriorado, el superávit fiscal está comprometido por la caída en las exportaciones y la baja en los precios de los productos exportables, y además 2009 es un año electoral, la tentación de hacer caja con los fondos de la seguridad social puede hacerse presente.

## La confiscación del flujo

La estatización de las AFJP implica que los aportes personales de los afiliados al sistema de capitalización, los que mensualmente incrementaban las cuentas individuales, pasan a ser ingresos corrientes del estado. La obligación de realizar aportes personales, junto con las obligaciones patronales, surge de la intervención del sector público que mediante el establecimiento de contribuciones especiales, obliga a los trabajadores a asegurarse para la vejez o invalidez. Es una previsión para el futuro, que en un sistema de capitalización se constituye en un stock de ahorro individual que financiará el retiro de cada trabajador, a diferencia de lo que ocurre en el sistema de reparto donde los fondos que mensualmente aportan los empleados financian los ingresos de los actuales jubilados.

Resulta ilustrativo mencionar que en el artículo 82<sup>3</sup> de la ley N° 24.241, se explicita claramente que la cuenta de capitalización es de propiedad del afiliado. Esto pone de manifiesto la violación del contrato entre el estado nacional y los adherentes al sistema de capitalización, quienes sin duda al momento de elegir un sistema previsional se han basado en la letra de la ley de creación del mismo. Existe un innegable avance del sector público sobre los derechos de propiedad individuales. El cambio en el sistema tiene efectos sobre la formación de ahorro en la economía. Bajo un sistema de capitalización los flujos mensuales van formando un stock de ahorro que se destina al financiamiento de inversiones. En un sistema de reparto, los aportes y contribuciones mensuales se gastan en ese mismo momento del tiempo sin generar ahorro público.

## Aspectos fiscales de la estatización

Para ver el detalle del stock de activos que integran el fondo de jubilaciones y pensiones puede observarse el Cuadro 1. Allí se describe la evolución del mismo entre septiembre y octubre de este año, sobre la base de la información publicada por la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones. Debe tenerse en cuenta que se trata de una cartera de inversiones, formada por algunos activos de renta fija y sin riesgo, y otras tenencias riesgosas cuya rentabilidad es variable. Por lo tanto, la valuación del stock total de inversiones puede modificarse sensiblemente con el tiempo en función del desempeño de los mercados de valores, aún cuando las carteras permanezcan inalteradas, es decir aún cuando las AFJP no modifiquen sus decisiones de inversión. Las valuaciones se expresan a determinada fecha en función de la situación del mercado en ese momento, motivo por el cual si se liquidan los activos los valores efectivos de venta pueden diferir sustancialmente.

La primera lectura que surge del cuadro pone de relieve la sensibilidad en el valor del stock que se menciona anteriormente, dado que la variación del fondo entre los meses de septiembre y octubre exhibe una caída del orden del 17%, producto en gran parte de la caída en los títulos públicos argentinos originada en motivos locales y expectativas de default, a lo que debe sumarse también la situación actual de los mercados financieros internacionales. Esto implica que frente a la estatización, el sector público recibe una cartera de composición variable cuyo valor no se encuentra garantizado.

<sup>3</sup> Artículo 82: *El fondo de jubilaciones y pensiones es un patrimonio independiente y distinto del patrimonio de la administradora y que pertenece a los afiliados. La administradora no tiene derecho de propiedad alguno sobre él. Los bienes y derechos que componen el patrimonio del fondo de jubilaciones y pensiones serán inembargables y estarán sólo destinados a generar las prestaciones de acuerdo con las disposiciones de la presente ley.*



¿Cuáles son las disponibilidades concretas que hereda el sector público? No se cuenta con cifras precisas por las ambigüedades mencionadas más arriba, pero de un análisis inicial de los números del Cuadro 1 puede decirse que de los 78 mil millones de pesos que totalizan el fondo, más del 55% (43 mil millones de pesos aproximadamente) está invertido en emisiones de deuda del gobierno nacional y una pequeña proporción de gobiernos subnacionales. Estos títulos generan una renta que seguirá manteniéndose si el sector público argentino honra sus compromisos, pero frente a una necesidad de fondos sólo podrían ser negociados en el mercado a precios muy por debajo de su valor nominal, lo que implicaría una pérdida realmente significativa y carecería de toda racionalidad inversora, aspectos estos que no constituyen una limitación real frente a las posibles acciones del gobierno, ya sea actual o futuro. En términos de impacto fiscal, esto implica que el sector público no cuenta con 43 mil millones de pesos sino que, en caso de requerir los fondos, la cifra disponible sería sustancialmente inferior.

El resto del stock total está invertido en otra clase de instrumentos financieros, con características diferentes a la de los préstamos al sector público. Se trata de obligaciones negociables, plazos fijos, acciones, fondos de inversión, cédulas y letras hipotecarias y fideicomisos financieros, entre los principales. Allí pueden destacarse dos cuestiones importantes: en primer lugar, los afiliados al régimen de capitalización argentino a través de las AFJP volcaron al mercado de capitales en inversiones privadas más de 35 mil millones de pesos, que de modo atomizado se invirtieron en diferentes activos, constituyéndose en fondos de financiamiento de una innumerable cantidad de actividades económicas. Este proceso de ahorro y acumulación queda detenido a partir del regreso al sistema de reparto, y la continuidad de las inversiones actuales queda sujeta a la acción discrecional del estado. El sector público controla una gran proporción de la liquidez, de la disponibilidad de fondos. En segundo término, el estado se convierte en inversor, participante en la propiedad de una gran cantidad de empresas nacionales y extranjeras a través de la posesión de activos de las mismas que antes se encontraban atomizados entre los afiliados del sistema de capitalización. Esto representa una alta concentración de poder de decisión sobre las empresas en manos del estado debido a los volúmenes que se están negociando.

Con respecto a la posibilidad que tiene el gobierno de disponer rápidamente de estos 35 mil millones de pesos caben ciertas consideraciones de gran relevancia, especialmente contemplando la crisis financiera internacional que impacta también sobre el mercado de capitales local. En acciones de empresas, se encuentran invertidos algo de 7 mil millones de pesos, un 9% del total de los fondos. La venta de semejante volumen de papeles en el contexto actual, donde diariamente se negocian aproximadamente 300 millones de pesos de los cuales sólo 45 millones corresponden a acciones, tendría un impacto fuertemente negativo sobre el precio de las mismas.

Algo de 7,2 miles de millones de pesos (9,3% del total del fondo y 7% del total de depósitos a plazo fijo del sistema financiero nacional) se encuentra depositado como plazo fijo en diversas entidades financieras del país, por lo tanto un retiro masivo de depósitos al vencimiento generaría severas consecuencias sobre el sistema financiero.

Aproximadamente 4,2 miles de millones de pesos se encuentran invertidos en fideicomisos que financian actualmente el crédito al consumo, con lo cual su retiro impactaría en el consumo agregado en un contexto de caída en la actividad económica.

En fondos de inversión hay colocados casi 3 mil millones de pesos pero liquidarlos disminuiría sensiblemente su valor; mientras que las obligaciones negociables representan alrededor del 2% del total de fondos y captan aproximadamente 1,5 miles de millones de pesos, tratándose en su mayoría de obligaciones de largo plazo. Las inversiones en proyectos productivos o de infraestructura y en economías regionales no son realizables. Los principales parámetros actuales del régimen de capitalización se reflejan en el Cuadro 2.

Cuadro 2

Fuente: SAFJP

**Datos básicos del régimen de capitalización**

Afiliados	9.530.550
Aportantes	3.642.098
Cobran	453.205
Aportes acumulados (miles de pesos)	77.992.131
Recudación en septiembre (miles de pesos)	1.072
Rentabilidad histórica	12,7%

En definitiva, en lo que se refiere al fondo de jubilaciones y pensiones acumulado hasta el momento por los adherentes al sistema de capitalización, las posibilidades de disposición inmediata de recursos por parte del estado se apartan notablemente de los 78 mil millones de pesos. Frente a una necesidad de utilización de fondos, la negociación de los activos que componen la cartera actualmente se traduciría inevitablemente en una sustancial pérdida de capital y carecería, como se menciona anteriormente, de racionalidad inversora. No obstante esto, si existen apremios fiscales, un estado poco preocupado por el largo plazo, las consecuencias sobre el mercado de capitales, el nivel de consumo o el sistema financiero, posee aún en este escenario una reserva de fondos atractivo.

Más allá del tratamiento del stock de ahorros acumulados, a partir de la estatización del sistema aparece una nueva fuente de recursos ordinarios para el sector público formada por el flujo de aportes que, bajo el sistema de capitalización, los aportantes destinan a sus cuentas individuales. Tal como se expone en el Esquema 1, el fondo de capitalización individual se sustenta de los aportes personales que realizan los trabajadores en relación de dependencia adheridos a la capitalización y por una proporción de los aportes de autónomos. De acuerdo a las cifras de la SAFJP, durante el mes de octubre de 2008 la recaudación total del régimen de capitalización es del orden de los mil millones de pesos. A partir de la estatización esta cifra pasaría a integrar los recursos públicos de seguridad social y sería del orden de los 13 mil millones de pesos anuales. No obstante esto, es interesante contemplar un aspecto no

Cuadro 3

Fuente: SAFJP

## Evolución de la recaudación total, por afiliado y por aportante en pesos

Mes	TOTAL	Por afiliado	Por aportante
sep-07	670.413.540	61	149
oct-07	697.292.456	63	154
nov-07	720.151.616	67	159
dic-07	718.420.119	66	164
ene-08	992.537.495	101	263
feb-08	886.104.792	92	248
mar-08	857.392.743	90	241
abr-08	940.600.093	99	253
may-08	948.198.601	100	258
jun-08	955.785.504	101	265
jul-08	1.340.728.413	141	375
ago-08	1.020.657.909	107	282
sep-08	1.063.102.898	112	290

mencionado hasta el momento. Bajo el sistema de capitalización, aproximadamente la mitad de esos 13 mil millones sería invertida en títulos públicos de acuerdo a lo observado en la composición de cartera del fondo acumulado, por lo tanto, frente a un cambio de escenario, el estado recibiría un incremental de sólo 6,5 mil millones anuales y algo más por ahorro de intereses<sup>4</sup>. En el Cuadro 3 puede apreciarse la evolución de los ingresos de las AFJP por los aportes de sus afiliados.

*<sup>4</sup> Como ingreso adicional debería sumarse también el interés que el estado deja de pagar por recibir directamente como recurso ordinario la suma que en el sistema de capitalización debía pedir prestada a las AFJP.*

## Consideraciones finales

Tal como se revela a lo largo de la nota, la estatización de las AFJP constituye un avance del sector público sobre los derechos de propiedad de los adherentes al sistema de capitalización. Por una parte, el estado se apropia de la totalidad de los fondos que a lo largo de la vigencia del régimen se acumularon en las cuentas individuales, afectando los ingresos jubilatorios de sus propietarios, la posibilidad de transferir a sus descendientes los ahorros en caso de fallecimiento o de tomar un retiro una vez cumplida la edad para jubilarse, tal como está previsto en la ley de creación del sistema integrado. Por otro lado, el flujo que mensualmente sale de las nóminas de empleados y de los trabajadores autónomos, un ahorro en los términos del sistema de capitalización, se convierte en un ingreso corriente del sector público utilizado para financiar las jubilaciones de la generación actual.

La discusión planteada acerca de la conveniencia de un régimen de reparto versus un sistema de capitalización es independiente de la prestación privada o estatal. El debate relevante debe referirse a la forma en que la sociedad elige financiar su sistema previsional, y se relaciona directamente con la sustentabilidad del sistema de reparto. El tratamiento de las cuestiones relacionadas con el sistema previsional contiene numerosos conflictos, especialmente vinculados con aspectos de eficiencia y equidad dado que, como se señala al inicio de la nota, los seguros previsionales cumplen con estas dos funciones. Medidas como ésta, donde proliferan violaciones al contrato entre la sociedad y su gobierno en un tema tan delicado como los ingresos de la vejez, lesionan severamente la confianza de los agentes económicos y repercuten negativamente sobre las decisiones futuras de inversión y ahorro.

No puede dejar de mencionarse el efecto sobre la formación de ahorro global que tiene el regreso a un sistema de reparto, que fue abandonado hace catorce años a raíz del grave problema de financiamiento demostrado en aquel momento. Un sistema de capitalización constituye una manera de incrementar sistemáticamente un interesante stock de ahorro, variable fundamental para el desempeño de economías en desarrollo. El mismo flujo que alimenta el ahorro en el régimen de capitalización se convierte en gasto corriente en un sistema de reparto. A raíz de este proceso, el mercado de capitales también recibe el impacto de la medida y a través de él también se ven afectadas las posibilidades de financiamiento de numerosas empresas y familias con intenciones de invertir y consumir.

Asimismo, debe destacarse el impacto fiscal de la medida, escaso en relación con las necesidades actuales de financiamiento que tiene el sector público. Del análisis surge que no resulta clara la disponibilidad concreta de fondos con que cuenta el estado al eliminar el sistema de capitalización. La liquidación de los activos del Fondo de Jubilaciones y Pensiones, estimado a octubre en el orden de los 78 mil millones de pesos, se traduciría en una importante pérdida de capital dada la confianza de los mercados en el actual gobierno argentino y la crisis financiera internacional, situación que carecería de toda clase de racionalidad inversora. Con respecto a los recursos periódicos por aportes y contribuciones, el recurso incremental que ingresa al sector público sería del orden de los 7 mil millones de pesos anuales, dado que ya bajo el sistema de capitalización la mitad del flujo de las AFJP era invertido en títulos públicos.

Siendo el estado poseedor del stock de ahorro acumulado, son virtualmente inexistentes las herramientas de control por parte de la sociedad acerca del destino de dichos fondos. El gobierno actual, en un contexto de caída en el superávit comercial, claras necesidades fiscales, síntomas de desaceleración en el nivel de actividad y caída en los precios de los bienes sujetos a derechos de exportación, todo esto en un año electoral, puede verse tentado para la utilización discrecional de los fondos. ■



**Asociación Industrial Química  
Bahía Blanca**

Compañía Mega • Dow Argentina • Profertil • Solvay Indupa

**Respaldando las investigaciones  
sobre la economía regional**