



## ALERTA: LA CARTERA DEL FGS

JULIO 23, 2010

### **Paula Premrou**

Directora de Research  
[ppremrou@portfoliopersonal.com](mailto:ppremrou@portfoliopersonal.com)

### **Sabrina Corujo**

Jefa de Research  
[scorujo@portfoliopersonal.com](mailto:scorujo@portfoliopersonal.com)

### **Florencia Mosteirín**

Analista  
[fmosteirin@portfoliopersonal.com](mailto:fmosteirin@portfoliopersonal.com)

### **Humberto Solá**

Analista  
[hsola@portfoliopersonal.com](mailto:hsola@portfoliopersonal.com)

## LAS RAZONES DE POR QUE ES IMPOSIBLE LIQUIDAR EL FGS DEL ANSES

La discusión en el Congreso sobre el proyecto de ley para subir el piso de las jubilaciones al 82% móvil del salario mínimo volvió a concentrar las miradas sobre el Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS) del ANSES, o en otras palabras, sobre la cartera de activos financieros que el organismo previsional heredó de las AFJP cuando éstas fueron privatizadas en octubre del 2008.

Acá no vamos a debatir el proyecto en sí y menos aún la discusión política que existe de por medio, sino que nos vamos a centrar en dos preguntas: 1) ¿cómo está compuesto hoy el FGS?; y 2) ¿es posible, financieramente, su liquidación para “sostener” el costo de un proyecto que analistas económicos privados estiman entre \$ 20.000 millones y \$ 30.000 millones en un año? Y la razón de ambas preguntas es simple: en algunos debates, este mismo fondo fue propuestos como sostén financiero del proyecto.

Entonces, comencemos...

### DE LAS AFJP AL ANSES...

En un primer momento, el FGS se conformó con los bienes en especie que recibió el Régimen Previsional Público como consecuencia de la transferencia de los saldos de las cuentas de capitalización que ocurrió en 2007, cuando se pudo volver a optar por el Estado como administrador. No obstante, la mayor parte de los fondos, claramente se recibieron cuando en octubre de 2008 se tomó la decisión de estatizar el sistema de jubilaciones y dar por finalizado el régimen de capitalización que surgió en la década de los 90. Allí, y a principios de diciembre de ese año, las administradoras privadas pasaron en especie la cartera de fondos que gestionaban.

Desde ese momento en adelante, el FGS se debería haber nutrido del superávit presupuestario anual del ANSES (si existiera), de las rentas provenientes de las inversiones que realice -que, en realidad, suelen transformarse en nuevos bonos-, y de cualquier otro aporte que establezca el Estado mediante su previsión en la Ley de Presupuesto.

Así el total del fondo mutó de administrador, y claro está en los últimos cerca de tres años fue modificando su composición.

De hecho, y en especial básicamente gracias a la apreciación de los activos que posee, desde que cambio de manos hasta mayo pasado (el último dato disponible) este fondo se incrementó cerca del 55%.

Puntualmente, a fines de septiembre 2008, el total de la cartera -que en esos momentos mantenían las AFJP- sumaba unos \$ 94.442 millones (99% invertido y cerca de 1% en disponibilidades). En cambio, poco más de un año después, ya a fines de 2009 esos fondos -en su totalidad bajo el ANSES- ascendían a \$ 140.852 millones (97%

en activos, y cerca de 3% en disponibilidades), lo que implicó un aumento de poco más del 49% durante ese período. Un último comportamiento que resulta bastante lógico si se contrapone con la recuperación del mercado de capitales observada entre abril y fines del año pasado ante una cartera que, en cerca de un 75%, se explica por títulos públicos y acciones.

Mientras que ya, a mayo pasado, el FGS alcanzaba poco más de \$ 146.000 millones. En consecuencia, en el año el incremento era del 3.7%, y evitaba reflejar esta vez la evolución del mercado que mantenía punta a punta una tendencia entre neutra y bajista.

### MUTACION EN LA CARTERA DE ACTIVOS DESDE LA ESTATIZACIÓN HASTA HOY

	COMPOSICION CARTERA DEL FGS						Var. Año 2010	Var. Año FGS/AFJP	Cbio. Comp. FGS/AFJP
	30/9/2008 (AFJP)		31/12/2009 (FGS)		31/5/2010 (FGS)				
	\$	%	\$	%	\$	%			
Disponibilidades	942,52	1,00%	4.074,81	2,89%	7.375,33	5,05%	81,0%	682,5%	4,05%
Títulos públicos	52.403,35	55,49%	88.027,86	62,50%	90.222,08	61,79%	2,5%	72,2%	6,30%
ON	1.516,37	1,61%	2.309,17	1,64%	2.070,28	1,42%	-10,3%	36,5%	-0,19%
Plazos fijos	7.054,88	7,47%	9.574,23	6,80%	11.430,13	7,83%	19,4%	62,0%	0,36%
Acciones	10.607,52	11,23%	13.831,12	9,82%	14.336,39	9,82%	3,7%	35,2%	-1,41%
FCI	4.444,69	4,71%	1.832,90	1,30%	1.822,34	1,25%	-0,6%	-59,0%	-3,46%
Tít. emitidos Est. Extr.	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,0%	0,0%	0,00%
Tít. Valores Extr.	6.139,31	6,50%	6.760,09	4,80%	2.519,84	1,73%	-62,7%	-59,0%	-4,77%
Cont. Neg. Fut. y Opc.	3.746,11	3,97%	74,50	0,05%	85,96	0,06%	15,4%	-97,7%	-3,91%
Ced. y Letras Hipotecarias	60,97	0,06%	685,03	0,49%	31,94	0,02%	-95,3%	-47,6%	-0,04%
Fondos de Inversión Directa	95,22	0,10%	118,19	0,08%	87,24	0,06%	-26,2%	-8,4%	-0,04%
FF estructurados	4.474,35	4,74%	3.805,12	2,70%	3.448,37	2,36%	-9,4%	-22,9%	-2,38%
Otros FF	1.131,46	1,20%	549,30	0,39%	255,84	0,18%	-53,4%	-77,4%	-1,02%
Proyectos productivos	470,86	0,50%	8.399,71	5,96%	12.308,78	8,43%	46,5%	2514,1%	7,93%
Otros Créd.	1.345,61	1,42%	810,36	0,58%	17,66	0,01%	-97,8%	-98,7%	-1,41%
Inv. Tram. Irregular	9,41	0,01%	0,27	0,00%	0,29	0,00%	5,4%	-97,0%	-0,01%
<b>TOTAL</b>	<b>94.442,63</b>	<b>100,00%</b>	<b>140.852,66</b>	<b>100,00%</b>	<b>146.012,49</b>	<b>100,00%</b>	<b>3,7%</b>	<b>54,6%</b>	
<b>TOTAL INVERSIONES</b>	<b>93.500,11</b>	<b>99,00%</b>	<b>136.777,85</b>	<b>97,11%</b>	<b>138.637,16</b>	<b>94,95%</b>	<b>1,4%</b>	<b>48,3%</b>	

EVOLUCION DE ACTIVOS DE REFERENCIA						
MERVAL	1.598,10	2.320,70	2.203,60	-5,0%	37,9%	
DICP	97,00	112,70	91,00	-19,3%	-6,2%	
NF18	114,25	166,00	156,00	-6,0%	36,5%	
RG12	73,63	91,69	87,42	-4,7%	18,7%	
RO15	61,49	86,94	74,84	-13,9%	21,7%	
<b>Promedio</b>				<b>-11,0%</b>	<b>17,7%</b>	

Nota: En millones de pesos

Incluso, como dijimos más arriba, esto nos lleva a analizar cómo fue mutando la composición. Y justamente, explicado en parte por cambios en la valuación de la tenencia y otro tanto por cambios en la cartera -recordemos que el FGS se ha convertido en una fuente de financiamiento relevante del Tesoro-, los títulos públicos fueron los que mayor espacio ganaron en el período bajo análisis. Pasaron de explicar un 55.5% a un 61.79%, algo que los lleva por lejos a seguir siendo el activo de mayor peso dentro del portafolio. En monto, la cartera de títulos suma unos 90.222 millones, 72% más que los 52.400 millones de antes de la estatización del sistema.

No obstante, vale acá recordar que no todo los activos están dentro del portafolio valuados a valor de mercado. En particular, esto vale para algunos bonos y entre ellos,

para su principal tenencia, que son los Cuasipar. Recordemos que este título fue "armado" a medida de las AFJP en el canje del 2005 por lo que, básicamente, el único portador es hoy el mismo Estado.

Son uno de los activos que, como ya dijimos, están valuados a valor técnico y no del mercado. A la vez que explican, ni más ni menos, que un 37% del total en bonos. Detrás con un 15% de la tenencia está el Bonar X en dólares y con un 12.4% el Bonar 2016 en pesos también creado, en especial, a medida de las necesidades del sector público para refinanciar vencimientos de otros títulos. Con respecto a las posiciones de las AFJP en este rubro el FGS refleja una mayor concentración, además que lógicamente se entiende que la elección de la cartera radica en otros criterios de inversión. Incluso es esto último lo que lleva hoy a reflejar un menú de títulos diferentes a los de los que mantenían las AFJP.

#### DOS ADMINISTRADORES, DOS NECESIDADES, Y POR ENDE DOS CARTERA DE BONOS

31/09/2008 (AFJP)			31/12/2009 (FGS)			31/5/2010 (FGS)		
Títulos Públicos			Títulos Públicos			Títulos Públicos		
Inst.	\$	%	Inst.	\$	%	Inst.	\$	%
CUASI PAR	27.252,74	52,01%	CUASI PAR	31.249,89	35,50%	CUASI PAR	33.562,62	37,20%
OTROS	11.608,40	22,15%	OTROS	18.749,93	21,30%	OTROS	17.142,20	19,00%
DICP	4.709,50	8,99%	BONAR 16	10.739,40	12,20%	BONAR X	13.533,31	15,00%
BODEN 2014	4.404,48	8,40%	BONAR X	10.123,20	11,50%	BONAR 16	11.187,54	12,40%
BODEN 2015	1.778,42	3,39%	BONAR 14	7.218,28	8,20%	BONAR 14	6.495,99	7,20%
BONAR VII	1.453,37	2,77%	BONAR 15	5.017,59	5,70%	BODEN 2015	4.240,44	4,70%
BODEN 2012	1.196,43	2,28%	BODEN 2015	4.929,56	5,60%	BONAR 15	4.059,99	4,50%
<b>TOTAL</b>	<b>52.403,35</b>	<b>100,00%</b>	<b>TOTAL</b>	<b>88.027,86</b>	<b>100,00%</b>	<b>TOTAL</b>	<b>90.222,08</b>	<b>100,00%</b>

Nota: En millones de \$

En tanto, detrás de la tenencia de bonos y ya con menos del 10% de ponderación sobre el total -unos \$ 14.330 millones-, se encuentran las acciones. Puntualmente, desde que desaparecieron las AFJP, el monto invertido en renta variable subió cerca de 35%, casi en sintonía con la recuperación del Merval en ese lapso de tiempo. Sin embargo, la falta de una administración más activa de estos activos -básicamente, el ANSES sólo realizó cambios marginales- llevó a que las acciones pierdan participación sobre el total al caer desde 11.2% al 9.8% actual.

Lo que se puede desagregar de lo poco presentado por el ANSES en cuanto a la composición por acción, se observa que tres papeles -Telecom, Siderar y Banco Macro- concentran más del 50% del total hoy invertido. Le siguen, en tanto, con ponderaciones de entre 4.5% y 5% acciones como Molinos, PESA y Aluar.

En la comparación contra la cartera en renta variable de las AFJP nuevamente se observa una mayor concentración aunque básicamente, y nuevamente en diferencia a los bonos, las principales posiciones se mantienen en las mismas acciones.

**SOLO CAMBIOS MARGINALES EN LA CARTERA DE ACCIONES LOCALES**

Empresa	30/9/2008	Part.	Cot.	Cant. Pap.	Empresa	31/12/2009	Part.	Cot.	Cant. Pap.	Empresa	31/5/2010	Part.	Cot.	Cant. Pap.
TECO2	1.807,79	17,0%	7,98	227	TECO2	3.071	22,2%	12,65	243	TECO2	3.183	22,2%	13,35	238
ERAR	2.040,76	19,2%	25,30	81	ERAR	1.992	14,4%	24,10	83	ERAR	2.265	15,8%	25,45	89
BMA	980,79	9,2%	6,05	162	BMA	2.158	15,6%	10,75	201	BMA	1.935	13,5%	10,7	181
MOLI	437,17	4,1%	9,55	46	MOLI	692	5,0%	11,90	58	MOLI	688	4,8%	14,5	47
PESA	876,12	8,3%	3,05	287	PESA	719	5,2%	6,04	119	PESA	659	4,6%	5,53	119
ALUA	611,73	5,8%	4,15	147	ALUA	539	3,9%	3,86	140	ALUA	645	4,5%	3,67	176
GGAL	316,59	3,0%	1,52	208	GGAL	553	4,0%	2,15	257	GGAL	545	3,8%	2,18	250
BPAT	132,14	1,2%	1,55	85	BPAT					BPAT	530	3,7%	4,75	112
TGSU2	314,42	3,0%	1,88	167	TGSU2	443	3,2%	2,20	201	TGSU2	516	3,6%	2,51	206
PAMP	356,25	3,4%	1,29	276	PAMP	526	3,8%	1,80	292	PAMP	473	3,3%	1,64	288
OTROS	2.733,75	25,8%			OTROS	3.126	22,6%			OTROS	2.896	20,2%		
<b>TOTAL</b>	<b>10.607,52</b>	<b>100,0%</b>			<b>TOTAL</b>	<b>13.831</b>	<b>100%</b>			<b>TOTAL</b>	<b>14.336</b>	<b>100,0%</b>		

Nota: En millones de \$

Por valuación, ya dijimos que la cartera se incremento en un 35%, desde que cambio de manos su gestión. Y lo que nos falta destacar es que la mayor parte de esta suba es explicada por la variación positiva de las cotizaciones de los papeles bajo tenencia. En promedio, y tomando como punto de partida las 10 principales participaciones, la suba en los precios en el período bajo análisis fue del 46%. Mientras que la variación de papeles fue, promediando, de sólo un alza del 14%. Específicamente, las mayores compras parecen concentrarse en acciones de Patagonia (+31%); TGS (+23%); y Aluar (+19%).

**ACCIONES, CAMBIOS EN COTIZACIONES Y CANTIDAD DE PAPELES**

Empresa	Tenencia	Var. Pap.	Var. Cot.	Tenencia	Var. Pap.	Var. Cot.
	2010	2010	2010	FGS/AFJP	FGS/AFJP	FGS/AFJP
TECO2	3,7%	-1,8%	5,5%	76,1%	5,2%	67,3%
ERAR	13,7%	7,7%	5,6%	11,0%	10,3%	0,6%
BMA	-10,3%	-9,9%	-0,5%	97,3%	11,6%	76,9%
MOLI	-0,5%	-18,3%	21,8%	57,4%	3,7%	51,8%
PESA	-8,3%	0,1%	-8,4%	-24,7%	15,6%	-34,9%
ALUA	19,6%	25,8%	-4,9%	5,5%	19,3%	-11,6%
GGAL	-1,5%	-2,9%	1,4%	72,1%	20,0%	43,4%
BPAT				301,4%	31,0%	206,5%
TGSU2	16,6%	2,2%	14,1%	64,1%	22,9%	33,5%
PAMP	-10,0%	-1,2%	-8,9%	32,8%	4,5%	27,1%
OTROS	-7,4%			5,9%		
<b>TOTAL</b>	<b>3,7%</b>			<b>35,2%</b>		

No obstante, recordemos que fue la posición heredada en acciones por parte de las AFJP, lo que le permitió ya de forma agregada en el FGS, ganar al Estado presencia en el sector privado. Nombró una gran cantidad de directores dentro de las principales compañías cotizantes, a la vez que actualmente mantiene a través de su tenencia una participación importante en el capital social de varias empresas. Entre ellas, se destaca Macro (30.8%); Edenor (26.4%); Siderar (25.9%); Telecom (24.9%); y Mirgor (21.5%) entre las líderes. Mientras que suma también posiciones de peso en algunas compañías del panel general como San Miguel (26.9%); de servicios públicos -GasBan, Distribuidora Gas Cuyana, TGS, Emdersa y Grupo Concesionario del Oeste con participaciones de entre 20% y 26%-; o bien Consultatio (26.6%), entre muchas otras.

#### EL CAMBIO MAS SIGNIFICATIVO: INVERSION PRODUCTIVA

Pero por fuera de estos dos activos (bonos y acciones), el resto de la cartera sufrió un cambio bastante más importante durante el período en análisis.

Así fueron por lejos las inversiones denominadas productivas las que mayor espacio ganaron. El rubro proyectos productivos explica, según los últimos datos disponibles, un 8.4% de la cartera al sumar un total de unos \$ 12.308 millones. En las épocas de las AFJP, en cambio, este tipo de inversiones sólo representaban el 0.5%.

El Gobierno se esmeró públicamente en focalizar la política del FGS en financiar proyectos productivos o de infraestructura con el objetivo de contribuir al desarrollo. Un objetivo último que si bien ya existía al momento de las AFJP no se respetaba con administradoras que sostenían, por ejemplo, la falta de proyectos que califiquen bajo este concepto dado en parte la rigurosidad con la que debían validar sus posiciones ante la Superintendencia.

De hecho, el conocido inciso "Q" que rige este tipo de inversiones, fija que estas deben representar como mínimo el 5% de los activos totales del fondo, y hasta un máximo del 20%. El ANSES parece ir en busca de ese techo.

Puntualmente, este rubro, el FGS lo divide en dos: 1) Proyectos productivos o de infraestructura; e 2) Incentivo a la industria automotriz. El primero explica prácticamente el total con un 96% del total invertido -unos \$ 11848.1 millones-, y muestra una fuerte suba contra los \$ 2179.6 millones que mostraba a fines de 2008. Ahora bien, la concentración es alta: un 60% de este monto responde a sólo cuatro proyectos. Entre ellos, financiamiento para la Central Atucha, un plan de plan de infraestructura vial del Ministerio de Planificación, otro fideicomiso de Obras Públicas, y también un préstamo EPEC -Empresa Provincial de Energía- como a AYSA. En su mayoría con vencimientos largos, de entre 2015-2021.

Ahora bien, claro está que, el espacio que ganó títulos públicos (unos 6 puntos porcentuales) y proyectos productivos (unos 8 puntos) durante la gestión pública de los fondos, debió salir de la caída de otro tipo de inversiones. Y acá dos puntos. Por un lado, básicamente, se desarmó las posiciones en títulos valores extranjeros que reflejaba la tenencia en acciones del exterior -incluida Tenaris- que pasó de representar el 6.5% de la carteras (unos \$ 6.139 millones), a menos del 2% actual (unos \$ 2.519 millones). Incluso, según se ha mencionado, la intención oficial es continuar desarmándola. Aunque no hay igual una postura aún clara sobre acciones como, por ejemplo, TS.

Por otro lado, en tanto, desapareció la clasificación de Contratos Negociables de Futuros y Opciones que al momento del traspaso representaba cerca del 4% de la cartera de fondo, por unos \$ 3.746 millones, representando básicamente la tenencia de cupones PBI. Estos activos fueron, en realidad, en su totalidad canjeados a Economía por más títulos del canje -básicamente, Descuentos y Pares-. Nuevamente, vale acá mencionar la diferencia en los criterios de inversión. En particular, cuando los cupones son desde hace tiempo una de las inversiones más atractivas del menú de posibilidades locales.

Por último, otros rubros destacados en esta primera visión son las disponibilidades (inversiones de liquidez inmediata) y plazos fijos. El primero explica más del 5% de la cartera, bastante por arriba del promedio de entre 1% y 3% que solían mantener las AFJP. A la vez que, los plazos fijos suman unos \$ 11.430 millones, lo que representa poco menos del 8%. Estos presentan un plazo promedio hasta su vencimiento de 7 meses y responden en su mayoría a colocaciones a tasa fija. La concentración por entidades es bastante elevada. Dado los últimos datos, sólo cinco entidades explican más del 50%: Macro (16.3% del total); Banco de la Nación (16.3%), Banco de la Provincia de Buenos Aires (12. 2%); y Banco Hipotecario (8.4%).

#### RESUMIENDO...

En conclusión, descripta la composición actual de la cartera que era nuestra primer pregunta, avanzamos sobre la segunda: ¿es posible financiar el proyecto de ley bajo estudio con el FGS? Y la respuesta debe ser, un cerrado y claro, no.

Por un lado, el 62% de la cartera se encuentra en títulos públicos. La posición ya lo dijimos se ha incrementado producto que el organismo se ha convertido en una de las principales fuentes de financiamiento del Estado en los últimos años en momentos, además, que el mercado de capitales aún le es privativo. Gran parte de esta posición no es posible de liquidar en la plaza, o incluso de poder hacerlo se haría asumiendo una fuerte pérdida. Los Cuasipar, sin ir más lejos, representan un 37% de la tenencia con un mercado secundario prácticamente inexistente.

Otro poco más del 8% se encuentra en proyectos productivos. Básicamente, gasto público. Su posibilidad de desarme es nula.

Mientras que la tenencia en acciones -poco menos del 10% del fondo- goza también de una posibilidad muy limitada de liquidarse. En especial, en un corto plazo. El tamaño del mercado secundario local es tan chico que sólo intentar vender una parte mínima de estas posiciones implicaría asumir una pérdida muy fuerte. En ese sentido, la única posibilidad -hasta algunas veces escuchada- sería acordar con las mismas empresas la recompra de sus acciones aunque seguramente hasta esa acción implicaría también asumir un costo no menor.

Esto nos da -incluso sin entrar en gran detalle- la imposibilidad de tocar al menos un 80% del fondo actual, o unos más de \$ 116.000 millones.